

## Розділ 4

# Економіко-теоретичні аспекти розвитку фінансово-кредитних систем

---

УДК 336.64: 336.74 : 338.22.01 : 338.1(476)

*Золотарева О. А.*

*к.э.н., доцент кафедры банковского дела, УО «Полесский государственный университет»,  
Республика Беларусь*

*Друк В. Ю.*

*к.э.н., доцент кафедры экономики и организации промышленного производства  
УО «Полесский государственный университет», Республика Беларусь*

### **КОЛЛЕКТИВНЫЕ ФОРМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ: ВОЗМОЖНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ В ПОСТСОВЕТСКИХ ЭКОНОМИКАХ**

**Аннотация.** Обоснована целесообразность и определены направления трансформации финансового сектора, направленные на развитие коллективных форм финансирования, отражена специфика банка капитала как макроэкономического субъекта рыночной экономики.

**Ключевые слова:** финансовый капитал, финансовые посредники, коллективные формы инвестирования, банк капитала, предпринимательская активность.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 1, библи.: 8

*Zolotareva O. A.*

*PhD of Economics, Associate Professor, Department of Banking, Polessky State University,  
The Republic of Belarus*

*Druk V. U.*

*PhD of Economics, Associate Professor of Department  
of Economics and Industrial Engineering Polessky State University, The Republic of Belarus*

### **THE COLLECTIVE INVESTMENT: POSSIBLE AREAS AND PROSPECTS IN THE POST-SOVIET ECONOMY**

**Abstract.** The expediency and the directions of the transformation of the financial sector, aimed at the development of collective forms of financing, reflects the specificity of the bank's capital as a macroeconomic subject of a market economy.

**Keywords:** financial capital, financial intermediaries, collective forms of investment, bank capital, entrepreneurial activity.

Formulas: 0; fig.: 0; tabl. 1; bibl.:8

**JEL Classification:** D 92, E 20, E 27, F 21, H 54

*Золотарьова О. А.*

*к.е.н., доцент кафедри банківської справи, УО «Поліський державний університет»,  
Республіка Білорусь*

*Друк В. Ю.*

*к.е.н., доцент кафедри економіки та організації промислового виробництва  
УО «Поліський державний університет», Республіка Білорусь*

### **КОЛЕКТИВНІ ФОРМИ ІНВЕСТИВАННЯ: МОЖЛИВІ НАПРЯМКИ І ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ У ПОСТРАДЯНСЬКИХ ЕКОНОМІКАХ**

**Анотація:** Обґрунтовано доцільність та визначено напрями трансформації фінансового сектору, спрямовані на розвиток колективних форм фінансування, відображена специфіка банку капіталу як макроекономічного суб'єкта ринкової економіки.

**Ключові слова:** фінансовий капітал, фінансові посередники, колективні форми інвестування, банк капіталу, підприємницька активність.

Формул: 0; рис.: 0; табл.: 1, бібл.: 8

Постсоветские страны, структура экономики которых не вырабатывает собственных рыночных сигналов для включения в общемировой цикл деловой конъюнктуры, вынуждены находиться в фарватере движения ведущих экономик мира. Эти рыночные сигналы вырабатываются в первую очередь финансовым капиталом. Его создание в странах Запада является процессом длительной эволюции. В постсоветских странах даже при наличии законодательных норм функционирования финансового капитала инфраструктура предпринимательства не создана.

В Республике Беларусь попытки ее создания предпринимаются сверху. Встречного движения со стороны домохозяйств и бизнес-сообщества не происходит, в то время как в США, например, даже программы количественного и кредитного смягчения в большинстве своем осуществлялись в форме частно-государственного партнерства.

По критерию создания позитивных условий ведения бизнеса Республика Беларусь добилась неплохих результатов. Она входит в тройку стран, наиболее продвинувшихся с 2005 года по созданию благоприятной регуляторной среды для бизнеса [4, р. 9]. В плане простоты и доступности административных процедур Беларусь занимает 9 место в мировом рейтинге по легкости регистрации предприятий, а по регистрации собственности – 3 место. В сравнении с 2012 годом в соответствии с докладом Всемирного банка рейтинг по налогообложению улучшился на 27 позиций. На 11 позиций улучшился совокупный рейтинг Беларуси, оценивающий нормативные акты, регулирующие деятельность малых и средних предприятий на протяжении всего жизненного цикла, и их правоприменение. Тем не менее, доля малого и среднего бизнеса в основных экономических показателях в Республике Беларусь крайне мала. По данным за 2011 год доля малых и средних предприятий (далее - МСП) в ВВП составила 22,9%, увеличившись с 2009 года всего на 4,1 п.п. Доля МСП по численности работников даже несколько снизилась с 2009 года - до 27,5%. При этом основной удельный вес МСП (40,5%) приходится на торговлю, ремонт автомобилей и бытовой техники. В то время как в странах Евросоюза МСП составляют основу европейской экономики, на их долю приходится порядка 95% от общего количества предприятий. Они обладают наиболее высокой инновационной восприимчивостью и заинтересованностью в проведении НИОКР. 24% МСП зоны евро вовлечены в отношения субконтрактации с крупными предприятиями [8, р. 22]. Доля МСП в занятости и ВВП составляет 60-70%. В США на долю МСП приходится более 50% экономики.

При этом потенциал домашних хозяйств в развитии предпринимательства достаточно высок. Ведь именно домашние хозяйства являются основным резервом развития малого и среднего бизнеса в экономике страны. Главным источником инвестиционных ресурсов домашних хозяйств в экономике Республики Беларусь являются трудовые доходы. В 2012 году они составили 59,4 % к уровню ВВП, склонность к сбережениям была на уровне 9% (для сравнения: норма сбережения населения в Западной Европе – 13%, в США – 4,4%). В силу неразвитости финансового, и особенно фондового рынка, в Республике Беларусь население (домашние хозяйства) в основном направляет свои свободные денежные средства в банковскую систему.

Преобладание банковских депозитов в структуре финансовых активов домашних хозяйств является характерной чертой финансовых систем стран с формирующимися рынками. Тем не менее, по данным Белстата в структуре расходов домашних хозяйств наибольший удельный вес, около 78% занимают потребительские расходы, вклады и сбережения занимают незначительный удельный вес – около 7%, а расходы на строительство и покупку недвижимости составляют 4%. Таким образом, высокий удельный вес расходов на потребление, небольшой набор альтернатив для инвестирования сбережений говорит об отсутствии долговременного плана предпринимательской инициативы населения. Но даже при нынешней высокой доле потребительских расходов домашние хозяйства в структуре инвестиционных ресурсов находятся на втором месте, и их доля составляет 29,2%.

Основная причина такого положения вещей – кризис вертикального и горизонтального доверия в обществе. Отсутствие макроэкономической стабильности, ожидания бизнеса и населения, основанные на экстраполяции во времени негативного опыта высокой инфляции и череды девальваций не позволяют быстро сформировать доверие, являющееся основой формирования коллективных и индивидуальных форм организации бизнеса. Такую ситуацию можно объяснить действием эффекта храповика, объясняющего негибкость цен в сторону понижения, и который также может объяснить схожую негибкость доверия в сторону восстановления [1, с. 105]. Если дефицит вертикального доверия на постсоветском пространстве определяется отсутствием опыта стабильного развития в долгосрочном плане, то нехватку горизонтального доверия можно объяснить действием парадокса голосования. Парадокс голосования или теорема невозможности доказывает несостоятельность коллективного выбора, если этот выбор не оставлен на усмотрение одного лица. Теорема предполагает, что для перехода от индивидуальных предпочтений к коллективным необходимо создать механизм агрегирования первых во вторые. Этот механизм должен отвечать четырем основным требованиям: 1) неограниченная область определения, то есть все возможные варианты индивидуальных предпочтений должны быть рассмотрены; 2) отсутствие диктатора, то есть кого-то, чей выбор между парами альтернатив является решающим; 3) принцип Парето, то есть какой-либо вариант выбора лучше для каждого индивида, то он лучше и для общества; 4) независимость от не относящихся к делу альтернатив [6, с. 767]. Вместе с тем теорема доказывает, что нельзя выработать механизм, трансформирующий индивидуальные предпочтения в общественные и отвечающий четырем условиям. Поэтому необходимо выбрать определенное количество вариантов наиболее характерных индивидуальных предпочтений. Чем выше степень противоречивости интересов, представленных в обществе, тем сложнее это сделать. Большое количество наборов индивидуальных предпочтений даже с применением изолированной процедуры голосования при высоком уровне противоречивости индивидуальных интересов не приводит к устойчивому результату. Возникает искушение рассматривать это как доказательство необходимости сильной государственной власти, которая берет на себя функцию согласования индивидуальных интересов с общественными, в том числе в экономической сфере. Однако рост государственного влияния не способствует усложнению структуры экономики и еще больше сокращает частный сектор благодаря действию эффекта вытеснения.

Ситуация осложняется еще и тем, что в условиях отсутствия рыночных форм инвестирования определенного рода парадокс возникает и на стадии индивидуального выбора. В строгом определении парадокса голосования индивидуальный выбор внутренне не противоречив, а субъект действует рационально. Но сама необходимость сделать выбор может сделать человека пассивным, нерешительным. Эту ситуацию

можно определить как парадокс выбора. Состояние нерешительности определяется, прежде всего, тем, что при выборе одного варианта индивид теряет возможность осуществления других вариантов.

Когда предпринимательская идея выражена явственно, столь же явственно выражена стратегия предпринимательства, очерченная хрестоматийными принципами инвестиционного проектирования. Однако большая часть энергии предпринимательства тратится на поиски предпринимательской идеи, и эти издержки не формализованы современной экономической наукой. Почти в каждом учебнике по инвестиционному проектированию есть глава или раздел под названием «Прединвестиционная фаза», в котором дается определенная классификация трудностей, сопряженных с уяснением миссии предприятия, но, как правило, всё это ретроспективно привязано к конкретной бизнес-идее.

На стадии поиска предпринимательской идеи еще нет предпринимателя. Предприниматель появится тогда, когда обозначится система позитивных стимулов, навеваемая присутствием предпринимательской идеи, и будет в наличии стратегия максимизации возможностей. Здесь же всё наоборот: человек учится, ищет, сберегает, - в общем, *расширяет круг своих возможностей с тем, чтобы потом резко их ограничить рамками только одного варианта*. Это значит, что здесь фиксируется точка, в которой происходит нечто иное, нежели стратегия расширения возможностей, составляющая суть предпринимательства, - сужение возможностей вплоть до полной идентификации человека в качестве предпринимателя. И если экономической теорией следует считать исследование типичного поведения человека по максимизации своих возможностей, то надо будет констатировать, что вся проблематика становления ответственности бизнеса носит трансцендентальный характер. В этом смысле движение человеческого капитала к предпринимательской идее или от нее есть темная материя экономической теории. Это ядро экономического глобуса, никак не проявляющееся на его поверхности.

И всё же позитивные контуры и возможность научной формализации здесь прощупываются. Прежде всего, отметим бифуркацию факторов, обуславливающих эффективный поиск предпринимательской идеи:

- чем более образован человек, чем более широким спектром экономических знаний он располагает, тем больше у него шансов обрести предпринимательскую идею;
- чтобы начать сам бизнес, надо уметь решиться отбросить все остальные варианты, а это и есть способность взять на себя ответственность.

Речь идет именно о бифуркации, потому что вместе с нарастанием возможностей возрастает трудность выбора, а стало быть, ослабляется способность действовать, ибо каждое действие есть отказ от множества альтернатив, и чем их больше, тем больше вмененные, внебухгалтерские, издержки конкретного действия.

Временно мы абстрагируемся от проблемы стартового капитала, от проблемы «нехватки денег», полагая, что эта проблема нейтральна для того микроэкономического контекста, в котором теперь пребываем (нехватка денег была и сто и двести лет назад - редкость ресурсов неразрывно связана с феноменом предпринимательства) И тогда оказывается, что главной проблемой, решение которой откроет путь радикальным институциональным реформам, является проблема формирования решимости заниматься бизнесом и умения брать ответственность на себя у достаточно широкого слоя общества. Решимость формируется, *во-первых*, постепенностью принятия на себя ответственности. От одного качественного состояния к другому качественному состоянию можно прийти только количественно. Сначала самостоятельность субъекта хозяйствования должна носить условный характер, а потом всё более действительный.

*Во-вторых*, ассоциативностью в принятии решений. Вместе ответственность переживается значительно легче.

Для преодоления парадоксов голосования и выбора, а также взаимосвязанного с ними «синдрома недоверия», характерного, прежде всего, для постсоветских стран, мы предлагаем создание совершенно особого финансово-кредитного института, названного нами Банком капитала (БК) и призванного преодолеть комплекс нерешительности на уровне индивидуального выбора и одновременно трансформировать индивидуальные предпочтения в общественные. В этих своих качествах нам видится микроэкономическая функция Банка капитала.

Миссия Банка капиталов, призванного развернуть массовый оборот финансового капитала, фиксируется в особенностях привлечения денежных средств, а также в анализе инвестиционных проектов, который должен учитывать меру готовности потенциальных субъектов хозяйствования расстаться с деньгами ради реализации предпринимательской идеи.

Потенциальным инвесторам предлагается система предпринимательских идей, реализация каждой из которых сопряжена со значительным мультипликативным эффектом. В экономической действительности имеется множество таких предпринимательских идей, которые, взятые в обособлении друг от друга, оказываются бесперспективными, но, будучи объединенными в рамках единого проекта, - заслуживающими серьезного отношения. Например, потенциальный инвестор хочет заниматься агротуризмом, но денег у него хватает только на один домик. Но если он найдет единомышленников, возможна будет перспективная бизнес-ассоциация и даже выпуск собственных акций. Однако умение организовываться в деловые сообщества – это самое слабое место постсоветского общества, страдающего от массового недоверия и хронической нерешительности. Поэтому начинать следует всё-таки с общей идеи, и если потенциального инвестора заинтересует эта общая идея, он сможет разместить свой депозит в БК в соответствующей нише. Подобным образом ОАО АСБ Беларусбанк осуществляет проект строительных сбережений, служащих в качестве залоговых средств, но в рамках предлагаемой модели денежные средства, размещенные напротив того или иного инвестиционного проекта, также выполняющие залоговую функцию, способны перемещаться по всей системе предпринимательских идей сообразно смене приоритетов потенциальных инвесторов. Тем самым сохраняется ликвидность денежных вложений. Это делается для того, чтобы уменьшить трудность выбора потенциального инвестора.

Выбор потенциального инвестора оказывается условным, имплицитным: если другие потенциальные инвесторы поддержат его решение своими имплицитными вложениями, проект может состояться. Таким образом, в рамках предлагаемой модели множество имплицитных инвестиций складывается в порции реальных инвестиций. Данный принцип привлечения денежных ресурсов БК со временем позволит уменьшить степень информационной разорванности частной экономической жизни нашего общества, так и не преодолевшей кризисного состояния.

Таким образом, парадоксы голосования и выбора преодолеваются созданием такого информационного пространства, в котором каждый из инвесторов декларирует свои намерения и предоставляет гарантии своей решимости инвестировать.

Банк капитала предполагает инвестирование денежных средств инвесторов в ценные бумаги. В развитых странах уже сформирована сложная многоуровневая система институтов, осуществляющая аккумуляцию инвестиционных ресурсов с последующим их вложением в предпринимательскую деятельность. На Западе именно инвестиции в ценные бумаги отличаются максимальным разнообразием и доступностью. При этом наибольшей доступностью и прозрачностью для массового

инвестора обладают коллективные инвестиционные схемы. Существует определенное сходство между ними и схемами инвестирования, предлагаемыми Банком капитала.

Под коллективным понимают способ организации инвестиций, при котором денежные средства и другое имущество, принадлежащее инвестору (физическому или юридическому лицу) на правах собственности, осознанно вкладываются инвестором в определенное предприятие или фонд, где объединяются в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их последующего прибыльного размещения. В международной практике основными формами коллективного инвестирования обычно называют паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, общие фонды банковского управления, негосударственные пенсионные фонды.

Можно назвать общие функции Банка капитала с институтами коллективного инвестирования:

1. Общность макроэкономических (трансформация сбережений в инвестиции и содействие долгосрочному экономическому росту) и микроэкономических функций (снижение рисков).
2. Лица (физические и юридические), предоставившие свои денежные средства финансовому посреднику, сами несут риски, связанные с инвестированием.
3. Высокая доступность для розничного инвестора, хотя некоторые формы коллективного инвестирования могут иметь ограничения на вхождение в фонд для определенных категорий инвесторов.
4. Возможность выбора инвестиционных схем.
5. Прозрачность инфраструктуры.

При всей схожести задач, стоящих перед институтами коллективного инвестирования и Банком капитала, существуют значительные различия между ними в инвестиционных схемах, целевых установках инвестора, управлении инвестициями, правовых основах функционирования институтов (табл. 1).

БК вправе осуществлять специфически банковские операции: привлечение денежных средств физических и (или) юридических лиц во вклады (депозиты); размещение привлеченных денежных средств от своего имени и за свой счет на условиях возвратности, платности и срочности; открытие и ведение банковских счетов физических и (или) юридических лиц. Однако особенность этой структуры состоит в специфичности применяемых депозитных инструментов, ограничении (пруденциальное регулирование или инвестиционная декларация) на вложения средств. Так, в БК можно предположить возможность размещения средств только на определенных условиях (условные вклады). При этом событием, означающим окончание договора банковского вклада, в данном случае будет окончание оформления стартапа. Ограничение активных операций возможно на микроуровне посредством составления инвестиционной декларации, а также на макропруденциальном уровне посредством установления надзорных ограничений на вложение средств. Возможно также сочетание двух этих способов ограничения размещения средств.

В отличие же от инвестиционных фондов, взаимных фондов и других форм коллективного инвестирования имущество самого БК, как и коммерческих банков, не отделено от имущества вкладчиков. Отличаются и целевые установки этих финансовых посредников.

Одним из наиболее важных условий функционирования БК должна стать высокая степень безопасности вкладов потенциальных инвесторов. Закон должен ограничивать высокорискованную коммерческую деятельность БК.

Таблица 1

Основные отличительные особенности Банка капитала и институтов коллективного инвестирования

Критерии разграничения	Банк капитала	Формы коллективного инвестирования
Цель инвестора	Приобретение права на индивидуальные инвестиции в рамках коллектива инвесторов	Получение максимального реального дохода с инвестиций. Не ставят целью приобретение прав, связанных с индивидуальными инвестициями.
Право выбора объекта инвестирования со стороны массового инвестора	Имеет право выбора объекта инвестирования. Более того, выбор объекта является обязательным условием депонирования средств в БК, и наоборот	Имеет право выбора коллективного инвестора и инвестиционной схемы в соответствии с инвестиционными предпочтениями
Персонализация вкладов	Вклады персонализированы и увязаны с объектом инвестиций	Отдельные взносы обезличены в едином денежном пуле
Управление инвестициями	Инвестиционные решения принимаются самим инвестором в рамках пула инвесторов, объединенных единым инвестиционным проектом (стартапом). Возможность реализации проекта и трансформации депозитов в реальные инвестиции определяется экспертами БК на основе применения метода форсайта и зависит от готовности потенциальных инвесторов осуществлять сбережения в БК под конкретный инвестиционный проект	Профессиональный управляющий (инвестиционный менеджер) на основе контракта или договора доверительного управления управляет инвестиционными решениями. Возможна также корпоративная форма коллективных инвестиций с созданием юридического лица и соответствующими организационно-правовой форме органами управления
Способ распределения рисков	Распределение рисков происходит <i>между инвесторами</i> единого инвестиционного проекта	Распределение рисков происходит <i>между объектами инвестиций</i>
Выплаты по вкладам (паям)	До трансформации депозитов в индивидуальные инвестиции предусмотрены выплаты процентных доходов в соответствии с договором банковского вклада	Как правило, не предполагают фиксированных выплат

Преимущество всех форм коллективного инвестирования состоит в том, что они делают доступным инвестиции для массовых инвесторов с небольшими сбережениями и недостаточным объемом информации и знаний для индивидуального инвестирования. Основная функция коллективного инвестирования состоит в трансформации сбережений, прежде всего населения, в долгосрочные инвестиции. В этом состоит основная макроэкономическая функция коллективных схем инвестирования [1]. Именно с развитием коллективного инвестирования произошло уравнивание возможностей институциональных и розничных инвесторов. Кроме того, коллективные инвестиции предлагают потенциальным инвесторам более высокую ликвидность вложений в сравнении с индивидуальными инвестициями

Факторами, способствующими развитию различных форм коллективного инвестирования в развитых странах, являются:

1. Низкие процентные ставки в коммерческих банках.
2. Потребность инвестора в прозрачности инвестиций; инвесторы все чаще хотят иметь полную информацию о размещении своих средств и контролировать достижение инвестиционных целей.
3. Потребность в снижении и распределении рисков инвестиций.
4. Растущая потребность субъектов хозяйствования в дополнительных источниках финансирования.

5. Несовершенство механизма индивидуального инвестирования, сопряженного с высокими затратами на его осуществление.
6. Макроэкономическая стабильность и прежде всего умеренная инфляция.
7. Предсказуемая денежно-кредитная политика центрального банка, обеспечивающая плавную динамику валютного курса.

Эти факторы содействовали тому, что коллективные схемы инвестирования получили большое распространение в развитых странах. Так, в 2012 году в США на долю банковской системы, включая ФРС, в структуре активов финансового сектора экономики приходилось 24,4%, на долю фондов денежного рынка и взаимных фондов инвестиционного типа - 17,1%, государственных и частных пенсионных фондов - 13,8%, страховых компаний - 10,1%. Для сравнения в 1985 году доли данных секторов финансового рынка составляли - 42,6%, 5,6%, 18,5%, 12,5% соответственно. При этом доля населения как источника инвестиционных ресурсов является в США традиционно высокой. Так, в 2012 году доля домохозяйств в структуре финансовых ресурсов составляла 32,3%, уступая лишь финансовому сектору. С развитием коллективных форм инвестирования развивалось и долгосрочное инвестирование со стороны домохозяйств. Пик инвестиционных вложений домохозяйств в обыкновенные акции пришелся на 1990-е годы, когда доля обыкновенных акций в структуре финансовых активов домохозяйств достигла 49,4%. Последующее снижение в период кризиса доткомов в 2000-2002 годах, а затем финансового кризиса 2008 года, тем не менее, не смогло повлиять на долгосрочную тенденцию возрастания роли этого вида инвестиций в структуре вложений домохозяйств.

Даже в банкоориентированной финансовой системе еврозоны доля инвестиционных фондов в совокупных активах составляет 13,1%, страховых компаний и пенсионных фондов - 13,9% [2]. При этом доля открытых инвестиционных фондов в совокупных активах инвестиционных фондов составляет 90,3%. Степень участия населения еврозоны в инвестиционной деятельности также достаточно высока, хотя несколько ниже, чем в США. Так, вложения в акции и паи в структуре финансовых активов домохозяйств составляют 21,6%, а доля вложений в инвестиционные фонды составляет почти 7% общей суммы финансовых активов. Кроме вложений в акции и паи инвестиции населения в долгосрочные ценные бумаги составляют в еврозоне 6,7% финансовых активов домохозяйств. Таким образом, почти третья часть финансовых активов домохозяйств стран еврозоны направляется в долгосрочные инвестиции посредством фондового канала.

В Российской Федерации коллективные формы инвестирования тоже получили определенное развитие. По данным Национальной лиги управляющих количество паевых инвестиционных фондов (далее - ПИФ) за 5 лет увеличилось на 413. При этой положительной в целом тенденции развития коллективного инвестирования количество ПИФов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, увеличилось на 613, а количество открытых ПИФов сократилось на 48. Наблюдался и нетто-отток средств из розничных (открытых и интервальных) ПИФов на 33,37 млрд. долл. Из 1388 работающих ПИФов 428 являются открытыми, 904 - закрытыми и 56 - интервальными. Таким образом, на рынке коллективного инвестирования сегмент закрытых фондов является крупнейшим. Его доля в стоимости чистых активов инвестиционных фондов составляет 82,6%. Рост сегмента был обусловлен притоком средств в фонды для квалифицированных инвесторов. Ведь известно, что закрытые ПИФ создаются для заранее установленного круга клиентов. Из 1388 ПИФов 618 являются фондами для квалифицированных инвесторов. Наблюдается нетто-отток средств пайщиков из фондов с наибольшим риском в пользу наименее рискованных. Наибольший нетто-отток средств произошел из розничных ПИФов акций, а наибольший нетто-приток в фонды облигаций. Нетто-приток средств в закрытые ПИФы обеспечивался прежде всего



за счет притока средств в фонды недвижимости и рентные фонды, являющиеся наименее рискованными. Так, с 01.01.2008 г. по настоящее время по данным Национальной лиги управляющих фонды акций сократились на 211,69 млрд. руб., фонды облигаций увеличились на 19,86 млрд. руб., фонды денежного рынка увеличились на 1,04 руб., рентные фонды увеличились на 155,24 млрд. руб. Наблюдается уменьшение вложений в акции и другие формы участия в капитале со стороны страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов с одновременным увеличением вложений в банковские депозиты, долговые ценные бумаги [3, с. 5, 11]. Эти фактические данные подтверждают существование ситуации повышенного предпочтения ликвидности, что препятствует развитию коллективного розничного инвестирования, снижает инвестиции в нефинансовый сектор экономики.

О снижении роли населения в массовой приватизации свидетельствуют и другие факты. По данным Национальной ассоциации участников фондового рынка российский рынок акций в 2012 году сокращался. За год капитализация внутреннего рынка акций сократилась на 27%. Объем биржевых сделок с акциями на внутреннем рынке в сравнении с аналогичным периодом прошлого года сократился на 23%. Около половины биржевого оборота составляли акции только двух эмитентов – ОАО «Газпром» и ОАО «Сбербанк России» [7, с.5-6]. При этом доля физических лиц в общем стоимостном объеме сделок с акциями уменьшилась на конец второго квартала 2012 года и составила 10,5%, тогда как годом ранее этот показатель составлял 15,5% [7, с.41].

Таким образом, развитая инфраструктура и законодательная база в Российской Федерации не способствуют развитию подлинно массовой приватизации и трансформации сбережений населения в долгосрочные инвестиции. Традиционные формы коллективного инвестирования в экономику постсоветских стран утрачивают свое социальное назначение – доступность для розничного инвестора. Об этом свидетельствует сворачивание розничных форм коллективного инвестирования в России. Кроме того сектор коллективного инвестирования смещается от менее ликвидных, но более рискованных форм участия в капитале нефинансового сектора, к инвестициям в финансовый сектор и долговые инструменты. Тем самым, еще одна функция коллективного инвестирования – содействие долгосрочному росту – оказывается неработающей.

В Республике Беларусь сектор коллективного инвестирования до настоящего времени не получил сколько-нибудь существенного развития. Не создана его институциональная и правовая инфраструктура. Только в 2012 году была завершена работа над проектом Закона «Об инвестиционных фондах» и созданы фонды банковского управления с участием ОАО «Белинвестбанк» и «Приорбанк» ОАО.

Массовый розничный инвестор имеет небольшие возможности диверсификации своих сбережений - это главным образом банковские депозиты и иностранная валюта, при этом существует четко выраженная корреляция между величиной заработной платы в долларовом выражении и величиной чистой покупки иностранной валюты.

Широко освещаемые в средствах массовой информации попытки «народного» IPO, предпринимаемые в 2012 году, в частности в отношении Минского завода игристых вин, нельзя назвать успешными. Дивидендная доходность акций, по данным банковской статистики, составила за 2012 год 3,9% без поправки на инфляцию, в то время как доходность банковских инструментов привлечения средств физических лиц в 2012 году составила 39,1%. Номинальная стоимость акций возросла на 39%. Однако в условиях отсутствия необходимой институциональной инфраструктуры, гарантирующей возможность продажи акций на вторичном рынке, рыночную стоимость акций определить сложно. Да и перспективы повышения цены акций при отсутствии стратегического инвестора сомнительны.

Специфика белорусского рынка состоит в том, что высокий уровень открытости экономики сопряжен с низким уровнем развития финансового рынка, в том числе речь идет и об отсутствии сложившейся институциональной структуры этого рынка. Развитию коллективных форм инвестирования в Республике Беларусь препятствует макроэкономическая нестабильность и, прежде всего высокая инфляция, а также вынужденно высокий уровень процентных ставок.

Тем не менее, развитие коллективного инвестирования явилось бы фактором развития конкуренции на рынке финансовых услуг, а, следовательно, и снижения процентных ставок в банковском секторе.

При этом никакие институциональные реформы не в состоянии радикально изменить производственные отношения, если большинство из потенциальных субъектов хозяйствования не готовы взять на себя ответственность за судьбу значительного капитального имущества.

Для развития коллективного инвестирования как одной из форм предпринимательской деятельности необходима обстановка доверия, выработка которой как раз и является функцией Банка капитала.

#### Літэратура

1. Кузнецов, А. В. Институты коллективного инвестирования в рыночной экономике [Текст] : автореф. дис. ... канд. экон. наук / Санкт-Петербургский государственный университет. – Спб., 2005.
2. Money, banking and investment funds [Electronic resource] / ECB Statistical Data Warehouse. – Available at: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn151>.
3. Небанковские финансовые посредники (Аналитическое обозрение) [Электронный ресурс]. – 2012. – Ноябрь. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/nbfi/Fin-posr-2012-1.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/nbfi/Fin-posr-2012-1.pdf).
4. Doing Business 2013. Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. Comparing Business Regulations for Domestic Firms in 185 Economies [Electronic resource] / International Bank for Reconstruction and Development ; The World Bank. – 10th edition, 2013. – Available at: <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB13-full-report.pdf>.
5. Майборода, Т. Л. Микроэкономическая модель доверия [Текст] / Т. Л. Майборода // Экономика и управление. – 2011. – № 3 – С. 102–107.
6. Тарасевич, Л. И. 50 лекций по микроэкономике [Текст] / Л. И. Тарасевич, В. М. Гальперин, С. М. Игнатьев. – Спб. : Издательство «Экономическая школа», 2000. – 860 с.
7. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор за первое полугодие 2012 года [Электронный ресурс] / Национальная ассоциация участников фондового рынка. – Режим доступа: [http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012_1.pdf).
8. EU SMEs and subcontracting. Final report [Electronic resource] : October 2009 / EIM Business & Policy Research ; Ikei Research and Consultancy. – Available at: [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report_en.pdf).

Стаття надійшла до редакції 05.09.2013. © Золотарьова О. А., Друк В. Ю.

#### References

1. Kuznetsov, A. V. (2005). *Instituty kollektivnoho investirovaniia v rynochnoi ekonomike* (avtoref. dys. kand. ekonom. nauk). Sankt-Peterburg: Sankt-Peterburhskii hosudarstvennyi universitet.
2. *Money, banking and investment funds. ECB Statistical Data Warehouse*. Available at <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn151>
3. *Nebankovskie finansovye posredniki*. (2012, November). Available at [http://www.cbr.ru/analytics/fin\\_r/nbfi/Fin-posr-2012-1.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/fin_r/nbfi/Fin-posr-2012-1.pdf)
4. *Doing Business 2013*. (2013). Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. Comparing Business Regulations for Domestic Firms in 185 Economies (10th edition). International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank. Available at <http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB13-full-report.pdf>
5. Maiboroda, T. L. (2011). *Mikroekonomicheskaia model doveriia. Ekonomika i upravlenie*, 3, 102–107.
6. Tarasevych, L. Y., & Halperin, V. M., & Yhnatev, S. M. (2000). *50 lektsyi po mikroekonomike*. Sankt-Peterburg: Ekonomicheskaiia shkola.
7. *Rossiiskii fondovyi ryok. Sobytiia y fakty. Obzor za pervoe poluhodie 2012 hoda. Natsionalnaia assotsiatsiia uchastnikov fondovoho rynku*. (2012). Available at [http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012_1.pdf)
8. *EU SMEs and subcontracting. Final report*. (2009, October). EIM Business & Policy Research. Ikei Research and Consultancy. Available at [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2008/eu-smes-subcontracting-final-report_en.pdf)

Received 05.09.2013.

© Zolotareva O. A., Druk V. U.