

**МОЛДАВСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКАДЕМИЯ**

На правах рукописи

C.Z.U.: [330.322.5:330.35]:338.1(478)(043)

**ПАСЛАРЬ АНДРЕЙ**

**РАЗВИТИЕ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ  
ИНСТРУМЕНТОВ В ЦЕЛЯХ ДОСТИЖЕНИЯ  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

**СПЕЦИАЛЬНОСТЬ: 522.01. ФИНАНСЫ**

**Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук**

Научный руководитель:



**КОБЗАРЬ Людмила, доктор хабилитат,  
профессор**

Автор:



**ПАСЛАРЬ Андрей**

**КИШИНЕВ, 2024**

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE DIN MOLDOVA**

Cu titlu de manuscris

C.Z.U.: [330.322.5:330.35]:338.1(478)(043)

**PASLARI ANDREI**

**DEZVOLTAREA INSTRUMENTELOR INVESTIȚIONALE  
ALTERNATIVE ÎN VEDEREA REALIZĂRII CREȘTERII  
ECONOMICE**

**SPECIALITATEA: 522.01. FINANTE**

**Teză de doctor în științe economice**

Conducător științific:



COBZARI Ludmila, doctor habilitat,  
profesor universitar

Autor



PASLARI Andrei

**CHIȘINĂU, 2024**

**©Paslari Andrei, 2024**

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>АННОТАЦИЯ</b> .....	<b>6</b>
<b>СПИСОК ТАБЛИЦ</b> .....	<b>9</b>
<b>СПИСОК ФИГУР</b> .....	<b>10</b>
<b>СПИСОК АББРЕВИАТУР</b> .....	<b>11</b>
<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	<b>12</b>
<b>1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ</b> .....	<b>24</b>
1.1. Философская основа, шумпетерианская теория и неошумпетерианский подход к исследованию инновационных процессов в экономике.....	24
1.2. Экономика совместного потребления и теория развивающихся рынков как подходящая теоретическая основа для изучения рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	32
1.3. Происхождение и природа рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	39
1.4. Основные выводы к главе 1.....	47
<b>2 АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ И СОСТОЯНИЯ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ</b> .....	<b>49</b>
2.1. Рынок альтернативного инвестирования: модели, преимущества и риски.....	49
2.2. Объём и тенденции роста мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	63
2.3. Обзор рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.....	73
2.4. Основные выводы к главе 2.....	79
<b>3 ПУТИ И ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА В ЦЕЛЯХ ДОСТИЖЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА</b> .....	<b>81</b>
3.1. Рамки регулирования и экономического воздействия рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.....	81

3.2. Выбор и обоснование переменных, разработка и анализ модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов .....	94
3.3. План действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова в целях достижения экономического роста .....	112
3.4. Основные выводы к главе 3 .....	121
<b>4 ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ .....</b>	<b>123</b>
<b>БИБЛИОГРАФИЯ.....</b>	<b>131</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>152</b>
<b>Приложение 1.</b> Техничко-экономические парадигмы для отдельных технологических революций .....	152
<b>Приложение 2.</b> Характеристики пятой волны технологических инноваций .....	153
<b>Приложение 3.</b> Виды долговых моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов .....	154
<b>Приложение 4.</b> Переменные, используемые в модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов .....	155
<b>Приложение 5.</b> Статистические данные, на основании которых производились расчеты эконометрической модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов .....	156
<b>Приложение 6.</b> Результат оценки регрессии модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов .....	159
<b>ДЕКЛАРАЦИЯ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ.....</b>	<b>160</b>
<b>CV АВТОРА .....</b>	<b>161</b>

## АННОТАЦИЯ

к диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук «Развитие альтернативных инвестиционных инструментов в целях достижения экономического роста», Пасларь Андрей, научная специальность 522.01 Финансы, Кишинев, 2024

**Структура диссертации:** введение, три главы, общие выводы и рекомендации, библиография из 206 источников, 6 приложений, 8 таблиц, 9 фигур. Исследование отображено в 8 научных публикациях.

**Ключевые слова:** рынок альтернативных инвестиционных инструментов, цифровое финансирование, краудфандинг, экономика совместного потребления.

**Область исследования:** 522.01 Финансы

**Цель исследования:** анализ возможностей развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов и его влияния на экономический рост.

**Задачи исследования:** определение факторов влияющих на рынок альтернативных инвестиционных инструментов, повышение эффективности его использования с целью обеспечения устойчивого экономического роста.

**Научная новизна и оригинальность исследования** состоит в: выявлении новых элементов и формулировке определения экономики совместного потребления и рынка альтернативных инвестиционных инструментов; определении степени влияния объемов инвестирования на экономический рост в Республике Молдова через рынок альтернативных инвестиционных инструментов; разработке эконометрической модели корреляции между детерминантами рынка альтернативных инвестиций и его объемом; разработке рекомендаций по внедрению и усовершенствованию функционирования механизма формирования альтернативного инвестиционного рынка в Республике Молдова с целью обеспечения устойчивого экономического роста.

**Важная научная проблема, разрешенная в процессе исследования** заключается в определении экономических мультипликаторов воздействия рынка альтернативных инвестиционных инструментов на макроэкономические показатели; формировании и структурировании факторов и степени их воздействия на альтернативный инвестиционный рынок; разработке предложений для усовершенствования функционирования альтернативного инвестиционного рынка в целях достижения экономического роста.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в определении влияния мультипликаторов рынка альтернативных инвестиций на показатели экономического роста; разработке эконометрической модели влияния различных групп факторов на объем рынка альтернативных инвестиционных инструментов.

**Практическая значимость исследования:** Результаты исследования могут применяться с целью определения приоритетных направлений государственной политики для увеличения эффективности рынка альтернативных инвестиционных инструментов с целью экономического роста, совершенствования «Закона об услугах коллективного финансирования», выработки конкретных шагов реализации целей Национальной стратегии развития «Европейская Молдова 2030».

**Внедрение научных результатов** было подтверждено: Министерством Финансов Республики Молдова, Национальной комиссией по финансовому рынку Республики Молдова.

## ADNOTARE

**la teza pentru obținerea titlului științific de doctor în științe economice cu tema “Dezvoltarea instrumentelor investiționale alternative în vederea realizării creșterii economice”, Paslari Andrei, Specialitatea 522.01, Finanțe, Chișinău, 2024**

**Structură:** introducere, 3 capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografie din 206 surse, 6 anexe, 8 tabele, 9 figuri. Cercetarea este reflectată în 8 publicații științifice.

**Cuvinte cheie:** piața instrumentelor investiționale alternative, finanțare digitală, finanțare prin crowdfunding, economie colaborativă.

**Domeniul de studiu:** 522.01 Finanțe

**Scopul cercetării:** analiza posibilităților de dezvoltare a pieței instrumentelor investiționale alternative și impactul acesteia asupra creșterii economice.

**Obiectivele cercetării:** identificarea factorilor care influențează piața instrumentelor alternative de investiții, creșterea eficienței utilizării acestora în vederea asigurării dezvoltării economice durabile.

**Noutatea și originalitatea științifică:** identificarea unor elemente noi și formularea definițiilor a economiei colaborative și a pieței instrumentelor investiționale alternative; determinarea gradului de influență a volumelor de investiții prin intermediul pieței instrumentelor investiționale alternative asupra creșterii economice în Republica Moldova; elaborarea unui model econometric de corelare între determinanții pieței și volumul acesteia; elaborarea de recomandări pentru implementarea și îmbunătățirea funcționării mecanismului de formare a pieței instrumentelor investiționale alternative în Republica Moldova în vederea asigurării creșterii economice durabile.

**Rezultatele obținute care contribuie la soluționarea problemei științifice:** determinarea multiplicatorilor economici ai impactului pieței instrumentelor investiționale alternative asupra indicatorilor macroeconomici; formarea și structurarea factorilor și a gradului lor de impact asupra pieței de investiții alternative; elaborarea unor propuneri pentru îmbunătățirea funcționării pieței de investiții alternative în scopul realizării creșterii economice.

**Semnificația teoretică a cercetării:** determinarea impactului multiplicatorilor pieței instrumentelor investiționale alternative asupra indicatorilor de creștere economică; dezvoltarea unui model econometric al influenței diferitelor grupe de factori asupra volumului pieței instrumentelor investiționale alternative.

**Valoarea aplicativă a cercetării:** Rezultatele studiului pot fi utilizate pentru determinarea direcțiilor prioritare ale politicii publice pentru creșterea eficienței pieței instrumentelor investiționale alternative în scopul dezvoltării economice, perfectarea „Legii privind serviciile de finanțare participativă”, elaborarea pașilor specifici pentru implementarea obiectivelor Strategiei Naționale de Dezvoltare „Moldova Europeană 2030”.

**Implementarea rezultatelor științifice** a fost confirmată de: Ministerul Finanțelor al Republicii Moldova, Comisia Națională pentru Piața Financiară a Republicii Moldova.

## ANNOTATION

**to the thesis to obtain the scientific degree of doctor in economic sciences "Development of alternative investment instruments with the aim of achieving of economic growth", Paslari Andrei, Speciality:522.01 Finance, Chisinau, 2024**

**Structure:** introduction, 3 chapters, general conclusions and recommendations, bibliography consisting of 206 sources, 9 appendices, 8 tables, 9 figures. The research is reflected in 8 scientific publications.

**Keywords:** alternative investment instruments market, digital financing, crowdfunding, sharing economy.

**Field of study:** 522.01 Finance

**Research goal:** analysis of the possibilities for the development of the market of alternative investment instruments and its impact on economic growth.

**Research objectives:** identifying the factors influencing the market of alternative investment instruments, increasing its usage efficiency to ensure sustainable economic growth.

**Scientific novelty and originality:** identifying new elements and formulating definitions of the sharing economy and of the market of alternative investment instruments; determining the degree of influence of investment volumes through the market of alternative investment instruments on economic growth in the Republic of Moldova; development of an econometric model of correlation between the determinants of the alternative investment market and its volume; development of recommendations for the implementation and improvement of the mechanism for formation of the alternative investment market in the Republic of Moldova aiming to ensure sustainable economic growth.

**Results contributing to the solution of an important scientific problem:** determining the economic multipliers of the impact of the market of alternative investment instruments on macroeconomic indicators; forming and structuring of factors and assessing their impact on the alternative investment market; developing proposals to improve the functioning of the alternative investment market to achieve economic growth.

**Theoretical significance:** determining the influence of alternative investment market multipliers on economic growth indicators; development of an econometric model of the influence of various groups of factors on the volume of the market for alternative investment instruments.

**Applicative value:** The findings of the study can be utilized to identify priority directions for public policy aimed at enhancing the efficiency of the alternative investment instruments market for the purpose of economic growth, improving the "Law on Collective Finance Services," and developing specific steps to implement the objectives of the National Development Strategy "European Moldova 2030".

**Implementation of scientific results** was confirmed by the Ministry of Finance of the Republic of Moldova, the National Commission for the Financial Market of the Republic of Moldova.

## СПИСОК ТАБЛИЦ

<b>Таблица 2.1.</b> Виды акционерных моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	51
<b>Таблица 2.2.</b> Виды моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов не основанных на инвестициях.....	52
<b>Таблица 2.3.</b> Рыночная доля рынка альтернативных инвестиционных инструментов в различных регионах за период 2019–2020 гг.....	67
<b>Таблица 2.4.</b> Структура мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов в 2019–2020 гг.....	69
<b>Таблица 3.1.</b> Мультипликаторы рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	93
<b>Таблица 3.2.</b> Матрица коэффициентов парной корреляции модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	108
<b>Таблица 3.3.</b> Проверка мультиколлинеарности детерминантов модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	109
<b>Таблица 3.4.</b> Повторное тестирование мультиколлинеарности детерминантов модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов.....	110

## СПИСОК ФИГУР

<b>Фигура 1.1.</b> Инновационные циклы Й.Шумпетера .....	27
<b>Фигура 1.2.</b> Неошумпетерианский коридор .....	30
<b>Фигура 1.3.</b> Модель экономики совместного потребления .....	36
<b>Фигура 1.4.</b> Разница в аппетите риска финансирования: Банки против Краудфандинга ...	43
<b>Фигура 1.5.</b> Модель рынка альтернативных финансов .....	46
<b>Фигура 2.1.</b> Размер и рост глобального рынка альтернативного инвестирования .....	66
<b>Фигура 2.2.</b> Размер и рост европейского рынка альтернативного инвестирования .....	75
<b>Фигура 2.3.</b> Размер и рост рынка альтернативного инвестирования Республики Молдова .....	76
<b>Фигура 2.4.</b> Топ 25 стран по доле рынка альтернативного инвестирования на душу населения .....	77

## СПИСОК АББРЕВИАТУР

AFM	Alternative Finance Market
BNS	Biroul Național de Statistică al Republicii Moldova
CCAF	Cambridge Centre for Alternative Finance
CNSE	Comprehensive Neo-Schumpeterian Economics
DeFi	Decentralized Finances
EIF	European Investment Fund
FD	Financial Development Index
GII	Global Innovation Index
IEF	Index of Economic Freedom
IMD	IMD World Digital Competitiveness Ranking
IPO	Initial public offering
IT	Information technology
MEI	Ministerul Dezvoltării Economice
MENA	Middle East and North Africa
ODA	Organizația pentru Dezvoltarea Antreprenoriatului
P2P	Peer-to-peer
REG	FDI Regulatory Restrictiveness Index
SOCIAL	Social component of global competitiveness index
SPV	Special Purpose Vehicle
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats analysis
VIF	Variance inflation factor
ВВП	Валовой внутренний продукт
ЕС	Европейский Союз
ЕЦБ	Европейский Центральный Банк
ИКТ	Информационно-коммуникационные технологии
КНР	Китайская Народная Республика
МВФ	Международный Валютный Фонд
МСП	Малое и среднее предпринимательство
НБМ	Национальный Банк Республики Молдова
НИОКР	Научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы
НКО	Небанковская кредитная организация.
НКФР	Национальная комиссия по финансовому рынку
ООН	Организация Объединённых Наций
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
ПИИ	Прямые иностранные инвестиции
РМ	Республика Молдова
СНГ	Содружество Независимых Государств

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность и важность предложенной научной темы.** Глобальный финансовый кризис 2008 года оказал значительное влияние на мировую экономику, вызвал кризис банковско-кредитной системы, что, как следствие, повлекло за собой нехватку доступного банковского финансирования.

В контексте социально-экономического кризиса, наступившего вслед за финансовым, был принят ряд инициатив, с целью предотвращения подобных явлений в будущем. Так, в 2009 году был введен новый стандарт банковского регулирования «Базель III», основным положением которого, стало повышение требований к достаточности капитала для банков, что оказало значительное влияние на рост ставок по кредитам и сокращение их выдачи индивидуальным заемщикам, не обладающим достаточной надежностью, в том числе технологическим стартапам, малым и средним инновационным технологическим компаниям. Новые требования способствовали перетоку капитала и спроса на него в нерегулируемые сектора экономики, что повлияло на формирование рынка новых альтернативных инвестиционных инструментов [140, с.79].

На начальном этапе в данный сектор пришли профессиональные игроки — венчурные инвесторы, а затем произошло развитие «народного финансирования» — различных краудинструментов, позволяющих привлекать средства от широкого круга микроинвесторов, которые верят в инновационные продукты и готовы вкладывать в них деньги. Распространение использования передовых информационных технологий привело к росту сегмента малых и средних инновационных компаний и повышению спроса на альтернативные источники финансирования.

Как утверждает Т. Phillipon, финансовые инновации играют важную роль в улучшении доступа к финансовым услугам и усилении конкуренции с банковским сектором [146]. В 2016 году М. Carney, управляющий Банка Англии, заявил: «Для финансового сектора инновации, могут предложить более короткие и быстрые цепочки транзакций; большую эффективность капитала; и более высокую операционную устойчивость. Для потребителей они могут означать больший выбор, более адресные услуги и более низкие цены. Для всех финансовые технологии могут предоставить более инклюзивную финансовую систему как внутри страны, так и во всем мире; с людьми, которые лучше связаны, более информированы и имеют все более широкие возможности» [53, с.2].

Преимущества альтернативных инвестиционных инструментов, по сравнению с классическими, позволяют применять новые подходы в процессе привлечения и выделения финансирования, а именно:

- подписание сделок может происходить удаленно, без личного присутствия контрагентов, и с минимальными рисками;
- предоставление инвестору возможности диверсификации инвестиционного портфеля, вариации его объёма, создания индивидуального риск-профиля;
- децентрализация, бóльшая гибкость и более широкий пласт инвесторов и объектов инвестирования;
- снижение транзакционных издержек за счет использования автоматизированных платформ на основе технологии блокчейн [139].

В настоящее время мировой рынок «новых денег» — классического краудфандинга, краудлендинга и краудинвестинга — демонстрирует активный ежегодный рост в денежном выражении, происходит появление новых онлайн-платформ и переход к глобальному рынку [203]. Альтернативные инвестиционные инструменты позволяют предоставить финансирование тем категориям заёмщиков, которым доступ к банковскими кредитным продуктам зачастую ограничен или невозможен. Например, малые и средние предприятия, а также инновационные технологические проекты ввиду различных сложностей (необходимость залога, высокая стоимость финансирования) или характерной для них высокой степени риска, не могут получить или имеют ограниченный доступ к традиционному банковскому кредитованию.

2020 год был непохожим на другие: мировые экономики прошли испытания с началом глобальной пандемии Covid-19, результатом которых стала серия беспрецедентных и разрозненных действий и реакций, включая полное закрытие целых стран. Предпринятые ограничения на передвижения людей значительно повлияли и изменили все сферы экономики. Резкое падение уровня продаж и как следствие недостаток ликвидности привели к тому, что многие малые и средние предприятия вынуждены были прекратить своё существование. Данные меры нарушили цепочки поставок, что привело к нехватке критически важных товаров и компонентов и привело к увеличению производственных затрат. Кроме того, геополитическая напряженность и военный конфликт в Украине в 2022 году способствовали более осторожному инвестиционному климату, влияя на торговые отношения и привели к волатильности на финансовых рынках. Чтобы справиться с растущей инфляцией, центральные банки во

многих странах начали проводить более жесткую денежно-кредитную политику: подняли процентные ставки и сократили монетарные стимулы. Однако центральные банки столкнулись с проблемой тонкого балансирования: с одной стороны, им необходимо контролировать инфляцию, чтобы предотвратить размывание покупательной способности и обеспечить экономическую стабильность; с другой стороны, чрезмерно агрессивные меры по ужесточению могут затруднить экономический рост и потенциально вызвать рецессию, особенно учитывая хрупкое восстановление после спровоцированного пандемией спада. Результаты эмпирических оценок показали, что инфляция в Республике Молдова является достаточно инерционным процессом, а значит разовый всплеск инфляции, обусловленный внешним шоком, будет ощущаться в экономике в течение некоторого времени [141, с.97,106].

Общественный интерес к альтернативным инвестиционным инструментам продолжает расти, особенно в периоды неопределенности, которые влияя на общество и фирмы во многих аспектах повседневной жизни вызвали беспокойство, но и создали возможности для обновления и инноваций. Финансовые рынки в целом и альтернативные инвестиции в частности не исключение.

В данном ключе стало актуальным использование онлайн краудплощадок и равноправного кредитования, которые позволяют привлечь финансовые ресурсы удаленно, без необходимости проведения различных процедур присущих традиционному банковскому сектору, предполагающих тщательную проверку рисков, необходимость залога и обязательное посещение банка. Традиционная финансовая среда долгое время характеризовалась централизованными институтами, регуляторными кадрами и посредниками, которые контролируют доступ к различным финансовым продуктам и услугам [139]. Таким образом, важность и актуальность научного изучения новых финансовых инструментов заключается в анализе их способности стать новым стимулом для развития экономики, ведь они представляют собой не только финансовую, но и техническую инновацию.

Несмотря на значительный ежегодный рост сектора альтернативных инвестиционных инструментов во всем мире и развитие новых инвестиционных инструментов, рынок краудфинансов в Республике Молдова сегодня проходит этап становления. Существующая финансовая система и инфраструктура ориентированы в большей степени на финансирование крупных и стабильно развивающихся проектов. Объем рынка производных и альтернативных инвестиционных инструментов

незначителен. Объём иностранных инвестиций также невысок. Принятая «Национальная стратегия развития «Европейская Молдова 2030» [12] частично затрагивает перспективы и необходимость использования альтернативных инвестиционных инструментов, принят и только вступил в силу «Закон об услугах коллективного финансирования»[16].

В данной связи, ключевыми задачами являются внедрение соответствующей нормативной основы, выработка механизмов поощрения участия непрофессиональных инвесторов на рынке, а также гарантирование их защиты. Так, **исследование вопросов и возможностей применения альтернативных инвестиционных инструментов становится важным и актуальным объектом научного исследования**, особенно в контексте необходимости инвестиций для долгосрочного развития и устойчивого экономического роста Республики Молдова.

**Степень научной разработанности проблемы.** Исследование проблемы доступа малых и средних предприятий к финансированию является актуальной темой в литературе, как на мировом уровне, так и в контексте Республики Молдова. L. Cobzari и L. Erhan [58] в статье об анализе способов финансирования МСП в Республике Молдова выделяют такие альтернативные источники как микрофинансирование, венчурный капитал, факторинг и лизинг. Однако, несмотря на проводимые реформы, банковское финансирование остаётся доминирующим сегментом рынка, и доступ МСП к финансированию ограничен. L. Cobzari и A. Margineanu [59] также обращают внимание на то, что банковское финансирование предоставляется предприятиям с наименьшими рисками, но подчеркивают возрастающую роль небанковского сектора. T. Mogoî [127] анализируя возможности финансирования на рынке небанковского кредитования, показывает, что данный сектор предоставляет экономическим агентам возможность осуществления инвестиций и получения финансовой поддержки в сферах производства, услуг и торговли. A. Paslari [142] отмечает, что даже несмотря на период экономических кризисов в период с 2014 по 2023 год, доля рынка микрофинансовых инструментов в общем объёме кредитования физических лиц постоянно росла, также как и общий объём кредитного портфеля микрофинансовых организаций.

В отечественной литературе исследования по вопросу альтернативных финансовых инструментов представлены в ограниченном объёме. Например, A. Ianioglo [93] в работе, посвященной анализу альтернативных источников финансирования предприятий в Республике Молдова, подчеркивает, что банки являются основными поставщиками внешнего финансирования для бизнеса, а доступ к финансовым ресурсам остается одной

из актуальных проблем, влияющих на деятельность малого и среднего бизнеса. Несмотря на определенный рост в последние годы, альтернативные источники финансирования остаются малоразвитыми, а предприятия сталкиваются с наибольшими сложностями при попытках доступа к венчурному капиталу, финансированию на рынке ценных бумаг и использовании электронных платформ для привлечения финансирования, таких как краудфандинг и криптовалюты [94]. В другом исследовании, S. Viloosaia и L. Munteanu [39] рассматривают преимущества и недостатки краудфандинга в Республике Молдова, однако их фокус направлен на финансирование связанное не с бизнес-проектами, а с благотворительностью и социальной направленностью. A. Paslari [137] используя комплексную модель исследует связь между альтернативными инвестиционными инструментами и критическими социально-экономическими показателями. Рассмотрена сокращенная модель с анализом влияния Индекса финансового развития и Экономической свободы.

В мировой литературе проблематика финансирования с использованием краудфандинга как на теоретическом, так и на практическом уровне исследована более подробно. В период с 2010 по 2015 годы различными авторами R. Botsman и R. Rogers [42], D. Allen и C. Berg [24], M. Möhlmann [125] активно исследовались теоретические аспекты, предпринимались попытки формулирования определений и создания таксономии данного явления. После 2012 года появляются полные отчеты о состоянии мирового рынка краудфандинга (Massolution Crowdfunding Industry Report [1], Cambridge Centre for Alternative Finance [4]), а также описания актуальных тенденций и расширяющейся классификации видов краудфандинга. Кроме того, исследователями и международными институтами проводятся разнообразные исследования о факторах, влияющих на развитие этого рынка: P. Rau [152], H. Zheng et al. [195], R. La Porta et al. [108], Q. Zhao et al. [194], специалисты Мирового Банка [2], B. Zhang et al. [191] и другие.

Среди научных трудов, отражающих теоретическую основу работы, можно выделить работы таких экономистов как J. Schumpeter, C. Perez, H. Hanusch, A. Pyka, S. Veruinen и других.

Данные научные исследования представляют собой обширную исследовательскую основу как в теоретическом, так и в практическом плане для изучения рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Однако, учитывая относительную новизну данного рынка, существует потребность в дальнейшем глубоком анализе в рамках диссертационной работы. Тематика работы открывает возможность исследовать

новые аспекты и рассмотреть текущие проблемы рынка, что представляет собой дополнительный шаг в развитии данного направления научных исследований.

Проведенный анализ научной литературы, касающейся проблематики, представленной в данной диссертационной работе, не только способствовал формированию собственного мнения автора относительно рассматриваемых аспектов, но также содействовал разработке конкретных предложений развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов.

**Область исследования** определена необходимостью эффективного использования рынка альтернативных инвестиционных инструментов с целью обеспечения устойчивого экономического роста.

**Целью данного научного исследования** является выявление факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, повышение эффективности инвестиционного процесса, обеспечивающего устойчивый экономический рост и повышение конкурентоспособности рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.

Для достижения фундаментальной цели данной диссертации были определены следующие **исследовательские задачи**:

- проанализировать международные практики использования альтернативных инвестиционных инструментов;
- выявить классификацию и реальные сценарии использования альтернативных инвестиционных инструментов;
- определить механизмы и техники использования инструментов рынка альтернативных инвестиций;
- исследовать национальное законодательство и стратегии развития Республики Молдовы с целью определения возможностей использования альтернативных инвестиционных инструментов на местном уровне;
- оценить влияние кредитования посредством альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост Республики Молдова;
- разработать эконометрическую модель рынка альтернативных инвестиционных инструментов и влияющих на него социальных, регулятивных, экономических и технологических детерминант;
- предложить план действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.

Учитывая теоретический положительный экономический эффект и быстрые темпы развития мирового рынка новых инвестиционных инструментов, выявленные проблемы и задачи исследования позволили сформировать следующую **научную гипотезу исследования**: для обеспечения устойчивого экономического роста в Республике Молдова требуется исследование и разработка альтернативных инвестиционных механизмов, учитывающих влияние социальных, регулятивных, экономических и технологических детерминант.

**Объектом исследования** диссертационной работы являются международные финансовые институты, исследующие рынок альтернативных инвестиционных инструментов, его теоретическую основу, практики применения и законодательную базу, в частности: Всемирный банк, Международный валютный фонд, Альянс за финансовую доступность, Совет по финансовой стабильности, Международная организация комиссий по ценным бумагам, Всемирный экономический форум.

**Предметом исследования** является роль рынка альтернативных инвестиционных инструментов в поддержании устойчивого экономического роста.

**Методология и методы исследования использованные в процессе разработки данного научного исследования.** Предлагаемая к защите работа прошла четыре фазы единого исследовательского процесса, в следующей последовательности:

а) *поисковая составляющая*, целью которой стало изучение возможности использования новых для Республики Молдова альтернативных инвестиционных инструментов;

б) *описательная составляющая*, в процессе которой были описаны характеристики и типы альтернативных инвестиционных инструментов, объёмы и тенденции рынков в различных регионах;

в) *причинно-следственная составляющая* была направлена на оценку правильности выдвинутых гипотез относительно связей между выделенными зависимыми и независимыми переменными с использованием аппарата эконометрического моделирования, который предполагает проверку корректности построения модели, а также определения типа и интенсивности связей;

г) *оценочная составляющая* включила анализ воздействия развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост, а также влияния каждого из выявленных факторов на развитие рынка альтернативных инвестиционных инструментов, оценку эффективности различных стратегий и механизмов, направленных

на стимулирование развития рынка в Республике Молдова. Кроме того, осуществлена оценка потенциальных рисков и препятствий для развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов и разработаны предложения для развития.

Следование данному процессу позволило изначально осуществить выбор и предложение гипотезы, её дальнейшее представление через эконометрическое моделирование и, как следствие, анализ связей между переменными.

Валидация данных была осуществлена при помощи сравнительного анализа из различных источников информации – процедуры триангуляции.

### **Идентификация исследовательской проблемы и исследовательского вопроса.**

Исследовательская проблема работы состоит в недостаточной изученности нового рынка альтернативных инвестиционных инструментов, а также в неполной определенности относительно методов и факторов, воздействующих на его развитие и их влияния как источника дополнительных финансовых средств для обеспечения устойчивого экономического роста.

Исходя из проблемы исследования формулируется **исследовательский вопрос**: "Как развитие рынка альтернативных инвестиционных инструментов влияет на экономический рост и какие факторы оказывают влияние на развитие данного рынка?"

### **Информационная основа исследования.**

Учитывая эмпирический характер исследования и использование в нём макроэкономических показателей, анализ был проведен с использованием таких единиц исследования как **вторичные данные**. Выбор в пользу вторичных данных также объясняется практической сложностью сбора первичных данных необходимых для изучения рынка инвестиций, а также особенностью темы диссертации, как количественного исследования, проводимого на мезо и макроэкономическом уровне, в рамках которых в основном используются вторичные данные. Кроме того, вторичные данные позволили охватить большой объём информации и провести сравнительный анализ. С этой целью были использованы следующие разновидности **внешних вторичных** источников:

- *нормативные акты*, например, “Закон об инвестициях в предпринимательскую деятельность”, “Закон об услугах коллективного финансирования”, национальные стратегии по привлечению инвестиций и регионального развития;
- *национальные и международные статистические данные*, предоставляемые такими организациями как: Всемирный Банк, Международный Валютный Фонд, Организация

экономического сотрудничества и развития, ООН, Национальный Банк Республики Молдова, Национальное Бюро Статистики и др.;

- *данные, полученные в результате исследований*, проводимых специализированными компаниями либо исследовательскими центрами, например, отчеты о рынке альтернативных инвестиционных инструментов Кембриджского центра альтернативных финансов, Доклад о глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума, Глобальный индекс инноваций по версии Всемирной организации интеллектуальной собственности и др.

**Научная новизна исследования в диссертации** заключается в следующих аспектах:

- Выявление новых элементов, формулировка определения и разработка графической модели экономики совместного потребления;
- Разработка авторского определения и графической модели рынка альтернативных инвестиционных инструментов;
- Определение степени влияния объёмов инвестирования на экономический рост в Республике Молдова через рынок альтернативных инвестиционных инструментов;
- Разработка эконометрической модели, которая позволяет исследовать силу и вектор корреляции между детерминантами рынка альтернативных инвестиций и его объемом, а также объяснение причинно-следственных связей с целью определения приоритетных направлений развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов;
- Разработка рекомендаций по внедрению и усовершенствованию функционирования механизма формирования альтернативного инвестиционного рынка в Республике Молдова с целью обеспечения устойчивого экономического роста.

**Решение важной научной проблемы** достигнуто путём поиска и определения возможных экономических мультипликаторов воздействия рынка альтернативных инвестиционных инструментов на макроэкономические показатели; формирования и структурирования факторов и степени их воздействия на альтернативный инвестиционный рынок; разработки предложений для усовершенствования функционирования альтернативного инвестиционного рынка в целях достижения экономического роста.

**Теоретическая значимость исследования** заключается в:

– определении прокси-показателей в виде мультипликаторов инвестиций через кредит, налоговых поступлений через кредит и ВВП через инвестиции, что позволяет оценить влияние каждой финансовой единицы, инвестированной через рынок альтернативных инвестиционных инструментов, в денежном выражении на данные макроэкономические показатели;

– разработке эконометрической модели влияния различных групп факторов (регуляторных, социальных, экономического развития, информационно-технологических) на отношение объёма рынка альтернативных инвестиций в расчёте на душу населения, которая представляет собой инструмент для более точного анализа рыночных процессов.

**Практическая значимость исследования состоит в:**

– определении приоритетных направлений государственной политики и механизма формирования рынка альтернативного инвестирования с целью увеличения эффективности процесса кредитования;

– применении в стратегическом планировании, а именно результаты исследования могут быть использованы для разработки конкретных мер, направленных на реализацию Национальной стратегии развития "Европейская Молдова 2030", а также способствовать совершенствованию "Закона об услугах коллективного финансирования".

**Апробация научных результатов диссертационного исследования.** Результаты диссертационного исследования нашли отражение в материалах следующих национальных профильных научных конференциях: Annual International Scientific Conference "Competitiveness And Innovation In The Knowledge Economy" (Chisinau, 2023); International Scientific-Practical Conference, XVIIth edition, "Economic growth in the conditions of globalization" (Chisinau, 2023); Virtual International Scientific Conference "Development Through Research And Innovation -2023", IV-th Edition (Chisinau, 2023); Conferința științifică internațională "Strategii și politici de management în economia contemporană", ediția a 7-a (Chisinau, 2022).

**Внедрение научных результатов.** Значимость полученных результатов исследования подтверждена такими государственными органами власти как:

– **Национальная комиссия по финансовому рынку Республики Молдова**, которая в качестве надзорного и регламентирующего органа, подчеркнула практическую значимость и релевантность исследования с целью улучшения процессов авторизации и регламентации деятельности поставщиков услуг на рынке коллективного финансирования;

- **Министерство Финансов**, которое отметило, что практическая ценность диссертации проявляется через выводы, содержащиеся в ней, а их реализация открывает возможности для развития законодательной базы с целью совершенствования инвестиционного механизма через финансирование. Полученная эконометрическая модель может помочь определить приоритеты действий для более эффективного развития законодательной базы с конечной целью поддержки и предоставления альтернативных методов финансирования для вновь созданных предприятий, а также для малых и средних предприятий.

**Публикации.** Основные положения диссертационного исследования опубликованы автором в 8 научных работах общим объемом 6,79 а.л.: из них 7 в научных статьях, опубликованных в журналах и материалах конференций, включенных в перечень ANACEC, общим объемом 5,65 а.л.; и 1 в международном научном журнале (webofscience.com) объёмом 1,14 а.л.

**Объём, структура и краткое содержание диссертации.**

Диссертация состоит из аннотации (на русском, румынском и английском языках), списка таблиц, списка фигур, списка аббревиатур, введения, трех глав, выводов и рекомендаций, библиографии, приложений.

Содержание работы изложено на 129 страницах основного текста, иллюстративный материал содержит 8 таблиц, 9 фигур и 6 приложений.

**Во введении** определена важность и актуальность диссертации, формулируются цели и задачи научной работы, определяются объект и предмет исследования, освещается научная новизна и методологические основы, отмечаются теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

**В первой главе диссертационного исследования «Теоретические основы рынка альтернативных инвестиционных инструментов»** автор рассматривает философскую основу, шумпетерианскую теорию и нешумпетерианский подход к изучению инновационных процессов в экономике. Также анализируется экономика совместного потребления и теория развивающихся рынков как теоретический фундамент для понимания альтернативных инвестиционных моделей. Рассматривается история происхождения рынка альтернативных инвестиционных инструментов, возникновение которого стало возможным благодаря широкому распространению информационных технологий и доступа к сети Интернет.

**Во второй главе, "Анализ моделей и состояния рынка альтернативных инвестиционных инструментов",** автор предлагает обзор таксономии рынка альтернативных инвестиций, анализируя изменения в объеме и выявляя тенденции роста. Кроме того, автор производит детальный анализ преимуществ альтернативного инвестирования, выделяя основные проблемы и риски, с которыми сталкиваются участники рынка. Далее в работе представлен обзор мировых и европейских рынков альтернативных инвестиций, с акцентом на рынок альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова, учитывая его уникальные особенности и потенциал для развития, включая проведение SWOT-анализа.

**Третья глава работы «Пути и факторы развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов Республики Молдова»** начинается с анализа особенностей нормативно-правовой базы, регулирующей деятельность рынка альтернативных инвестиций в Республике Молдова. Автор представляет мультипликаторы с целью количественного определения влияния объема рынка альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост. Далее производится выбор и обоснование факторов, способствующих развитию рынка альтернативного инвестирования, основанных на анализе научной литературы. На основе полученных данных осуществляется разработка и анализ эконометрической модели для определения факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Затем автор представляет план действий по внедрению механизма формирования альтернативного инвестиционного рынка в Республике Молдова, включая описание инициатив и направлений для стимулирования, развития и построения рынка.

В разделе **"Выводы и рекомендации"** сформулированы ключевые результаты диссертационного исследования, вытекающие из теоретических основ и практических выводов. Обсуждаются потенциальные ограничения исследования. На основе полученных выводов предложены практические рекомендации по развитию рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова. Кроме того, указаны направления для дальнейших исследований.

**Ключевые слова:** рынок альтернативных инвестиционных инструментов, цифровое финансирование, краудфандинг, экономика совместного потребления.

# 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

## 1.1 Философская основа, шумпетерианская теория и нешумпетерианский подход к исследованию инновационных процессов в экономике

Сегодня экономисты широко согласны с тем, что технический прогресс является центральным фактором роста и динамики современной экономики. За инновациями, понимаемыми как процесс непредсказуемого и прерывистого вытеснения существующих и появления новых продуктов, производственных технологий и организационных решений, находятся наиболее важные процессы генерации и распространения знаний. В данном контексте значимые динамические процессы, требующие внимательного наблюдения, охватывают как количественные, так и качественные аспекты экономического роста и структурных изменений. Очевидно, что динамические процессы, понимаемые и анализируемые в данном ключе, усиливаются множеством источников, которые также взаимно влияют друг на друга коэволюционным путем. Данные источники охватывают помимо экономических субъектов (предприниматели, фирмы и домашние хозяйства), финансовые (банки, венчурные капиталисты и частные инвестиционные компании) и государственные субъекты и институты, такие как правительства, университеты, школы, исследовательские институты, патентные бюро, регулирующие органы и другие.

С философской точки зрения настоящее исследование подпадает под **конструктивистскую парадигму**, так как включает в себя улучшение и реконструкцию существующих финансовых практик. Конструктивизм представляет собой одно из течений современной философской науки, в рамках которого познание воспринимается как активное построение субъектом интерпретации мира посредством его конструирования, а не простого отражения. Экономический конструктивизм – новый инструмент экономического анализа и совершенствования экономических теорий, сознательное конструирование экономической действительности в соответствии с ценностными предпочтениями социального (индивидуального и коллективного) субъекта, учитывающее структурное и параметрическое сопряжение объекта и субъекта на основе принципов самореферентности, двойственности, кругообразности и циклической причинности [205, с.137]. В экономическом конструктивизме человек сам конструирует реальность и все время рефлексивует в ней, выступая как объект, так и субъект познания,

то есть существует условие самореференции, когда человек обращается к реальности, которую сам создал и черпает оттуда аргументы, которые зависят от его предыдущих действий. Один из виднейших экономистов XX века, чьи исследования мы далее проанализируем, J. Schumpeter подчёркивал, что «если есть хоть какой-нибудь мотив, побуждающий нас видеть факты так, а не иначе, то можно не сомневаться, что мы увидим их так, как нам хочется» [158, с.40]. Ученые – экономисты отмечают, что в результате действия новых знаний поведение экономических агентов меняется. На это, в частности, указывал В. Полтерович [204, с.61]: «Изменчивость экономических реалий отчасти коренится в обратном влиянии экономических теорий на экономическое поведение». Экономический конструктивизм включает в себя процессы социально-экономического моделирования экономической реальности, а также создание и осуществление долгосрочных стратегий и инновационных идей субъектами экономики, основанных на их индивидуальных экономических интересах, замыслах и новаторских взглядах.

Возникновение комплекса мощных технологий и новых динамичных отраслей вкупе с сопутствующей инфраструктурой создают новые возможности и порождают основательные перемены во всех областях экономики [136, с.407]. Устаревшие организационные структуры не способны полностью раскрыть новые возможности в полной мере. Именно поэтому каждая новая революция неизбежно вызывает смену **технико-экономической парадигмы**, то есть «модели наилучшей деловой практики, представляющей собой совокупность всеобъемлющих технологических и организационных принципов, которые наилучшим образом отражают эффективный способ внедрения конкретной технологической революции и способы использования этих революций для оживления и модернизации экономики.» [145, с.39].

Изучив характер технологических революций, С. Perez [145] подробно описывает различные этапы каждой отдельной технологической волны и выделяет фазы технико-экономических парадигм, описанных в Приложении 1.

Настоящее исследование изучает процессы характерные для современной, пятой технико-экономической парадигмы, зародившейся в 1971 году, связанной с консолидацией финансов и массового производства, а также со становлением экономики знаний. Экономика знаний в свою очередь, представляет собой высший этап развития постиндустриальной и инновационной экономики.

Инициированная бурным прогрессом в области когнитивных и информационных технологий, описанная S. Verumen [37] **пятая волна** технологических инноваций (**Error!**

**Reference source not found.** 2) характеризуется тенденцией к глобализации экономических механизмов и информационных платформ, что кардинально трансформировало бизнес-экосистему и смягчило условия для рыночного вхождения.

Ключевые отрасли, связанные с данной инновационной волной, включают телекоммуникационные системы, область робототехники, фармацевтический сектор, исследования в области ядерной физики, применение нанотехнологий, биомедицинскую инженерию, информационно-технологическую инфраструктуру, электротехническую отрасль, кибернетические решения, область биотехнологий, сектор автомобильного инжиниринга и аэрокосмические технологии. Таким образом предпринимательство пятой волны является частью идеи новаторства Шумпетера, предлагающего приоритезацию знаний, их динамику, которые стоят за инновациями.

Далее более детально рассмотрим понятие Нео-Шумпетерианской экономики. Оно основано на идеях J. Schumpeter, изложенных в «Теории экономического развития» и его более поздних работах «Капитализм, социализм и демократия» (1942), «Марш в социализм» (1950). Но возникает вопрос, почему Шумпетерианский ренессанс начался семьдесят лет спустя. Одно из объяснений - длительный успех неокейнсианской экономической политики, а затем и неоконсерватизма с его монетарными статически ориентированными принципами. Кейнсианский подход соответствовал времени выхода из Великой депрессии, когда требовалось расширение совокупного спроса. Точно так же, как экономика предложения и монетаризм, стали адекватными изменившимся внешним условиям в ситуации стагфляции и сырьевых шоков 1970-х.

В то же время развитие «новой» экономики, основанной на знаниях, информационные технологии и резкий рост взаимозависимых отраслей потребовали иных макроэкономических решений. Неошумпетерианский подход, ориентированный не на финансовую и фискальную сторону экономического развития, а на промышленную динамику и структурные изменения в реальном секторе, стал конкурентоспособным и более привлекательным.

J. Schumpeter известен также созданием теории делового (экономического) цикла и восприятия инноваций как причинами роста и падения в циклах. На основе концепции “циклов Кондратьева” он установил наличие следующих инновационных циклов (Фигура 1.1).



**Фигура 1.1. Инновационные циклы Й.Шумпетера**

**Источник:** Business Cycles: A Theoretical, Historical, And Statistical Analysis of the Capitalist Process [159].

Согласно J. Schumpeter, каждый бизнес-цикл уникален и относится к абсолютно различным отраслям промышленности. Фаза восстановления цикла начинается с введения новой идеи в широкое использование. Как только технология достигает своей зрелости и преимущества ее использования начинают уменьшаться, восстановление завершается. Следующей фазой становится неизбежная депрессия, после которой начинается новая волна инноваций, разрушающая старую институциональную структуру, заменяя ее новыми, более эффективными условиями для предстоящего цикла восстановления.

J. Schumpeter [159] назвал данное явление «*созидательным разрушением*», которое показывает, что упадок компаний не обязательно означает только негативные последствия для экономики и общества, т. к. вместо данных компаний могут появиться новые, «более эффективные», что стимулирует экономический рост после рецессии.

Особую роль в данном процессе играет творческая и новаторская деятельность. Предприниматель в качестве основного участника шумпетерианского развития, как известно, создает новые комбинации факторов производства. Будь то инновации в продуктах или процессах, развитие новых рынков, разработка технологий или сырья, или организационные инновации - основной движущей силой всегда является дух предпринимательства по Смиуту, эгоизм, стремление к обогащению и самореализация.

Таким образом, *ключевыми элементами теории экономического развития Шумпетера* являются:

- эволюционный характер экономического развития;
- инновации как объект изменений и технологического прогресса;

- предприниматель, в отличие от статичного инвестора, как активный актёр, является субъектом и инициатором экономического развития и, следовательно, в равной степени создателем структур и форм, изменяющих их.

В 1980-х годах на основе шумпетерианской теории экономического развития начала развиваться так называемая «*ортодоксальная неошумпетерианская экономика*». Основоположниками данной концепции стали С. Freeman и G. Dosi. Ключевыми элементами данной концепции стали:

- предпринимательство и технологические инновации считаются основными принципами, определяющими и несущими ответственность за развитие экономики путем преодоления ограничений;
- инновационная конкуренция вместо ценовой как механизм согласования интересов;
- принимается концепция неопределенности Найта, обозначающая отсутствие количественных знаний о возможных событиях, как фундаментальное неведение, предел знаний и существенную непредсказуемость будущего [134].

Важным элементом неошумпетерианского экономического развития является укрепление национальной инновационной системы и синергии её различных составных секторов: многочисленных государственных и частных исследовательских организаций, а также политических и административных институтов. Идея коллективного эволюционного процесса является одной из основных в рамках **Комплексной неошумпетерианской экономики (CNSE)**. Динамические процессы вызывают качественные трансформации экономики за счет внедрения различных инноваций (технологических, институциональных, организационных, социальных измерений). Если раньше шумпетерианские исследования были сосредоточены на изучении трансформационных процессов в реальном секторе, то в последнее время появилось понимание сложных взаимосвязей, и CNSE используется для их анализа и объяснения. С нормативной точки зрения в рамках данной экономической концепции существует три основных столпа экономики: **реальный, финансовый и государственный секторы**.

Основными элементами неошумпетерианского подхода являются инновации и, как следствие, ориентация всех субъектов экономики на будущее. Ориентация на будущее означает необходимость, способность и готовность решать проблему неопределенности и преодолевать ее, используя новые пути и подходы, выход за рамки заданных условий. Прогресс и изменения происходят во всех сферах общественной жизни, включая

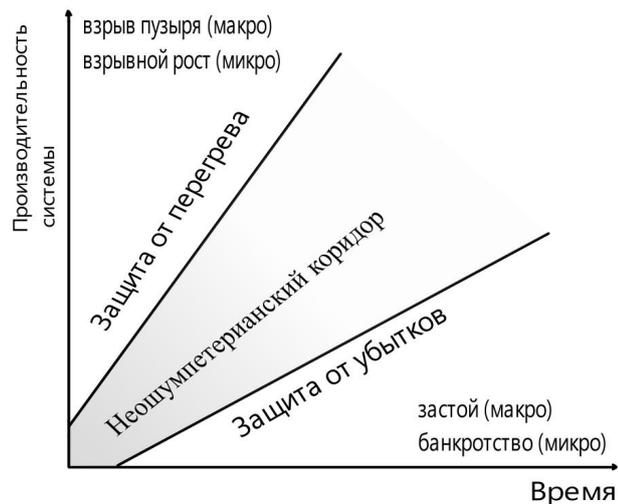
изменения в финансовом и государственном секторах, хотя, прежде всего, технический прогресс определяет ситуацию в реальном секторе экономики.

В то же время неошумпетерианский подход демонстрирует новую нормативную парадигму. Ситуация определяется не максимизацией краткосрочной прибыли и эффективностью распределения цен, а агентами, ориентированными на будущее, действующими новаторски в рамках коэволюционного процесса экономической и социальной динамики, осуществляя изменения и прогресс и сталкиваясь с неопределенностью [136, с.410].

Одновременно можно наблюдать коэволюционный процесс в других сферах: финансовом и государственном секторах. Недостаточная ориентация финансового сектора на будущее, в том числе низкая готовность предоставлять ликвидность и венчурный капитал, в итоге сказывается на реальном секторе и отрицательно сказывается на инновационной активности предприятия. Недостаточная ориентация государственного сектора на будущее проявляется в низких бюджетных расходах на здравоохранение, образование, НИОКР и недостаточном намерении модернизировать, реформировать социальные и политические структуры и институты, что в итоге отрицательно сказывается на экономической динамике реального сектора. Экономическое развитие сильно зависит от ситуации в данных трех секторах. Периоды депрессии могут возникать между периодами быстрого роста и спада. Это типичное шумпетерианское развитие экономики лежит в основе концепций неошумпетерианского коридора (Фигура 1.2).

Далеко идущее неошумпетерианское развитие происходит в узком коридоре между крайностями неконтролируемого роста и схлопывания экономических пузырей, с одной стороны, и нулевым ростом и стагнацией, с другой.

Экономическая история XX-го века показывает, что две угрозы - перегрев и взрыв пузыря, с одной стороны, и стагнация, с другой, определяют экономическое развитие. Примеры такого развития - Япония, Германия и США. После Второй мировой войны Япония и Германия находились в неошумпетерианском коридоре, а США - ниже его границ. В обеих странах были созданы благоприятные для роста институциональные механизмы. В частности, это касалось финансового сектора и его тесного взаимодействия с реальным сектором на основе совместного принятия рисков в средне- и долгосрочном экономическом развитии. В США, где финансовый сектор был ориентирован на краткосрочные интересы, подобные структуры не развивались.



**Фигура 1.2. Неошумпетерианский коридор**

*Источник:* Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics [87].

В 80-е годы Япония достигла пика своего экономического развития, но позже перешла в десятилетие депрессии и почти нулевого роста, вызванного огромными пузырями на финансовых рынках и рынках недвижимости. К концу 1970-х немецкое «экономическое чудо» начало исчезать, а политика всеобщего благоденствия не могла справиться с новыми вызовами, в частности глобализацией и ИТ-революцией. Германия фактически пропустила первый этап экономики, основанной на знаниях, по всем трем столпам. Только после кризиса 2007–2009 гг. из-за слабого евро и технологических инноваций Германия вышла из стагнационного сектора вверх.

Напротив, США в 1990-х годах из депрессивной экономики превратились в одного из мировых лидеров, что было связано с темпами создания фирм в ИТ-сфере, управляемых и финансируемых венчурными фондами, в сочетании с намерением частного и государственного сектора инвестировать в НИОКР.

**Шумпетерианская конкуренция** представляет собой стохастическую модель соперничества между инновациями, которые фирмы внедряют с надеждой на достижение конкурентного преимущества перед своими соперниками. Основным стимулом служит завоевание рыночной доли путем внедрения новаторских решений. Шумпетерианская конкуренция может проявляться как в ценовом, так и в неценовом соперничестве, связанным достижением более высокого качества продукции и технологической совершенности. Однако завоеванное преимущество обязательно подвергается разрушению через имитацию и инновационные действия со стороны соперников. Поэтому

шумпетерианская конкуренция изменяет существующий рыночный порядок [165] и формирует новые рынки.

Таким образом, Комплексная неошумпетерианская экономика характеризуется следующими *ключевыми тезисами*:

- упор на качественное развитие, основанное на инновациях;
- инновации и неопределенность как повсеместные и неразрывно связанные факторы экономического развития;
- взаимосвязь и взаимодействие (коэволюция) между секторами (реальным, финансовым и государственным сектором);
- необходимость вести национальную экономику в рамках шумпетерианского коридора для устойчивого и динамичного развития.

Роль финансового сектора, в частности банковского, в неошумпетерианском устойчивом росте очень важна. Сам J. Schumpeter в своей «Теории экономического развития» (1912) особо подчеркивал роль как творческого предпринимателя, так и склонного к риску банкира. Банкиров и промышленных предпринимателей следует рассматривать в симбиотических отношениях.

Основным драйвером развития финансового сектора в последние десятилетия стало использование частных пенсионных и страховых, а также венчурных фондов, стремящихся к высокому уровню прибыли и, соответственно, риска.

Ориентация на будущее требует пересмотра роли денежно-кредитной политики и центральных банков. В рамках монетаризма и неоклассического подхода, их основная задача состоит в обеспечении контроля над инфляцией и стабильности национальной валюты, зачастую уделяя второстепенное внимание реальному сектору экономики. В контексте неошумпетерианской перспективы, центральный банк должен стремиться поддерживать политику, способствующую шумпетерианскому росту, и обеспечивать предприятия необходимой ликвидностью. Кроме того, целью такой политики является предотвращение спекулятивных колебаний на финансовых рынках.

Рассмотрев фундаментальные философские основы рынка альтернативных инвестиций как инструмента созидательного разрушения, основанного на современных научно-технических достижениях новой техноэкономической парадигмы, мы понимаем, что новый рынок базируется на идеях шумпетерианской трансформации, сопровождающей радикальные инновации, которые реконструируют экономическую структуру традиционного банкинга и создают новую децентрализованную структуру. Но

для более детального исследования рынка альтернативных инвестиционных инструментов мы перейдем от философских принципов к конкретным теоретическим основам новых инструментов, в частности к теории экономики совместного потребления, как экономической системе, основанной на одноранговых финансовых взаимоотношениях, а также к теории развивающихся рынков, которые служат основой для понимания и целей развития стран с низким уровнем дохода и рыночной структурой, находящейся в процессе построения. Данная теория анализирует факторы, влияющие на экономический рост и стратегии, применяемые в таких странах, как Республика Молдова, а также позволяет определить основополагающие элементы развития альтернативных инвестиционных инструментов.

## **1.2. Экономика совместного потребления и теория развивающихся рынков как подходящая теоретическая основа для изучения рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Совместное использование вместо владения - одна из основных тенденций в современной жизни [33, 42]. В рамках теории экономики совместного потребления (sharing economy) изучаются одноранговые (peer-to-peer, p2p) отношения по приобретению, предоставлению или совместному доступу к товарам и услугам, часто при содействии платформы на базе сообщества. Она включает краудлендинг, краудфандинг, аренду квартир / домов, каршеринг, коворкинг, обмен знаниями и талантами.

На данный момент термин "экономика совместного потребления" лишен четкого определения и не имеет устоявшегося понимания ни в экономической науке, ни в практике, а общепринятое определение термина отсутствует [149,172]. Однако различия существующих определений носят не принципиальный характер, а как считают D. Allen и C. Berg [24], A. Daunoriene et al. [64] эволюционный. Далее рассмотрим различные определения экономики совместного потребления современных экономистов.

R. Botsman и R. Rogers [42] подразумевают под экономикой совместного потребления экономическую модель, основанную на совместном потреблении не полностью используемых ресурсов с целью получения денежных или неденежных выгод.

A. Sundarajan [171] определяет экономику совместного потребления как новый вид капитализма, который «основан на толпе», и выделяет следующие ключевые её особенности: построена на рыночном взаимодействии, предполагает размещение не

полностью используемых активов, охватывает большую сеть людей, стирает границы как между личной, так и профессиональной деятельностью

Согласно L. Vöcker и T. Meelen [41], «экономика совместного потребления — это потребители (или фирмы), предоставляющие друг другу временный доступ к своим недостаточно используемым физическим активам («неиспользуемым мощностям»), возможно, за деньги». D. Wosskow [182] определяет экономику совместного потребления как «онлайн-платформы, которые помогают людям делиться доступом к активам, ресурсам, времени и навыкам».

D. Guttentag [85] считает, что экономика совместного потребления является частью теневой экономики с элементами уклонения от уплаты налогов, а также рассматривает ее с точки зрения **созидательного разрушения**.

В исследовании M. Möhlmann [125] делается вывод о том, что рациональное мышление и личный интерес типичны для пользователей, использующих совместное потребление, а полезность и социальная вовлеченность мотивируют повторное участие. Несколько вопреки результатам M. Möhlmann, J. Namari et al. [86] подчеркивают важность альтруистического поведения участников экономики совместного потребления. Авторы приходят к выводу, что факторы внутренней мотивации способствуют использованию экономики совместного использования, а факторы мотивации извне - нет. Экономические выгоды мотивируют пользователей больше, чем перспективы устойчивого развития.

L. Tussyadiah [174] приходит к выводу, что главными мотивациями пользователей при выборе равноправного размещения являются удовольствие и экономия средств, оставляя в стороне экологические аспекты, которые обычно не привлекают внимания со стороны пользователей.

Рассмотрим далее следующие **основные принципы экономики совместного потребления**, представленные в работе M. Ranjbari et al. [151]:

- *Онлайн-платформы, роль посредника и удобство участников:*

Основой инфраструктуры экономики совместного потребления являются онлайн – платформы, которые создают сеть спроса и предложения сторон, соединяют поставщиков и клиентов друг с другом. Данные платформы безопасны и прозрачны для сделок в отношении активов. «Цифровые матчинговые платформы» могут предоставлять доступ к различным активам в широком географическом районе, что ранее было бы невозможно [156]. Данные платформы строятся на блокчейн-сетях, что позволяет создавать умные контракты, облегчающие, верифицирующие и обеспечивающие доверенные транзакции

без посредников, и в отличие от традиционных финансовых систем, DeFi (децентрализованное финансирование) доступно всем, у кого есть доступ к интернету и цифровому кошельку, не ограничиваясь национальными границами, банковскими часами или традиционными оценками кредитоспособности [139, с.70].

- *Временный доступ, совместная форма потребления и простаивающая мощность:*

В рамках данного типа экономики доступные ресурсы и потребности клиентов сбалансированы, а поставщики и потребители совместно потребляют ресурсы, которые не могут использовать в полном объёме.

- *Одноранговое соединение:*

Экономическая система с одноранговой структурой характеризуется децентрализацией и прямыми горизонтальными связями между равноправными участниками. DeFi становится новой финансовой парадигмой, охватывая широкий спектр финансовых деятельности, включая кредитование, транзакции, инвестиции и многое другое. Данные операции осуществляются на децентрализованных платформах, которые представляют собой смелый перелом в традиционных финансовых структурах и обеспечивая доступную, инновационную, эффективную и прозрачную финансовую экосистему.

- *Устойчивость окружающей среды:*

Уменьшение экологического следа достигается путем более эффективного использования ресурсов, создание социального капитала, сокращение экономической деятельности, снижения загрязнений окружающей среды.

- *Доверие и сетевая активность:*

В связи с довольно неформальным характером экономической деятельности в рамках совместного потребления и отсутствием эффективного регулирования, доверие является существенным элементом системы и позволяет повысить экономическую значимость межличностных отношений и прямых транзакций между домохозяйствами. Для решения данной проблемы используются технологии блокчейн, применение которой в рамках децентрализованного характера операций гарантирует, что все транзакции регистрируются в общедоступном реестре, способствуя прозрачности и ответственности, а участники могут независимо проверять транзакции, снижая риск мошенничества и укрепляя доверие к системе [139, с.70].

- *Возможность работы с почти нулевыми предельными издержками:*

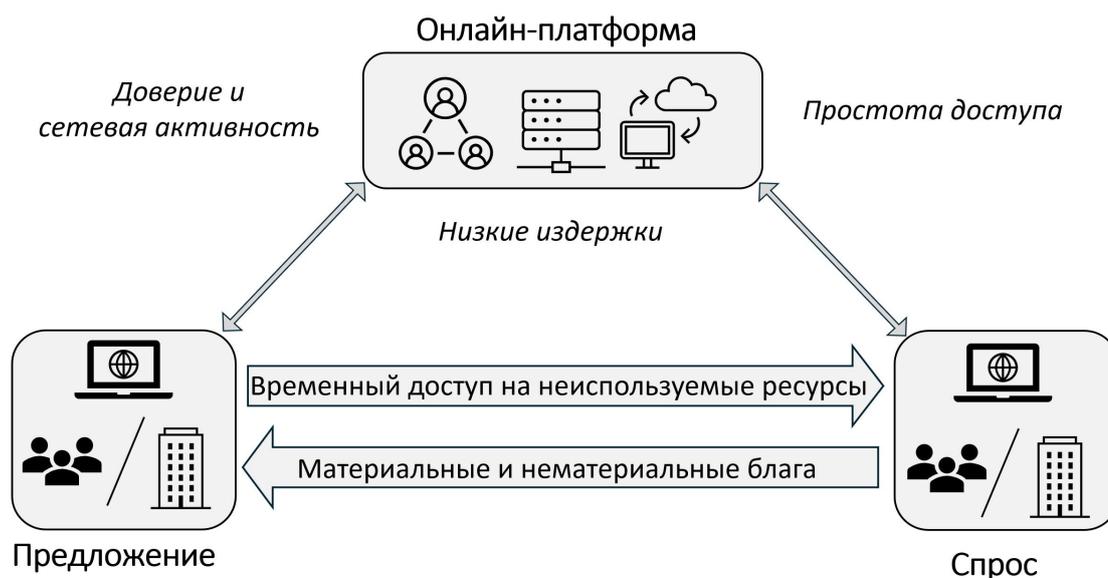
В рамках экономики совместного потребления технологии играют важную роль в снижении транзакционных издержек (ведение переговоров, заключение контрактов, поиск товаров и контрагентов). Онлайн-платформы обеспечивают простоту доступа к различным вариантам выбора без необходимости вносить какие-либо платежи и траты времени и ресурсов на поиски, что приводит к снижению затрат на деятельность, осуществляемую в рамках экономики совместного потребления. Rifkin признал Интернет в качестве фактора, способствующего её развитию, и считает возможным функционирование с почти нулевыми предельными издержками [153]. Использование DeFi, лишенного посредников, предоставляет значительные экономические преимущества, поскольку традиционные банковские услуги часто сопровождаются многочисленными сборами и комиссиями. Децентрализованные платформы, автоматизирующие процессы через умные контракты, помогают сократить расходы, повышая эффективность и обеспечивая более доступные финансовые транзакции [139, с.69].

- *Коммерческая деятельность:*

Большинство исследователей сходятся во мнении, что деятельность в рамках совместной экономики осуществляется с целью извлечения прибыли от обмена и совместного использования ресурсов. Вторая большая группа согласна как с коммерческой, так и с некоммерческой деятельностью и, наконец, очень небольшая группа настаивает на том, чтобы некоммерческая деятельность и практика дарения подарков должны быть рассмотрены в рамках шеринговой экономики.

Приведенные выше характеристики и понятия позволяют нам вывести следующее рабочее **определение экономики совместного потребления** - *система одноранговых взаимовыгодных социально-экономических отношений, неограниченных географически, направленных на эффективный обмен избыточных ресурсов на материальные или нематериальные блага с использованием технологий и сетевых онлайн-платформ, характеризующаяся низкими транзакционными издержками и высокой скоростью операций.*

Принимая во внимание данное определение предложим следующую графическую модель (Фигура 1.3.) экономики совместного потребления:



**Фигура 1.3. Модель экономики совместного потребления**

*Источник:* Разработано автором

Определив, что подразумевается под экономикой совместного потребления, перейдем далее к обсуждению **теории развивающихся рынков, которая** рассматривает факторы и стратегии, связанные с экономическим развитием стран с низким уровнем доходов и индустриализации.

Республика Молдова, как и многие другие страны в регионе Восточной Европы, относится к категории стран с развивающимся рынком и сталкивается с вызовами экономического и финансового развития. Несмотря на усилия правительства и международных организаций, экономика Молдовы остается уязвимой из-за низкого уровня дохода населения и ограниченных возможностей для развития бизнеса. Однако в то же время Республика Молдова характеризуется высоким потенциалом для развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, которые могут играть ключевую роль в поддержке экономического роста и социального развития.

Ключевые аспекты теории развивающихся рынков включают:

1. **Инвестиции**, которые играют существенную роль в экономическом развитии развивающихся рынков и могут быть представлены как внутренними в физический и человеческий капитал, а также прямыми иностранными инвестициями. Исследования, проведенные, например, R. Barro и X. Sala-i-Martin [31], подчеркивают положительное влияние инвестиций на экономический рост в развивающихся странах. Инвестиции не только стимулируют рост производства и доходов, но и могут

способствовать технологическому развитию, улучшению инфраструктуры и повышению уровня жизни населения.

2. **Технологический прогресс** и внедрение инновационных технологий способны повысить эффективность рабочего процесса, совершенствовать качество производимых товаров и услуг, а также открывать новые перспективы для роста экономики. Р. Romer [154] проводит углубленный анализ концепции эндогенного технического прогресса, в которой рост основан на инновациях и знаниях внутри экономики.

3. **Торговля:** Развивающиеся рынки активно участвуют в международной торговле, происходит расширение рынков сбыта, доступа к новым технологиям и повышение конкуренции. R. Feenstra и A. Taylor [67] опубликовали работу, в которой широко освещаются аспекты международной экономики с основным уклоном на теорию и политику торговли, особенно в развивающихся странах. Авторы провели детальный анализ торговых моделей, соглашений и воздействия торговой политики, подчеркивая динамический характер международной экономики и постоянную роль торговой политики в стимулировании глобального экономического роста и процветания.

4. **Инфраструктура:** Развитие технологической инфраструктуры и коммуникаций обеспечивает основу для передачи данных, обмена информацией и доступа к сетевым ресурсам. Например, развитие широкополосного интернета и мобильной связи обеспечивают возможность удаленного обучения, доступ к онлайн-рынкам и финансовым услугам. В лонгитюдном исследовании С. Calderón и L. Servén [52] провели эмпирическую оценку влияния развития инфраструктуры на экономический рост и распределение доходов, используя большой объем панельных данных, охватывающий более 100 стран за период с 1960 по 2000 годы. Они показали, что развитие инфраструктуры может быть эффективным в борьбе с бедностью, способствуют ускорению экономического роста и снижению неравенства.

5. **Образование:** Инвестиции в образование считаются одними из важнейших факторов развития для развивающихся стран. Образованные работники обладают высокими уровнями знаний и навыков, что способствует повышению производительности, инновационности и адаптивности к изменениям в экономическом окружении. G. Psacharopoulos и H. Patrinos [148] провели всесторонний обзор мировой литературы о доходности инвестиций в образование, охватывающий 1120 оценок в 139 странах с 1950 по 2014 год. Они подчеркивают, что инвестиции не только повышают производительность

индивидуума, но и способствуют более широкому общественному прогрессу, подчеркивая ключевую роль образования в содействии долгосрочному экономическому процветанию.

Теория развивающихся рынков предоставляет не только понимание, но и ценные научные основы для развития рынков альтернативных инвестиционных инструментов. Путем развития и усовершенствования всех вышеуказанных направлений можно создать благоприятные условия для расширения и эффективного функционирования альтернативных финансовых секторов, что в свою очередь способствует финансовой инклюзии и ускоряет экономический прогресс, особенно в развивающихся странах.

Несмотря на множество фундаментальных теоретических исследований, посвященных изучению альтернативных инвестиционных инструментов и подразумеваемого их положительного влияния на экономический рост, аналогичного любому другому инструменту инвестирования и кредитования, а также учитывая новизну данного экономического феномена, в настоящее время задачами, требующими дополнительного анализа, становятся:

- изучение генезиса и природы рынка альтернативных инвестиционных инструментов;
- определение классификации альтернативных инвестиционных инструментов и механизмов их применения;
- изучение национального законодательства Республики Молдова для оценки уровня развития регулятивных рамок на рынке альтернативных инвестиционных инструментов;
- количественная оценка влияния кредитования через альтернативные инвестиционные инструменты на показатели экономического развития Республики Молдова;
- определение факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов и их влияния;

В контексте глобализации мировой экономики и в условиях геополитических кризисов, для стран с развивающейся рыночной экономикой, включая Республику Молдова, становятся неотъемлемой необходимостью как увеличение объема инвестиций, так и диверсификация инструментов их привлечения, включая развитие рынка альтернативных инвестиций. Детерминантами, определяющими развитие данного рынка, могут быть как социально-экономические, так и регуляторные факторы, а также аспекты технологического развития.

Результаты анализа и структурирования научного материала о рынке альтернативных инвестиционных инструментов показывают, что существующие научные экономические теории, включая те, которые описывают процессы современной экономики, способны объяснить фундаментальные основы этого рынка и предложить базу для понимания поставленных задач исследования. Для дополнения исследованной теоретической базы и определения путей развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов в контексте экономического роста, автор предлагает рассмотреть следующие концепты, изученные в рамках настоящей научной работы:

- анализ и совершенствование текущей нормативно-правовой базы альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова;
- оценка влияния кредитования с использованием альтернативных инвестиционных инструментов на показатели экономического развития Республики Молдова;
- обоснование детерминант и разработка модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов и последующий анализ модели;
- формирование рекомендаций по развитию механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.

### **1.3. Происхождение и природа рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Доступ к финансированию представляет собой фундаментальный фактор, который определяет возможности роста малых и средних предприятий. Помимо государственных мер поддержки данного сегмента и традиционных банковских продуктов, наблюдается развитие механизмов привлечения частных инвестиций через создание и расширение платформ для краудинвестинга, что включает в себя привлечение средств населения как одного из ключевых рыночных участников.

Развитие технического прогресса в сфере вычислительной техники, расширение возможностей в передаче, обработке и хранении информации, а также прогресс в мобильных и облачных коммуникационных технологиях привели к широкому применению электронных платформ для осуществления финансовых операций между различными участниками. Онлайн-расчеты значительно улучшили функциональность существующей платежной системы, снизили её операционные затраты и модернизировали традиционные бизнес-модели. Краудлендинг, как форма финансирования, основанная на финансовых инновациях, требует использования автоматизированных систем расчетов и

обработки больших объемов данных для оценки и систематизации информации о потенциальных заемщиках. В связи с этим также применяется искусственный интеллект, который не только может заменять труд человека, но также дополняет его и улучшает принятие решений [143, с. 149]. Следует подчеркнуть, что постоянное внедрение финансовых инноваций и новых технологий содействует формированию инновационной спирали, в которой новые продукты в совокупности порождают существенно новые результаты и значительно повышают эффективность финансовых операций. Однако несмотря на то, что современная платежная система в целом стала электронной, она все еще централизована и базируется на банковской инфраструктуре. Частный нефинансовый сектор имеет доступ к ликвидности лишь через взаимодействие с финансовыми учреждениями или путем предоставления им средств. В этом контексте недавние достижения в области финансовых технологий представляют собой потенциал для коренных изменений в традиционном восприятии финансовых операций.

В 2006 году J. Howe [91] вводит понятие "краудсорсинг" и даёт ему следующее определение: финансовый инструмент, который функционирует благодаря коллективному сотрудничеству экономических субъектов (в основном онлайн-инвесторов-физических лиц), которые добровольно объединяют свои ресурсы для финансирования проектов на краудфандинговых платформах, организованных в сети Интернет с применением информационных технологий. Краудсорсинг, как социальный феномен, предлагает реализацию стремлений человека к солидарности, установлению связей, причастности к реализации проекта, самозначимости и осознания себя как инвестора [202].

**Краудлендинг** представляет собой инновационную форму кредитования, которая осуществляется с использованием электронных платформ и работает в рамках пиринговой сети. В его основе лежат принципы равноправия всех участников транзакций, внедрения новой системы управления кредитными рисками и их распределения. Использование платформы в качестве основы для предоставления кредитов позволяет организаторам существенно снизить инвестиционные затраты и облегчить взаимодействие с потенциальными клиентами. Тем не менее, система кредитования на основе платформ все еще имеет свои недостатки и требует серьезной модернизации, связанной с необходимостью уточнения параметров стандартизации и цифровой идентификации клиентов, которые в настоящее время существенно различаются в правовых системах и сегментах кредитного рынка разных стран.

Краудлендинг имеет некоторые преимущества перед традиционной системой кредитования, в которой банки несут основную ответственность и риски по кредитным операциям. Кроме того, традиционные банки подвергаются строгому регулированию в отношении капитала и ликвидности, устанавливаемому регуляторами, имеют постоянно высокие операционные затраты, связанные с обслуживанием филиальной сети и оплатой персонала. Краудлендинг же является менее затратной системой для организаторов, поскольку в настоящее время не подпадает под существующее финансовое регулирование и обладает низкими затратами на проведение операций.

Эволюция финансовых инноваций, динамика финансовых рынков и расширение кредитных операций как на развитых, так и на развивающихся рынках, привели к специализации участников финансовой сферы. Для многих крупных банковских институтов, особенно в периоды экономических кризисов, стало менее привлекательным заниматься кредитованием малых и средних предприятий. Это обусловлено резким увеличением уровня рисков в условиях кризиса и ростом затрат на обслуживание мелких клиентов. С другой стороны, развитие финансовых инноваций диверсифицировало возможности проведения финансовых операций, учитывая параметры участников, скорость транзакций, стоимость и удобство использования финансовых услуг. На данный процесс оказывают влияние демографические факторы и вовлечение нового поколения пользователей, которые предпочитают использовать современные технологии, а также развитие систем социальных сетей.

Концепция интернет “peer-to-peer кредитования” (P2P), в которой кредиторы предоставляют беззалоговые кредиты, заемщикам без посредника через интернет является относительно новой и в последние годы приобрела большую популярность. За последние 10-15 лет было опубликовано большое количество научных статей, изучающих данную бизнес- модель [135, 186, 123, 177, 128, 168]. С ростом объема электронных финансовых услуг P2P кредитование набирает большую популярность как удобный способ ссуживания финансовых ресурсов и становится в определенной степени альтернативой банковской системы, обеспечивая возможность получить необходимое финансирование для физических лиц, домашних хозяйств и малого бизнеса, для которых доступ к банковскому кредиту затруднен.

Сама по себе идея коллективного финансирования не является новой и на практике использовалась в давние времена, например создание американской статуи свободы в 1885 году или проведение концерта Моцарта в 1789 году. Однако изначально данный

метод финансирования был узкоспециализированным и ориентирован исключительно на социальные, гуманитарные или творческие проекты, и не получил широкого распространения. С развитием таких финансовых моделей, как краудлендинг и краудинвестинг, позволяющим инвестировать и увеличивать свои доходы без посредников, интерес к данному типу финансирования значительно возрос [70].

С начала 1960-х годов происходит значительный сдвиг в источниках финансирования - от доминирования "государства" к участию частных капиталов юридических и/или физических лиц. Посттрадиционный подход, который начал развиваться в рамках пятой технико-экономической парадигмы, предложил интенсивное использование информационно-коммуникативных технологий и, как следствие, децентрализацию интеграции и сегментации рынков. Новые сетевые структуры, благодаря неосязаемой добавленной стоимости и мгновенному взаимодействию между участниками, расширили рыночные возможности [145].

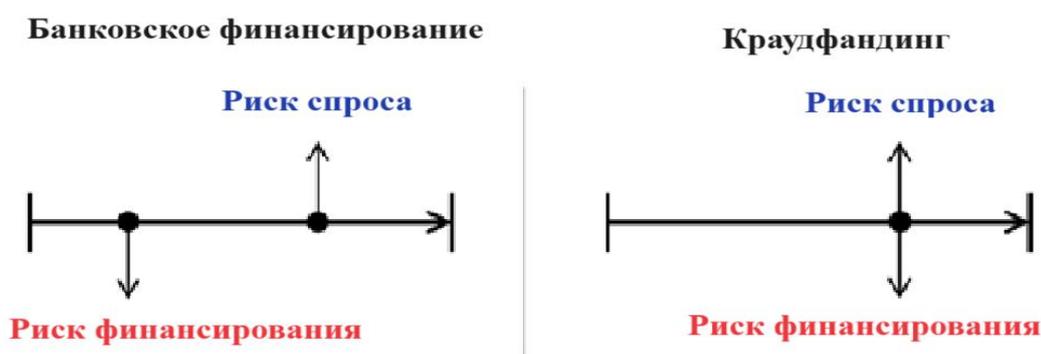
Начало финансового кризиса и массовые банкротства крупных банковских учреждений в 2008 году естественным образом ускорили процесс поиска альтернативных вариантов инвестирования и получения кредитных ресурсов. Доверие к банкам пошатнулось, инвестиции на финансовых рынках стали одновременно ненадежными и убыточными, а получение кредита, с другой стороны, становится значительно сложнее. Растет доля просроченных кредитов, банки сокращают кредитование. В результате финансового кризиса традиционные банки оказались под пристальным вниманием регуляторов, что привело к устойчивому сокращению кредитной деятельности, возникновению ряда небанковских учреждений, готовых работать без ограничений банковских правил. В течение последующих лет небанковские финансовые компании различных типов получили широкое распространение, сыграв ключевую роль в обеспечении неудовлетворённого спроса на кредиты со стороны традиционных банков.

С момента появления в 2005 году в Великобритании первой онлайн-платформы равноправного кредитования Zora.com, новый рынок альтернативных инвестиционных инструментов показывает неуклонный рост. Данная платформа изначально представляла услуги только для жителей Великобритании и связывала напрямую инвесторов и заемщиков. В 2021 году, достигнув объема предоставленных кредитов в более чем 6 млрд евро и обслужив более 500 тысяч заемщиков [117], Zora объявила о своем решении прекратить пиринговое кредитование и трансформировалась в цифровой небанк [65]. В США две из крупнейших на сегодняшний день платформ p2p

кредитования - Lending Club и Prosper были созданы в 2006 году. Несмотря на текущее быстрое развитие равноправного финансирования, изначально оно представляло собой специфическую и незнакомую услугу, которую использовало небольшое количество людей, готовые доверять инновационному способу совместного использования финансовых ресурсов. В Республике Молдова совместное финансирование пока еще недостаточно хорошо известно и используется ограниченным числом людей, как способ для привлечения инвестиций или доступа к кредитным ресурсам.

В передовых экономически развитых странах можно наблюдать интересное явление - постепенное включение крупных институциональных инвесторов в сферу краудлендинга. Данные инвесторы готовы разделить некоторую часть рисков, связанных с подобными финансовыми операциями, что обещает в долгосрочной перспективе снижение общих рисков в кредитовании.

Краудфандинговые инструменты (включая P2P-кредитование) начинают работать уже на этапе создания предприятий, до того момента, когда фирма сможет обратиться за финансированием к традиционным банковским источникам, которые не доступны новому предприятию [88]. На Фигура 1.4 показано, что высокий риск заёмщиков не встречает интереса финансирования со стороны банков, в то время как на платформах альтернативного инвестирования риск спроса может быть удовлетворен риском финансирования.



**Фигура 1.4. Разница в аппетите риска финансирования: Банки против Краудфандинга**

*Источник:* Crowdfunding vs. Bank Financing [185].

Естественно, что в качестве альтернативы банковскому кредитованию «одноранговое кредитование» находит свое место в финансовом мире. Отсутствие

посредников позволяет более эффективно осуществлять операции при более низких процентных ставках для заемщиков и более высокой доходности для инвесторов.

Интересен опыт Китая в период 2011–2015 годов, когда китайская отрасль P2P-кредитования росла быстрыми темпами. Но несмотря на достигнутый успех, в секторе совместного кредитования возникли серьезные проблемы. В 2016 году Комиссия по регулированию банковской деятельности Китая опубликовала данные, которые показали, что около 40 процентов платформ представляют собой финансовую пирамиду. Власти Китая были вынуждены ужесточить регулирование и закрыли более 50% действующих платформ. Были приняты поправки в законодательстве, которые объявили пиринговые платформы информационными, а не кредитными посредниками на рынке. Согласно новым правилам, пиринговые платформы были ограничены в правах и перестали иметь возможность привлекать финансовые ресурсы от своего имени, участвовать в финансировании проектов, переоформлении и переводе долгов и секьюритизации активов. Они превратились в информационных агрегаторов-посредников и обязаны проводить все кредитные операции через банки. Кроме того, установлены ограничения на объемы кредитов, выдаваемых физическим и юридическим лицам, а также на общий объем задолженности по всем платформам для каждого заемщика. Данные меры способствовали укреплению надежности пирингового кредитования и позволили регулирующим органам контролировать масштабы и характер деятельности краудлендинговых платформ. Однако рынок альтернативных инвестиционных инструментов в Китае начал стремительно сокращаться и фактически прекратил своё существование.

Специализация краудлендинговых платформ различается в зависимости от страны. Например, в США большая часть кредитов, выданных через платформы, связаны с потребительским кредитованием физических лиц, включая образовательные кредиты для студентов. В Японии, Нидерландах и Австралии платформы ориентированы на финансирование малых предприятий и торговых счетов, а в Великобритании значительная часть краудлендинга связана с предоставлением обеспеченных ипотечных кредитов. В странах СНГ краудлендинг в основном связан с деятельностью микрофинансовых организаций, которые предоставляют услуги онлайн-кредитования. В Молдове, исходя из данных, указанных на сайте единственной p2p платформы [fagura.com](http://fagura.com), основными целями займов являются рефинансирование кредитов и ремонт дома.

Когда мы говорим о рынке альтернативных инвестиционных инструментов нельзя не упомянуть такую технологическую финансовую концепцию как финансовые

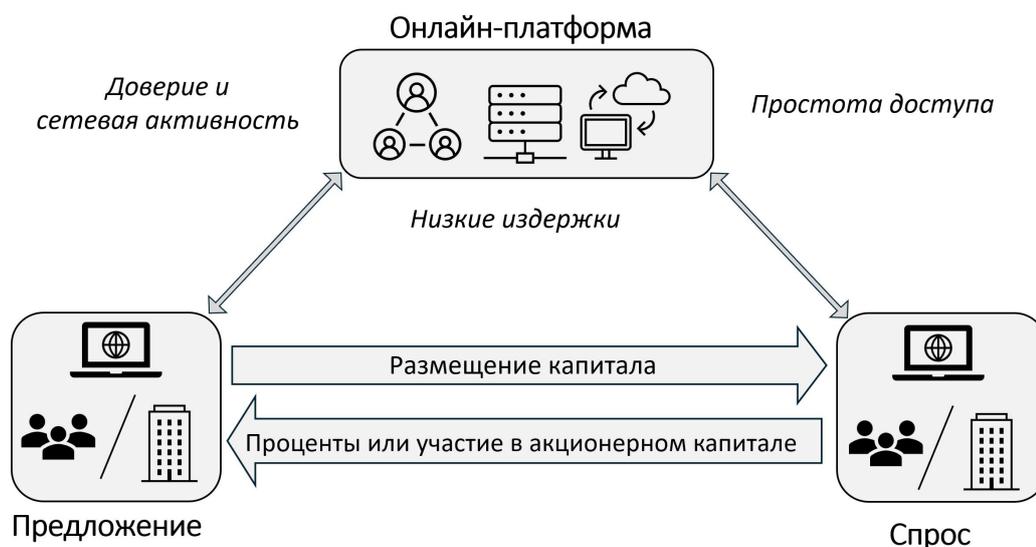
технологии (“FinTech”), частью которого он и является. Согласно D. Arnet et al. [26] концепция «финтех» включает в себя использование информационных технологий для предоставления финансовых услуг. Поэтому финтех-компании создают продукты, которые улучшают эффективность процессов в области финансового посредничества за счет использования цифровых технологий. Можно сказать, что финансовые технологии представляют собой новые приложения, процессы, продукты или бизнес-модели в области финансовых услуг. Согласно докладу Кембриджского центра альтернативных финансов [167], финтех включает в себя электронные платежи и кредитование, инвестиционный краудфандинг, машинное обучение и искусственный интеллект для анализа “больших данных” (BigData), цифровое управление активами, трейдинг и рынок капиталов, персональный финансовый менеджмент, управление финансами предприятия, страховые технологии (InsurTech) и многое другое [136, с.407]. Это области, в которых различные финансовые учреждения не могут предоставить услуги должного уровня своим клиентам.

Предпосылок для такого быстрого развития финансовых технологий много. В первую очередь, несомненно, это развитие информационных и мобильных технологий, которое приводит к значительному изменению взглядов и ожиданий потребителей. Еще один важный фактор, влияющий на развитие финансовых технологий, - высокий уровень банковских комиссионных. Ряд исследований показывает, что потребители считают банки компаниями, которые преследуют только прибыль, не заботясь об интересах своих клиентов. Они видят альтернативу в технологических компаниях, которые могут предлагать те же услуги по гораздо более низкой цене на более прозрачных и гибких условиях. Данные факторы приводят к изменениям в финансовом секторе, которые уже имеют и будут оказывать влияние на традиционные бизнес-модели финансового посредничества.

Альтернативные инвестиционные инструменты, как форма инноваций, вероятно, смогут оказать такое же влияние на экономическое развитие, как и распространение мобильных телефонов [22] или микрокредитование [98]. G. Stigler [170] и R. Rajan и L. Zingales [150] утверждают, что действующие игроки выступают против финансового развития, которое усиливает конкуренцию. G. Bruton et al. [47] утверждают, что, поскольку краудфандинг позволяет инвесторам и предпринимателям связываться напрямую, инвесторы получают прямой доступ к новым инвестиционным возможностям, которые не финансируются официальным банковским сектором.

Терминология инновационных операций такого типа находится в стадии обсуждения в научных кругах, и на данный момент не существует устоявшихся и общепринятых понятий. В различных публикациях предлагаются авторские интерпретации новых аспектов финансовой деятельности. В свою очередь, несколько аморфный по своей сути термин «рынок инструментов альтернативного инвестирования» включает деятельность, которая возникла за пределами существующих банковских систем и традиционных рынков капитала. Исходя из указанных выше характеристик и понятий автор предлагает следующее определение **рынка альтернативных инвестиционных инструментов** — это сегмент внебанковского финансового рынка, который характеризуется высоким риском и трансграничной активностью, на котором инвесторы в рамках одноранговых отношений посредством сетевых онлайн-платформ могут размещать свой капитал напрямую кредиторам в обмен на проценты или участие в акционерном капитале.

Используя данную интерпретацию, графически представим на Фигура 1.5. модель рынка альтернативных инвестиций следующим образом:



**Фигура 1.5. Модель рынка альтернативных финансов**

*Источник:* Разработано автором

Этапы формирования и особенности рынка альтернативных инвестиционных инструментов показывают, что данный сегмент все еще находится в процессе становления как на уровне понятийного аппарата, так и на уровне законодательных рамок. Очевидно, что перед данным рынком стоят значительные перспективы развития. Последующий анализ способствует более глубокому осмыслению динамики и перспектив развития

данного рынка, а также обеспечивает аналитическую базу для выработки стратегий, направленных на его эффективное функционирование в будущем.

#### **1.4. Основные выводы к главе 1.**

Для реализации задач диссертационного исследования «Развитие альтернативных инвестиционных инструментов в целях достижения экономического роста» были изучены научные работы зарубежных и отечественных авторов, на основании которых были определены теоретические рамки исследования. Анализ теоретических и концептуальных основ рынка альтернативных инвестиционных инструментов показал, что:

1. Создание нового инвестиционного рынка представляет собой улучшение и реконструкцию существующих финансовых практик и, таким образом, подпадает под философское понятие экономического конструктивизма. Приоритизация знаний и инноваций, а также созидательное разрушение, характерные для неошумпетерианской экономики, объясняют теоретические принципы, лежащие в основе генезиса рынка альтернативных инвестиции. Само появление рынка стало технически реализуемым благодаря смене технико-экономической парадигмы и наступлению пятой волны технологических инноваций.

2. Экономика совместного потребления была выбрана как наиболее подходящая теоретическая основа рынка альтернативных инвестиционных инструментов, который базируется на коллективном использовании товаров и услуг. Данная экономическая система отличается принципами временного пользования вместо владения, одноранговым взаимодействием и устойчивым использованием ресурсов, что позволяет более эффективно использовать имеющиеся активы. Переход к эффективному использованию финансовых ресурсов в рамках развития альтернативных инвестиционных инструментов имеет критическое значение для стимулирования экономического роста, поскольку представляет собой механизм инвестирования, обходящий традиционные банковские сети.

3. Рынок альтернативных инвестиционных инструментов находится на стадии становления, постоянного развития и эволюции инструментов и понятий. Проанализированные международные практики использования альтернативных инвестиционных инструментов показывают, что данный рынок подвержен значительным эволюционным изменениям, как качественным (появление новых моделей, регуляторный контроль), так и количественным (рост рынка). Таким образом, открываются широкие

возможности развития, но и риски, с ним ассоциированные. В связи с чем для определения путей развития потенциала рынка в рамках диссертации был проведен дальнейший анализ.

4. Для более глубокого изучения возможностей использования инструментов рынка альтернативных инвестиций в Республике Молдова и повышения качества рекомендаций по его развитию, также были проанализированы положения теории развивающихся рынков. Ключевые аспекты данной теории, такие как влияние инвестиций, технологический прогресс, развитие инфраструктуры и образования, дополнительно подчеркивают принципы и предпосылки развития рынка альтернативных инвестиций в более специализированном экономическом контексте.

Результаты исследования, изложенные в данной главе, констатируют, что рынок альтернативных инвестиционных инструментов является современным и ориентированным на использование передовых технологий и дополняет традиционный финансовый сектор.

Исходя из проблемы исследования — «Развитие альтернативных инвестиционных инструментов в целях достижения экономического роста», представленной в 1 главе, автор формулирует цель исследования — выявление факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, повышение эффективности инвестиционного процесса, обеспечивающего устойчивый экономический рост и повышение конкурентоспособности рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.

Для достижения фундаментальной цели данной диссертации были определены следующие исследовательские задачи:

- проанализировать международные практики использования альтернативных инвестиционных инструментов;
- выявить классификацию и реальные сценарии использования альтернативных инвестиционных инструментов;
- определить механизмы и техники использования инструментов рынка альтернативных инвестиций;
- исследовать национальное законодательство и стратегии развития Республики Молдовы с целью определения возможностей использования альтернативных инвестиционных инструментов на местном уровне;

- оценить влияние кредитования посредством альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост Республики Молдова;
- разработать эконометрическую модель рынка альтернативных инвестиционных инструментов и влияющих на него социальных, регулятивных, экономических и технологических детерминант;
- предложить план действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова.

Исходя из тематики диссертационной работы выделена исследовательская проблема, которая состоит в недостаточной изученности нового рынка альтернативных инвестиционных инструментов, а также в неполной определенности относительно методов и факторов, воздействующих на его развитие и их влияния как источника дополнительных финансовых средств для обеспечения устойчивого экономического роста.

Разрешение исследовательской проблемы достигается при решении основного вопроса исследования, который включает в себя выбор переменных, разработку модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, а также оценку его влияния на показатели экономического роста.

## **2 АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ И СОСТОЯНИЯ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**

### **2.1. Рынок альтернативного инвестирования: модели, преимущества и риски**

По мере развития рынка альтернативного финансирования появились различные типы моделей, которые стали более четкими и сложными. Растущее количество платформ в последние годы усилило конкуренцию между ними и привело к расширению спектра возможностей, предлагаемых как для заёмщиков, так и для инвесторов. Платформы предоставляют различные комбинации механизмов, гарантирующих вложения инвесторов и более привлекательные условия для заемщиков, что является положительной тенденцией и приводит к увеличению рынка долевого кредитования. Например, Кембриджский центр альтернативных финансов [200] предлагает таксономию из 14 моделей, которые можно разделить на следующие три категории: *долговые модели, модели акционерного капитала и модели, не основанные на инвестициях*.

**Долговые модели**, обычно связанные с деятельностью платформ равноправного кредитования, включают недепозитные платформы, которые обеспечивают процесс онлайн-кредитования физических лиц, предприятий или других заемщиков от индивидуальных кредиторов или институциональных инвесторов. Долговое обязательство может быть представлено в форме обеспеченной или не обеспеченной ссуды, облигаций или другого типа дебиторской задолженности. Согласно глобальным данным, данный вид финансирования занимает абсолютное лидерство по объему привлекаемых средств. Как указывает E. Maier [120], переход компаний-заемщиков от традиционного банковского финансирования к краудлендингу обусловлен повышенным уровнем удобства (скоростью, гибкостью и простотой) и прозрачностью процесса. В отношении однорангового кредитования G. Burtch et al. [48] отмечают, что в межличностных сделках кредиторы предпочитают заемщиков, схожих с ними по культуре, и находящихся в географической близости.

В данную категорию входят следующие модели, представленные в Приложении 3: равноправное кредитование, балансовая модель, торговля счет-фактурами и ценным бумагами.

Рассмотрим далее принципы работы равноправной модели P2P-кредитования [175] в которой кредиторы/инвесторы выдают ссуды напрямую заемщикам. В контексте данной модели функции финансового посредника ограничиваются организацией взаимодействия между участниками, в то время как инвестор самостоятельно формирует состав и структуру своего инвестиционного портфеля, осуществляя диверсификацию для снижения риска потери вложений [201]. Выплаты, которые производятся по заключенным контрактам, участники оговаривают между собой.

Платформы получают доходы за счет обслуживания участников сделок и предоставления им сопутствующих услуг, например, за открытие счетов, оформление кредита и мониторинг погашения кредита.

**Модели акционерного капитала** (Таблица 2.1.) включают в себя инвестиции физических лиц или организаций в акции, которыми не торгуют на бирже, или в ценные бумаги, выпущенные обычно малыми и средними предприятиями.

**Таблица 2.1. Виды акционерных моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Категория	Бизнес-Модель	Заемщики
На инвестиционной основе	Акционерный краудфандинг	Частные или институциональные инвесторы покупают акции, выпущенные компаниями.
	Краудфандинг в недвижимость	Частные или институциональные инвесторы предоставляют средства для покупки недвижимости в виде субординированного кредита или акционерного финансирования.
	Разделение прибыли	Частные или институциональные инвесторы покупают акции у компании и участвуют в распределении прибыли или роялти от бизнеса.

**Источник:** составлено автором на основе отчета Кембриджского центра альтернативных финансов “The global alternative finance market benchmarking report” [200].

D. Xu и M. Ge [184] представляют модель акционерного краудфандинга как "публичную, доступную для всех и характеризующуюся небольшими суммами. A. Lukkarinen et al. [116] отмечают, что в отличие от традиционного банковского финансирования, важную роль в привлечении средств из частных источников играют активное использование социальных сетей и установление минимального размера инвестиции.

Развитие акционерного краудфандинга, как уже было отмечено, ограничивалось отсутствием нормативного регулирования, связанного с тем, что привлечение стартапами средств через интернет-платформы взамен предоставления долей в компании, по сути, являлось публичным предложением акций (IPO). В соответствии с национальным законодательством разных стран, регулирующим рынок ценных бумаг и правилами деятельности бирж, существует ряд обязательных и рекомендательных требований, которым должны соответствовать такие компании (в части финансовой отчетности, раскрытия информации, объемов эмиссии и других аспектов). Перед размещением акций компания должна пройти длительный подготовительный период, в течение которого фирма должна продемонстрировать свое соответствие этим требованиям и выполнить ряд

необходимых действий, таких как привлечение участников финансового рынка и проведение маркетинговых акций.

Привлечение средств в обмен на акции компании на краудфандинговых платформах не соответствовали специальному законодательству и фактически находились под запретом. В результате растущего интереса к акционерной модели финансирования проектов были предприняты попытки установить законодательные правила для ее осуществления в различных странах. В США, например, в 2012 году был принят закон JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act), целью которого было упрощение доступа небольших бизнес-стартапов к публичным рынкам капитала без проведения IPO. Данный закон определил правила для всех сторон, участвующих в процессе: инициаторов сбора средств, инвесторов и краудфандинговых платформ, действующих как посредники между ними и обеспечивающих взаимодействие. Все эти изменения сделали акционерный краудфандинг еще одним вариантом привлечения финансовых ресурсов для начинающих компаний, реализующих инновационные проекты. Однако, из-за недостаточной разработки практических рекомендаций, как отмечает A. Stemler [169], только в 2016 году, после длительных и сложных дискуссий и уточнений в законодательстве, акционерный краудфандинг стал практически реализуемым.

Помимо США, ряд других стран также приняли меры по юридическому регулированию акционерной модели финансирования стартапов. G. Gabison [74], исследовавший новые правила в регулировании в европейских странах, выделил следующие требования: а) лицензирование платформ; б) установление ограничений по объему собираемых средств за 12 месяцев, хотя лимиты могут различаться в разных странах.

**Модели, не основанные на инвестициях** (Таблица 2.2.), в рамках которых финансирование проекта частному лицу или бизнесу осуществляется без каких-либо обязательств со стороны сборщика средств по обеспечению денежной прибыли на собранные средства. C.Thürriidl & B. Kamleitner [173], а также P. Belleflamme et al. [34] анализируют различные варианты вознаграждений в частности: футболки, телефонный звонок от организаторов, подписка на абонемент, упоминание имени инвестора на сайте и прочее.

**Таблица 2.2. Виды моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов не основанных на инвестициях**

Категория	Бизнес-Модель	Заемщики
-----------	---------------	----------

Неинвестиционный	Краудфандинг на основе вознаграждений	Спонсоры предоставляют финансирование отдельным лицам, проектам или компаниям в обмен на неденежные вознаграждения или продукты.
	Краудфандинг на основе пожертвований	Доноры предоставляют финансирование лицам, проектам или компаниям на основе филантропической или гражданской мотивации, без ожидания денежной или материальной прибыли
Прочие		Инвестиции в общины, пенсионное финансирование, равноправное микрофинансирование и другие модели

**Источник:** составлено автором на основе отчета Кембриджского центра альтернативных финансов “The global alternative finance market benchmarking report” [200].

В рамках финансированием посредством различных моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов могут использоваться и различные **методы определения ставок** по операциям:

- a) Процентные ставки по займам определяются на *аукционной основе*, оставаясь в рамках максимально допустимой ставки, установленной заемщиком, и учитывая оценку рисков, проводимую операторами платформы.
- b) Процентные ставки по займам изначально определяются в *зависимости от категории риска заемщика*, а в дальнейшем могут быть скорректированы в соответствии с уровнем предложения финансирования.
- c) Процентные ставки по займам определяются на основе *приблизительного прогнозного уровня ставок на платформе*. Заемщики и инвесторы назначают максимальные и минимальные ставки, а операторы платформы выбирают совместимые между собой условия ставок и объемы запрашиваемого кредитования.

Изучение таксономии рынка альтернативных инвестиций открывает путь к обсуждению как его преимуществ, так и проблем. Понимание структуры рынка позволяет рассмотреть как положительные, так и отрицательные аспекты с целью разработки рекомендаций для развития рынка и снижения рисков, что способствует усилению положительного влияния рынка альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост.

#### ***Преимущества финансирования посредством рынка альтернативных инвестиций***

Одноранговые платформы — быстрорастущая модель рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Термин *peer-to-peer* описывает равноправное взаимодействие между отдельными участниками без вмешательства посредников.

По сравнению с традиционным банковским кредитованием P2P-платформы предлагают большие конкурентные преимущества как кредиторам, так и заемщикам. Различные ученые и международные финансовые организации (например, Всемирный Банк в своём отчете “Crowdfunding Potential for the Developing World” [2] выделили следующие преимущества финансирования посредством рынка альтернативных инвестиционных инструментов:

- *Слияние социальной сети с финансированием предпринимательства:* краудфандинг в значительной степени заменяет другие институты и участников, когда они отсутствуют или недостаточно активны на рынке капитала, а не дополняет их. Традиционные модели финансирования крайне неэффективны и требуют, чтобы компании проводили десятки или сотни встреч для поиска капитала, что требует больших затрат труда и времени. Благодаря централизации доступа к данным об инвестиционных возможностях краудфандинговые порталы могут облегчить поток информации с момента создания предприятия к потенциальным инвесторам быстрее, чем раньше. Стало возможным предоставление доступа к финансовым ресурсам для категорий заемщиков, которые не имеют доступа к банковским кредитам [147, 30].

- *Краудфандинг также может быть эффективным для инвесторов:* он позволяет им одновременно исследовать многочисленные потенциальные инвестиции в Интернете и быстро определить, соответствует ли компания их портфельной стратегии, параметрам приемлемого риска или другим критериям.

- *Краудфандинг нарушает цикл финансирования:* в развитых странах бизнес-ангелы и венчурные инвесторы традиционно выступают в качестве спонсоров предприятий на ранних стадиях развития, тогда как в развивающихся странах такое финансирование происходит в основном от друзей и семьи. Достижения в области социальных сетей и ИКТ теперь дают начинающим и быстрорастущим предприятиям возможность обойти ряд формальностей и требований банковского кредитования, разместив свое предложение среди более широкого круга инвесторов в своей социальной сети. Подтверждение со стороны других инвесторов может снизить предполагаемый риск и, возможно, реальный риск ранних инвестиций. Однако краудфандинг не отменяет роли венчурного капитала в предоставлении финансирования на более поздних этапах или в более крупном масштабе.

- *Краудфандинг может расширить географический диапазон инвестиций:* устоявшаяся практика микрокредитования принимает «локальность» как данность; участники должны иметь возможность подключаться к географически близким

социальным сетям для мониторинга, управления. Краудфандинг отменяет данный традиционный подход и демонстрирует, что платформы не обязательно привязаны к географии. E. Mollick [126], на основе данных платформ IndieGogo и Kickstarter показывает, что тенденция к инвестициям без границ очевидна.

- *Тестирование рынка, сети поддержки, измерение спроса*: текущая предпродажная модель или модель пожертвований дает компаниям возможность изучить спрос на их продукты или услуги. На начальном этапе своего развития предприятия имеют возможность воспользоваться краудфандингом с целью проверки потенциальной жизнеспособности своего продукта и привлечения первых пользователей с минимальными затратами и низкими входными барьерами. Предприниматели получают сеть поддержки на ранней стадии, состоящую из инвесторов, которые заинтересованы в успехе бизнеса и могут помочь развитию различными способами (в качестве советников и евангелистов, налаживание ценных связей с другими влиятельными участниками), что может помочь преодолеть проблемы раннего роста. Обширная обратная связь от клиентов и инвесторов может привести к пересмотру запланированной бизнес-модели, например переход на новый рынок или налаживание стратегического партнерства с новыми поставщиками или продавцами. С точки зрения инвестора, признание толпы снижает инвестиционный риск, демонстрируя спрос на продукт. Фактически, некоторые крупные группы бизнес-ангелов США создают собственные краудфандинговые порталы в ожидании того, что фирмы, нуждающиеся в финансировании, покажут принятие рынком своих товаров посредством успешной краудфандинговой кампании. Конечным результатом успешных краудфандинговых кампаний является повышение узнаваемости и доверия среди инвесторов, которые также могут быть их будущими клиентами или агентами сбыта. Как отмечают T. Brown et al. [46], стартапы начали использовать краудфандинговые платформы не только в качестве источника финансирования, но так же, как инструменты маркетинга. В результате обмена идеями между пользователями и разработчиками, они смогли создать рынок для внедрения своих новых продуктов, что, в свою очередь, способствовало успешной реализации бизнес-проектов. V. Buttice et al. [49] сообщают, что фирмы, которые регулярно привлекают средства через краудфандинг для финансирования своих проектов, выигрывают в значительной степени благодаря социальным связям с теми, кто уже поддерживал их предыдущие кампании. Накопленный внутренний социальный капитал способствует повышению успешности их новых кампаний в сравнении с кампаниями, запущенными начинающими предпринимателями.

- *Стимулирующий механизм для создания новых предприятий, рабочих мест и инклюзивного экономического роста.*

- *Низкие транзакционные и административные издержки, платформы предлагают более высокую ставку доходности чем у банковских депозитов, а также более низкую ставку по займам. Использование инновационных технологий обеспечивает гораздо большую прозрачность, гибкость, быстрое и удобное обслуживание как для заемщиков, так и для инвесторов [110].*

- *Преимущества диверсификации портфеля очевидны, ведь современные технологии позволяют P2P-платформам предоставлять новые подходы к посредничеству, недоступные в традиционных банковских бизнес-моделях: способность инвестировать небольшие суммы, доступ к широкому спектру проектов и возможность вложения средств в несколько проектов одновременно. При этом у инвестора есть полный доступ к информации о кредитах, в которые он вкладывает средства - кредитный рейтинг, социальные и демографические характеристики заемщика, а также информация о финансовом состоянии его домохозяйства или бизнеса.*

#### ***Проблемы рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Риски его участников и пути их преодоления.***

Индустрия FinTech развивалась и возникла из финансовых стартапов, которые стремились разделить банковский сектор, используя преимущества цифровых технологий и BigData. Преимущества, порождаемые FinTech, варьируют от финансовой доступности и лучшего доступа к кредитам для потребителей и для малых и средних предприятий (МСП) до снижения транзакционных издержек и более разнообразной и устойчивой финансовой системы. Однако FinTech также несет с собой новые риски, которые имеют последствия для денежно-кредитной политики и её стабильности, особенно учитывая, что данный рынок продолжает расти высокими темпами [54, 63]. Привлечение финансирования на рынке альтернативных инвестиций также, как и на традиционном, сопряжено с существенными обязательствами и **рисками**, которые несут как инвесторы, так и кредиторы:

1. *Высокая степень информационной асимметрии* на рынке считается серьезной проблемой, которая снижает эффективность рынка. G. Ahlers et al. [19] отмечают, что большинство инвесторов менее опытно и сталкиваются с информационной асимметрией при оценке качества проектов. Для рынка краудфандинга присущи частичная закрытость информации, невысокая прозрачность рынка интеллектуального капитала, низкий уровень

скоринговых систем платформ, что опосредует увеличение риска для кредиторов [206]. Асимметрия увеличивает финансовый риск для кредиторов, поскольку они сталкиваются с трудностями в оценке потенциального успеха и перспектив проекта, а также риска мошенничества со стороны его инициаторов [55, 188]. Отсутствие информации затрудняет для кредиторов оценку кредитного риска различных заемщиков, поэтому более глубокое знание факторов, определяющих неплатежи, может помочь кредиторам принять обоснованное инвестиционное решение. Качество проведения процедуры due dilligence может быть различным в зависимости от платформы. Y. Yoon et al. [187] демонстрируют, что жесткая конкуренция между платформами приводит к тому, что на рынок могут выйти необеспеченные фандрайзеры. Также, для того чтобы привлечь большие объемы финансирования, некоторые платформы не проверяют квалификацию инвесторов.

2. P2P-платформы *не отвечают за техническую реализуемость проекта, не предоставляют инвестиционных гарантий или гарантированного дохода*, как в случае депозитов, т. е. риск полностью ложится на кредиторов. Существующие платформы не входят в действующие системы гарантирования депозитов, используемые в банковской практике, поэтому в условиях кризиса большинство инвесторов должны самостоятельно решать проблемы возврата средств.

3. Для предпринимателей существует опасность того, что *новаторские идеи*, представленные на краудфандинговых платформах, особенно в области технологических проектов, могут быть *заимствованы* и воплощены в жизнь конкурирующими компаниями. В данном контексте обеспечение заблаговременной защиты прав интеллектуальной собственности может стать сложной задачей, так как процесс патентования обычно требует значительных временных и финансовых затрат.

4. Существенными вопросами, требующими дополнительного исследования, являются *меры контроля за использованием собранных, но еще не перечисленных инициаторам средств*, а также организация возврата средств спонсорам, если сбор не достиг необходимого уровня. Среди основных рисков, с которыми сталкиваются инвесторы — дефолт, мошенничество, закрытие или сбой платформы, а также кибератаки [102]. J. Liu [115] в своей научной работе объясняет растущие показатели дефолта на китайских платформах P2P-кредитования практикой платформ по незаконному объединению средств от инвесторов.

5. *Неразвитость или отсутствие законодательного регулирования* механизмов инвестирования и кредитования, институциональных норм и контрольных требований.

Существующие национальные законодательные различия в области краудинвестинга препятствуют глобализации данного сегмента рынка капитала. Например, отсутствие нормативных требований о раскрытии рисков, связанных с использованием конкретной платформы для совместного финансирования, т. е. каждая платформа решает самостоятельно какую именно информацию публиковать и какую методологию использовать при расчете и представлении статистики прибыльности, рисков и т. д., что затрудняет возможность потребителям делать осознанный выбор. Некоторые регуляторы фактически не устанавливают конкретных требований к раскрытию информации, позволяя краудфандинговым платформам следовать своим собственным стандартам due-dilligence. Таким образом отсутствие аудита и ответственности площадки перед инвесторами определяют низкую степень надежности элементов защиты прав инвесторов.

6. *Низкая финансовая грамотность* и информированность потенциальных участников, скептическое отношение к новым финансовым инструментам. Необходимость в дополнительной экспертизе проекта в случае недостаточной разработки бизнес-плана, переоценки авторами собственных возможностей или недостаточной компетентности для его выполнения. К примеру, британские платформы обязаны информировать инвесторов о рисках, связанных с финансовым краудфандингом. Но степень финансового образования инвесторов различна, так же, как и подходы платформ к информированию: некоторые перечисляют только потенциальные риски для инвесторов, в то время как другие требуют, чтобы инвесторы прошли тест в процессе регистрации.

7. *Вхождение BigTech фирм на рынок альтернативных инвестиционных инструментов.* Крупные технологические компании, занимающиеся финансовыми услугами, могут быстро расширяться за счет пользовательских данных из своих существующих бизнес-направлений в электронной коммерции и социальных сетях. В дополнение к традиционным проблемам, таким как финансовые риски, защита потребителей и операционная устойчивость, появление BigTech фирм в сфере финансовых услуг порождает новые проблемы, связанные с рыночной концентрацией и управления данными. Важно понимать, насколько крупные технологические компании вписываются в существующие рамки финансового регулирования и в соответствии с какими принципами должно быть организовано их новое регулирование.

С 2014 года Европейский центральный банк активно исследует характер рисков, сопутствующих инновационным операциям. ЕЦБ выделяет пять ключевых типов рисков: риски, связанные с пользователями; риски, связанные с другими участниками рынка;

риски финансовой стабильности; риски, связанные с платежными системами, и риски, связанные с регулированием рынка [78].

Учитывая широкий спектр возможных проблем на рынке альтернативного инвестирования, а также его новизну, необходимо рассмотреть меры по снижению риска функционирования этого рынка. Рассмотрим более детально каждый из представленных в научной литературе **путей сокращения рисков**: регулирование, технологии, социальные сети и культурно-образовательный.

**а. Регулирование.**

**Разработка и внедрение законодательной базы**, которая бы способствовала развитию всех аспектов краудфинансирования как инновационного механизма финансирования. Регулирование должно обеспечивать стимулы для развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, обеспечивая его безопасность и эффективность. Также создание органа регулирования и выдачи лицензий на деятельность краудфандинговых платформ представляют собой важные шаги для обеспечения стабильности и безопасности в сфере краудфандинга. Важно, чтобы регулирующие органы переосмыслили защиту инвесторов с учетом множества новых инструментов, которые доступны с появлением Интернета и социальных сетей. Регулирующие органы могут получить дополнительную информацию проводя работу с технологическими компаниями и новаторами над новыми способами защиты от мошенничества, а также для мониторинга краудфандинговых компаний с течением времени (например, требуя ежегодной отчетности, которая отслеживает продажи, затраты и количество созданных рабочих мест).

Таким образом, правовая защита инвесторов побуждает их вкладывать средства в проект, не беспокоясь о потенциальных дефолтах. Правовые институты положительно связаны с доверием [36], ведь огромные риски, связанные с финансовым краудфандингом, отпугивают инвесторов. Более сильная правовая защита инвесторов может повысить их доверие как к проекту, так и к сбору средств: во-первых, комплексные требования к регистрации позволяют публиковать на платформе только качественные проекты [62], во-вторых разрешается работа только авторизованных платформ, с конкретной законодательной ответственностью, в том числе за проведение due diligence.

**Предоставление достоверной информации о заемщике**, разработка алгоритмов и проведение процедур оценки при выборе проектов на платформах, а также вовлечение высококвалифицированных экспертов для проведения аудита проектов. Во-первых,

обязательное раскрытие информации требует от кредиторов размещения на платформе определенных данных, отражающих качество проектов [19], что может уменьшить информационную асимметрию между инвесторами и предпринимателями, помогая им оценить истинную значимость проектов. Платформы должны проводить комплексную проверку кредиторов с целью снижения информационной асимметрии между фандрайзерами и инвесторами, что поможет в решении проблем как с низкокачественными проектами, так и с менее образованными инвесторами R. Shneor et al. [164]. Аналогично и другие исследователи утверждают, что неэффективность рынка, вызванная асимметрией информации, может быть в некоторой степени устранена путем раскрытия финансовой и личной информации о заемщике или взаимного доверия между потребителями. [89, 95], [104, 147]. В своём исследовании A. Nowak et al. [133] показывают, что платформы могут помочь преодолеть неравномерное распределение информации тогда, когда предоставляют заемщикам возможность добавить дополнительные данные в заявку на кредит. Они также пришли к выводу, что количество слов и символов в описании кредита снижает асимметрию информации и положительно влияет на финансовые решения инвесторов. Не в последнюю очередь важно и обеспечение требований информирования пользователей о возможных рисках инвестирования и о рисках самой платформы.

Кроме того, платформы могут следовать своим собственным стандартам в **раскрытии информации и развитии систем скоринга**, что может дополнительно повлиять на количество и содержание сигналов, посылаемых о проектах. На некоторых платформах P2P-кредитования заемщики должны раскрывать свой экономический статус (кредитный рейтинг, коэффициент соотношения между задолженностью и доходом, подтвержденные банковские счета), которые отражают их способность выплачивать проценты вовремя, тем самым оказывая положительное влияние на успех краудфандинга [79]. В последнее время некоторые платформы (например, Zora и Lending Club) внедрили искусственный интеллект для создания системы кредитной оценки заемщиков.

Следует отметить необходимость использования **механизмов страхования инвесторов**, создание системы гарантий. Европейский инвестиционный фонд (EIF), например, предоставляет специальные схемы гарантирования займов для микрофинансовых организаций и индивидуальных предприятий. В случае, когда они не могут погасить свои ссуды, часть будет выплачиваться EIF. Таким образом, риски для провайдера ниже, и он может предоставлять все больше кредитов инновационным МСП.

Правительства некоторых стран также предоставляют схемы гарантий для альтернативных финансовых платформ. В дополнение к государственным гарантиям некоторые платформы предполагают механизм страхования инвесторов на случай непогашения кредитов или формируют фонд обеспечения проводимых сделок. Можно также привести пример платформ, которые предлагают гарантию обратного выкупа - погашение безнадежных кредитов, в которые они инвестированы, поэтому риск потери инвесторами своих инвестиций можно успешно контролировать.

Регуляторные органы могут налагать **ограничения на сумму**, которую можно заимствовать через каналы цифрового кредитования, например, исходя из их годового дохода.

Надзорные органы могут также устанавливать **ограничения на процентные ставки**, взимаемые цифровыми кредиторами. В некоторых странах существует практика кредитования или сбора чрезвычайно высоких процентных ставок. Для решения данной проблемы, регулирующие органы вводят ограничения на размер процентных ставок. Кроме того, для регулирующих органов также важно создать белый список регулируемых финтех-компаний цифрового кредитования.

Важным является и проведение **прозрачной политики налогообложения и финансовых стимулов** (налоговых льгот, гарантий). Посредством косвенных инвестиций через налоговые льготы национальные правительства могут стимулировать инвестиции. Подобная практика уже успешно применяется в Великобритании и Бельгии, где произошёл значительный рост инвестиций в альтернативные источники инвестирования.

Правительствам необходимо создать специфические для страны рамки для краудфандинговых инвестиций, чтобы стимулировать инвестиции в стартапы и малый бизнес и привлекать денежные переводы диаспоры. Соответственно, центральные банки и надзорные органы должны внимательно следить за развитием индустрии FinTech [44]. Ключевой задачей финансовых регуляторов является создание правильного баланса: нормативно-правовая база с одной стороны должна способствовать внедрению финтех-инноваций, которые приносят пользу экономике и финансовой системе, а с другой обеспечивает надлежащим образом управление рисками. Аналогичным образом, руководители центральных банков должны внимательно следить за тем, как отрасль FinTech влияет на эффективное проведение денежно-кредитной политики и соответствующим образом корректировать её основы.

**b. Технологии.**

Для того, чтобы краудфандинг мог полноценно и всеобъемлюще функционировать, население страны должно иметь доступ к надежному широкополосному Интернету или мобильным сетям передачи данных. Технологии, способствующие постоянному общению между инвесторами и предпринимателями, а также инструменты, позволяющие систематизировать и оптимизировать жизненный цикл бизнеса, также должны быть задействованы и разрешены для свободной работы. Важно гарантировать безопасность и непрерывное функционирование онлайн-платформ, учитывая потенциальные риски мошенничества и возможные технические сбои в информационных системах.

#### ***с. Социальные сети.***

Пользователи внутри страны должны активно участвовать в социальных сетях, поскольку они являются основным двигателем краудфандинговой деятельности. Сообщества могут использовать стартап-мероприятия и финансирование, поддерживаемое сообществом, для поддержки предпринимателей и развития кругов доверия. Высокая степень проникновения интернета и использования социальных сетей необходимы для стимулирования развития социально-культурного обмена с целью расширения кампаний по сбору средств, предоставления более эффективных скоринговых инструментов и уменьшения трений в процессе привлечения капитала.

Платформы имеют ключевое значение для создания социального капитала и обеспечения соблюдения правовых норм в краудфандинговой деятельности. Термин «краудфандинговое сообщество» широко используется в краудфандинговых исследованиях [34, 18]. Даже в финансовом краудфандинге инвесторы могут извлечь выгоду из «преимуществ сообщества», таких как инвестиционный опыт [34]. Таким образом, инвесторы в некоторой степени полагаются на взаимодействие с другими участниками для смягчения информационной асимметрии в финансовом краудфандинге [114, 178].

#### ***d. Культурно-образовательный.***

Технологическое развитие происходит с беспрецедентной скоростью, подчеркивая критическую необходимость непрерывного обучения и адаптации. Совместное усилие правительств, образовательных учреждений и работодателей необходимо для создания условий для непрерывного обучения, что обеспечивает необходимую оснащённость для перехода в новые роли и отрасли при изменении технологических парадигм [143, с.143]. В

данной связи с целью формирования потенциальных инвестиционных возможностей необходимо создание коворкинг-пространств, бизнес-инкубаторов и акселераторов для предоставления возможностей развития проектов и последующего надзора. Данные институты могут выполнять различные функции, включая финансово-экономические, консультационные, образовательные, юридические и организационные. Предоставление физического пространства, наставничество, возможности взаимного обучения и формализованные эксперименты на соответствие продукции рынку и другие вспомогательные услуги частного сектора могут существенно способствовать формированию предпринимательской культуры.

Государственные программы, направленные на развитие образования в области финансовых технологий и инновационных инвестиций, обучение специалистов на различных уровнях образования и подготовку экспертов в финансовой и информационной сферах, существенно снижают риски на рынке альтернативного инвестирования. Доступные онлайн-образовательные инструменты могут быть задействованы инвесторами и регулирующими органами для содействия процессу инвестирования и улучшения взаимодействия между участниками рынка с целью повышения уровня доверия как со стороны традиционных бизнес-ангелов, так и среди неопытных инвесторов, которые могут получить более четкое представление о новом рынке инвестирования. Платформы, в свою очередь, могут предоставлять обучение и проводить отбор инвесторов, информировать их о потенциальных рисках, что способствует более качественному выбору инвестиционных проектов.

Представив таксономию рынка, его модели, возможности и варианты финансирования, а также систематизировав сильные стороны инвестирования и кредитования через новый рынок по сравнению с традиционным банковским, и дополнительно выделив ограничения рынка и предложенные меры по сокращению рисков, автор дополнил понятийную основу рынка. Представленный каркас знаний позволяет перейти к эмпирическому изучению объемов и динамики рынка альтернативных инвестиционных инструментов, а также к описанию его текущих трендов, что даст возможность более полно определить потенциальные меры развития.

## **2.2.Объём и тенденции роста мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

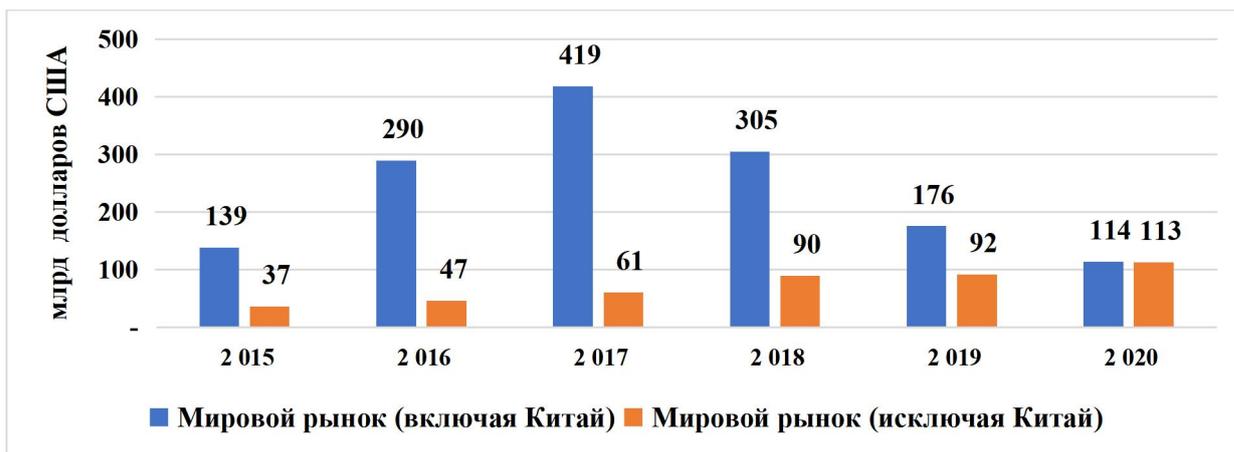
Альтернативные инвестиционные инструменты становятся все более значимыми в мировой экономике, предоставляя инвесторам разнообразные возможности для диверсификации инвестиционных портфелей и достижения желаемых финансовых целей. В последнее десятилетие рынок альтернативных инвестиций привлекает все большее внимание со стороны инвесторов, аналитиков и регуляторов благодаря своей инновационности, потенциалу для высоких доходов и продолжающемуся росту, несмотря на периоды макроэкономической неопределенности, возникшие после глобальной пандемии, трансформации энергетического рынка, а также геополитических напряженностей.

Подробное описание тенденций роста и развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов можно найти в ежегодных отчетах, публикуемых Кембриджским центром альтернативных финансов (ССАФ), начиная с 2013 года [60, 29, 180, 192, 193, 198, 197, 200, 199]. База данных ССАФ является важным источником глобальной информации о краудфандинге. На протяжении многих лет ССАФ поддерживает обширную базу данных о деятельности как активных платформ, так и тех, что прекратили свое существование, прошли трансформацию, слияние или переориентацию в другие сферы. Глобальное исследование альтернативных инвестиционных рынков включает в себя структурированный опросник, состоящий из 30–40 вопросов, который позволяет активным альтернативным инвестиционным платформам по всему миру предоставлять данные о своей деятельности и объемах операций. Такой подход обеспечивает более точное представление об их операциях, особенно на международных рынках. Исследование проводилось ежегодно и разделено на пять частей: сбор средств, инвесторы, структура и стратегия платформ, риски и регулирование, а также финансовая инклюзивность. Для привлечения платформ к участию используются персонализированные электронные письма, обращения в социальных сетях и прямой контакт с их менеджментом. В случаях, когда первичные данные недоступны или возникают расхождения, используются вторичные источники данных. Для обеспечения точности данных проводятся процедуры санитизации и верификации. Данные, предоставленные платформами в местной валюте, конвертируются в доллары США по историческим средним курсам за исследуемый период. Платформы должны предоставить не менее 10 наблюдений по стране и модели, чтобы их данные были включены в анализ. Однако для некоторых стран делаются исключения, если этот порог менее значим.

За последние 5 лет отчеты ССАФ широко цитировались в отраслевых и регуляторных документах во всем мире. В настоящее время не существует альтернативного всеобъемлющего источника информации об объеме рынка онлайн-краудфандинга. Ближайшим аналогичным источником информации является краудфандинговый отчет Massolution (2012), который агрегировал данные из документов, представленных на собственном веб-сайте в 2014 году. Процесс сбора данных неясен и объем данных, представленных в настоящем докладе, очень мал по сравнению с объемами, задокументированными ССАФ за те же временные промежутки.

Размер мирового рынка альтернативного инвестирования в 2020 году составил 114 миллиардов долларов США (Фигура 2.1). По доле на мировом рынке лидерами были: США и Канада (73,93 млрд долларов), Великобритания (12,64 млрд долларов) и Европа (без Великобритании) 10,12 млрд долларов. Развитие рынка альтернативного инвестирования во всем мире продолжает быть неравномерным, с заметными успехами в Соединенных Штатах и Латинской Америке, но со снижением в Китайской Народной Республике. Следует отметить, что в 2017 году, когда размер мирового рынка был рекордным (419 млрд долларов), 85% объема операций на мировом рынке приходилось на Китай, тогда как на европейский рынок приходилось только 2,8%. Китай доминировал на мировом рынке альтернативного онлайн-инвестирования вплоть до 2019 года, но развитие местного рынка и нормативные изменения привели к значительному снижению объемов и его доли на мировом рынке в 2020 году до всего 1%. Данное снижение стало прямым результатом конкретных политических мер, принятых китайскими властями.

Соответственно, когда объемы КНР были включены в глобальный анализ, общий объем мирового рынка заметно снизился, упав на 42% в 2019 году и еще на 35% в 2020 году - с 304,5 млрд долларов в 2018 году до 176 млрд долларов в 2019 году и 114 млрд долларов в 2020 году. При исключении из анализа китайского рынка становится ясно, что глобальный рынок альтернативного онлайн-инвестирования стабильно рос в 2015–2020 гг. Мировые объемы (без Китая) выросли на 51% - с 44 миллиардов долларов в 2015 году до 91 миллиарда долларов в 2019 году. А в 2020 году, несмотря на COVID-19, объем мирового рынка вырос еще на 24% в годовом исчислении и достиг 113 миллиардов долларов.



**Фигура 2.1. Размер и рост глобального рынка альтернативного инвестирования**

*Источник:* Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

Оценка рыночной доли стоимости выданных кредитов по регионам (Таблица 2.3) показывает, что снижение китайского рынка привело к значительному изменению динамики рынка по регионам. Северная Америка (США и Канада) стала крупнейшим регионом, на долю которого приходится 65% стоимости мирового рынка, за ней следуют Европа с 20% и Азиатско-Тихоокеанский регион - 7%. Платформы, работающие в Латинской Америке и Карибах и в Тропической Африке, сообщили о росте стоимости выданных кредитов в 2020 году по сравнению с 2019 годом, при этом Бразилия и Чили сообщили о наибольшем росте в своём регионе. Напротив, в странах СНГ, Ближнего Востока и Северной Африки, Азиатско-Тихоокеанского региона и Европы в целом наблюдалось снижение абсолютного значения. Однако ключевые рынки кредитования в Европе, такие как Великобритания, Италия, Германия и Франция, сообщили об увеличении объёма выданных кредитов в 2020 году по сравнению с 2019.

Значительное влияние на состояние и динамику рынка в 2020 году оказала **пандемия Covid-19**. Во всем мире наиболее значительным нарушением для платформ цифрового кредитования стало увеличение просроченной задолженности на 23 % и дефолтам по непогашенным кредитам на 21% в годовом исчислении соответственно по сравнению с 2019 годом. Предприятия в странах с развитой экономикой в целом пострадали от пандемии в меньшей степени, чем в странах с развивающейся, где увеличение числа дефолтов по непогашенным кредитам было почти в три раза больше. Все регионы сообщили об увеличении просроченных платежей и неплатежей по кредитам. В целом результаты показывают, что финтех-индустрия была устойчивой, а активность

продолжала расти, хотя важно отметить, что текущая глобальная макроэкономическая и геополитическая ситуация создает дополнительные стрессовые факторы для сектора, которые необходимо отслеживать.

**Таблица 2.3. Рыночная доля рынка альтернативных инвестиционных инструментов в различных регионах за период 2019–2020 гг.**

Регион	2019		2020	
	Общий объём (млрд USD)	Рыночная доля (%)	Общий объём (млрд USD)	Рыночная доля (%)
Китай	84.3	48%	1.2	1%
Северная Америка (США И Канада)	51.9	30%	73.9	65%
Великобритания	11.0	6%	12.6	11%
Европа (без СНГ и Великобритании)	10.7	6%	9.1	8%
Азиатско-Тихоокеанский регион	9.1	5%	8.2	7%
Латинская Америка и Карибы	5.1	3%	5.9	5%
СНГ	1.5	1%	0.9	1%
Тропическая Африка	1.1	1%	1.2	1%
Страны MENA	0.8	<1%	0.6	1%
<b>Итого</b>	<b>175.5</b>	<b>100%</b>	<b>113.5</b>	<b>100%</b>

*Источник:* Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

Глобальный альтернативный инвестиционный рынок разнообразен: на нем *действуют 13 различных типов моделей*. В приведенной ниже

Таблица 2.4 представлены наиболее используемые модели, отражены объёмы каждой и её доля на рынке.

Рыночная доля рынка равноправного потребительского кредитования, т. е. способа ссуживания денег никоим образом не связанным между собой лицам или «равноправным сторонам» без привлечения традиционного финансового посредника, составляет 30,6%. Займы предоставляются онлайн на вебсайтах специальных кредитных организаций посредством разнообразных платформ кредитования и инструментов проверки кредитоспособности.

Большинство равноправных займов относятся к категории необеспеченных займов, а сами заемщики не предоставляют залог, для того чтобы подстраховать кредитора на случай дефолта.

**Таблица 2.4. Структура мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов в 2019–2020 гг.**

Модель альтернативного инвестирования	2019		2020	
	Общий объём (млрд USD)	Рыночная доля (%)	Общий объём (млрд USD)	Рыночная доля (%)
Равноправное потребительское кредитование	103.1	59%	34.7	31%
Балансовое бизнес-кредитование	19.8	11%	28.0	25%
Равноправное бизнес-кредитование	20.8	12%	15.4	14%
Балансовое потребительское кредитование	10.7	6%	13.0	12%
Краудфандинг на основе пожертвований	2.6	2%	7.0	6%
Торговля счет-фактурами	3.7	2%	3.9	3%
Равноправное кредитование недвижимости	4.6	3%	3.1	3%
Краудфандинг в недвижимость	2.9	2%	2.8	2%
Балансовое кредитование недвижимости	4.0	2%	1.8	2%
Акционерный краудфандинг	1.1	1%	1.5	1%
Краудфандинг на основе вознаграждений	0.9	1%	1.3	1%
Другие	1.3	1%	1.2	1%
<b>Итого</b>	<b>175.5</b>		<b>113.5</b>	

*Источник:* Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

Важным элементом работы системы равноправного кредитования является возможность кредиторов диверсифицировать риски невозврата и просрочки по выданным займам. Современные онлайн платформы равноправного кредитования позволяют кредитору одновременно выдавать небольшие по размеру займы большому количеству заемщиков. Таким образом, если выдано значительное количество займов, дефолт нескольких заемщиков не несет критических последствий для всего кредитного портфеля, и у кредитора сохраняется возможность получить итоговую прибыль.

Следует отметить, что модель равноправного потребительского кредитования неизменно считается крупнейшей альтернативной моделью инвестирования с 2013 года, однако она столкнулась со значительным падением абсолютного объема со 103 миллиардов долларов США 2019 году до 34 миллиардов долларов США в 2020 году из-за спада в китайском потребительском кредитовании.

Учитывая рост балансового кредитования, неудивительно, что балансовое кредитование бизнеса стало второй по величине моделью как в 2019 году с 19 млрд долларов, так и в 2020 году с 28 млрд долларов США. Тесно связанное с равноправным

бизнес-кредитованием, все большее число фирм достигают роста, полагаясь на получение финансирования используя обе модели. В настоящее время все больше институциональных инвесторов становятся партнерами бизнес-заёмщиков в рамках балансовых моделей. В 2019 году балансовое потребительское кредитование занимает третье место (опять же, тесно связанное равноправным потребителем кредитованием), хотя в 2020 году оно опустилось на четвертое место. Напротив, модель равноправного бизнес-кредитования поднялась до третьей позиции по абсолютной доле рынка в 2020.

При рассмотрении моделей равноправного и балансового кредитования недвижимости можно заметить, что рыночная доля данных моделей сократилась в абсолютном объеме с 2019 по 2020 год. Неудивительно, что COVID-19 сыграл роль в упадке этих моделей, ведь оформление кредитов на недвижимость было приостановлено или сокращено в течение первой половины 2020 года.

Доля рынка модели краудфандинга на основе пожертвований показала экспоненциальный рост, поднявшись с девятого места в 2019 году до пятого в 2020 году. Темп роста, превышающий 160% в период с 2019 по 2020 год, можно напрямую отнести к огромному количеству благотворительных, социальных и связанных со здоровьем мероприятий по сбору средств во время пандемии COVID-19 на региональном и глобальном уровнях.

Анализ мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов позволяет вывести следующие **тенденции**:

### ***1) Институционализация***

Институциональные инвесторы играют важную роль на рынке альтернативного инвестирования, все чаще используя его с целью поддержки инвестиционных стратегий или диверсификации портфеля для себя или своих клиентов. В 2020 году процент общего объема рынка, который был профинансирован институциональными инвесторами, то есть банками, трастами, брокерскими фирмами, инвестиционными дилерами, страховыми компаниями, а также другими нефинансовыми учреждениями составил примерно 43,6 млрд долларов или 42% от всего мирового объема за год, что представляет собой 53% рост по сравнению с 2019 годом. Платформы в США и Канаде сообщили о 74% доле институционального финансирования в 2019 году, однако в 2020 году компании наблюдали почти абсолютную концентрацию институциональных инвесторов, так как более 98% региональных объемов поступали из таких источников, что также является самым высоким показателем в мире. Причинами такого роста стали законодательные

условия, благоприятствующие аккредитованным инвесторам в финансировании в Северной Америке, а также условия высокоразвитого финансового рынка, на котором частные инвесторы более охотно пользуются услугами профессиональных посредников. В Европе также год за годом появляется все больше институциональных инвесторов, а в 2020 году доля их участия превысила половину от общего объема альтернативного инвестирования.

## ***2) Интернационализация и иностранные финансовые притоки***

Привлекаемый через платформы приток трансграничных транзакций от международных спонсоров / инвесторов постоянно растет. В случае европейского рынка в данную категорию входят международные потоки из других стран как внутри Европы, так и за ее пределами. Соответственно, европейские государства с меньшими внутренними рынками капитала (например, Балтия, Восточная Европа, Балканы) более зависимы от международных потоков, чем рынки с большими внутренними рынками капитала (например, Франция, Германия, Великобритания). Данное предположение подтверждается статистическими данными: самый низкий уровень притока в Германии (5%), Центральной Европе (10%) и Франции (13%), а самый высокий - в Грузии - 95%, Восточной Европе (91%) и Прибалтика (86%). В СНГ данный показатель составляет 79%, что характеризует также и рынок Молдовы [196].

## ***3) Финансовая инклюзивность***

Альтернативное инвестирование является эффективным решением в борьбе с финансовой изоляцией. Финтех компании, занимающиеся финансированием, имеют хорошие возможности для обслуживания домашних хозяйств, потребителей и МСП, которые выходят за рамки традиционного банковского дела. Такие фирмы могут не только повысить эффективность финансового сектора, но и способствовать расширению доступа к финансовым услугам, особенно на развивающихся рынках. Объемы финансирования, ориентированного на МСП в Европе, в последние годы неуклонно растут, при этом финансирование бизнеса составляет 35% от общего объема в 2019 году и 52% от общего объема в 2020 году.

### *Банковский статус*

Для измерения уровня финансовой инклюзивности среди клиентов, использующих решения цифрового привлечения капитала, анализируется объём транзакций осуществлённых следующими категориями заёмщиков: имеющими доступ к полному набору финансовых услуг, с доступом к некоторым базовым финансовым услугам и

необслуживаемых банками или не имеющих доступа к каким-либо традиционным финансовым услугам. В настоящее время цифровое кредитование и привлечение капитала в основном используют физические и юридические лица, обслуживаемые банками. Однако такое разделение различно в зависимости от географического региона: в Европе 96% пользователей платформ полностью обслуживаемы банками, в Латинской Америке 86%, на Ближнем Востоке и в Северной Африке 83%. В то же время FinTech в Тропической Африке демонстрирует потенциал для улучшения доступа к финансированию для недостаточно обслуживаемых групп, при этом примерно 49% пользователей можно охарактеризовать как небанковские, а еще 48% - как недостаточно обслуживаемые [196].

Доля платформ, обслуживающих различные группы населения в зависимости от их банковского статуса, значительно варьировалась в зависимости от регионов Европы. Например, на Балканах 46% объема приходилось на население, полностью обслуживаемое банковскими услугами, 32% - на группы населения, частично обслуживаемые банком и 21% - на население, не охваченное банковскими услугами. Между тем, в Центральной Европе 100% объема рынка приходилось на банковское население. Некоторые регионы и рынки, такие как СНГ (55% не охвачены банковскими услугами, 45% недостаточно обслуживаемы банками) и Восточная Европа (26% не охвачены банковскими услугами, 26% недостаточно обслуживаемы банками) показали самые высокие объемы финансирования клиентов полностью или частично не обслуживаемые банковскими услугами [196].

#### *Пол*

Гендер - ключевая тема при обсуждении финансовой доступности. Женщины, как правило, участвуют в проектах со значительно более низкой ставкой, чем их коллеги-мужчины, как в качестве заёмщиков средств, так и инвесторов. Участие женщин на рынке различается в зависимости от различных альтернативных моделей инвестирования. Для большинства моделей доля участия женщин, будь то в качестве заёмщика или инвестора, по-прежнему была ниже 40% и еще больше снизилась в течение 2020 года, за исключением моделей, не основанных на инвестициях. Так, в краудфандинге основанных на вознаграждениях и пожертвованиях, доля сборщиков средств среди женщин выше, чем среди мужчин, с долей участия в размере 65% [199]. Следовательно, рынок FinTech функционировал как альтернативный способ повышения финансовой инклюзивности в странах с недостаточным уровнем банковского обслуживания.

#### **4) Риски и законодательство.**

Восприятие ключевых факторов риска операторами платформ в СНГ можно определить следующим образом: риски, связанные с приходом на рынок компаний BigTech 59%; изменения законодательства вызывают серьезную озабоченность у 61% платформ, также для 42% платформ мошенничество является фактором высокого риска в регионе. Наконец, риск, связанный с кибербезопасностью был очень низким и составил 6%. В отличие от развитых стран, где операторы платформ сообщили о существовании адекватных законодательных рамок, подходящих для их деятельности, в СНГ 50% платформ сообщили об **отсутствии законодательных рамок** в принципе, что говорит о низком уровне регулирования данного рынка. В большинстве развитых европейских странах платформы авторизованы, так как существует законодательные требования для лицензирования данной деловой активности.

Анализ основных трендов мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов предоставляет возможность раскрыть текущее состояние рынка, выявить динамику его роста и развития, а также различные специфичные особенности, характерные для каждого региона. Наблюдаемое разнообразие объясняется степенью развитости правовой системы, социокультурными аспектами, доступностью банковских сервисов, уровнем цифровизации и влиянием институциональных инвесторов. В связи с этим имеет смысл провести дополнительный и глубокий анализ ситуации на рынке в Республике Молдова с целью выявления специфических проблем и определения перспектив развития.

### **2.3. Обзор рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова**

За прошедшие годы экономика Республики Молдова претерпела значительные изменения, адаптируясь к изменяющимся глобальным тенденциям, экономическим сдвигам и технологическим достижениям. Доля сельского хозяйства значительно снизилась и уже не играет ключевой роли в экономической и социальной структуре Молдовы, обеспечивая лишь 7,9% от ее валового внутреннего продукта [138], в то время как промышленность и сектор услуг составляют 75% ВВП.

Сектор малых и средних предприятий, иногда называемый "основой экономики", играет важную роль в экономическом развитии Республики Молдова. Он напрямую

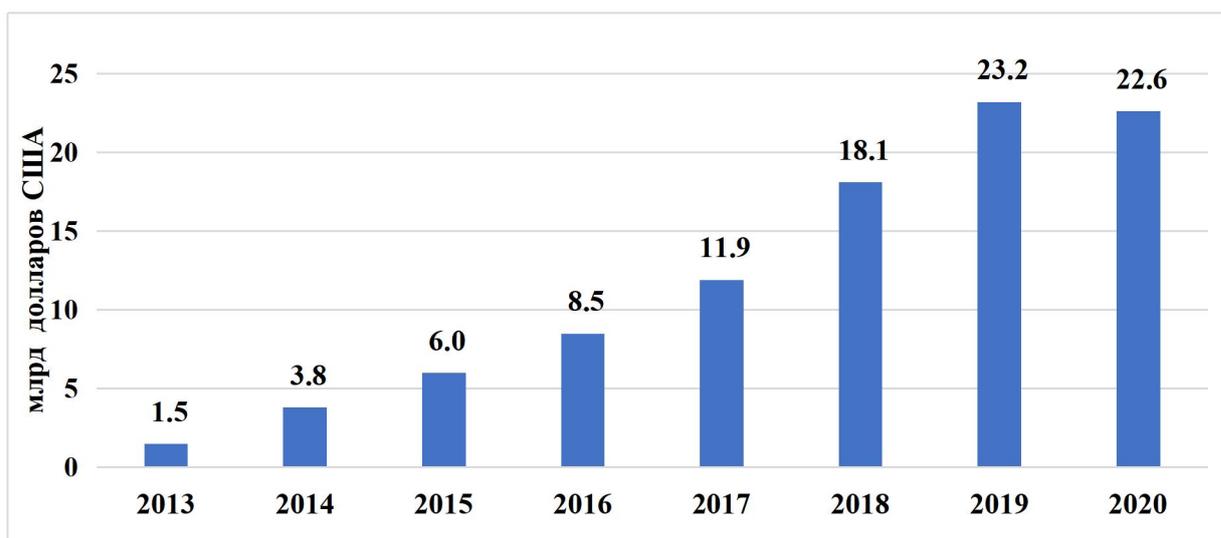
способствует формированию валового внутреннего продукта, созданию новых рабочих мест, повышению конкурентоспособности, стимулированию инноваций и применению современных технологий, а также увеличению экспорта. В 2022 году доля малых и средних предприятий составила 99,3% от общего числа предприятий в Республике Молдова, а 65,6% работников реального сектора были заняты на МСП. Однако, несмотря на такое большое количество предприятий и работников, МСП получили всего 44,9% общей выручки от продаж [15].

Такая диспропорция между количеством предприятий, персоналом, нанятым МСП, с одной стороны, и объемом продаж с другой стороны, указывает на их недостаточную производительность, но также и на потенциал роста.

Одной из основных проблем для МСП является доступ к финансовым ресурсам, особенно на ранних этапах развития бизнеса, в первые годы его существования. На начальных этапах МСП часто зависят от финансирования со стороны своих учредителей, включая личные сбережения, денежные переводы и займы у родственников и друзей.

В то же время доступ МСП к традиционным финансовым инструментам, предоставляемым банками и небанковскими кредитными организациями, ограничен по причине отсутствия реальных или личных гарантий, высоких процентных ставок, коротких сроков погашения и высоких затрат на получение и управление банковскими и небанковскими займами.

С данными проблемами сталкиваются также малые и средние предприятия в Республике Молдова. Так, по данным НБМ (по состоянию на 31.12.2023) [17], из общего объема кредитов, выданных банковским сектором в размере 62,7 млрд леев, только 18,68 млрд леев (что составляет 29.79%) были предоставлены малым и средним предприятиям. Если же рассматривать деятельность микрофинансовых организаций, то в Молдове действует 155 компаний, а объем выданных кредитов увеличился в 8 раз с 1,3 миллиарда леев в 2009 году до 11,8 миллиарда леев в I квартале 2023 года, что свидетельствует о стабильном и устойчивом росте [142].



**Фигура 2.2. Размер и рост европейского рынка альтернативного инвестирования**

*Источник:* Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

Для рассмотрения позиции Республики Молдова на рынке альтернативных инвестиционных инструментов следует проанализировать более детально европейский рынок, в который входит и рынок Молдовы. С 2013 по 2020 год объемы европейского рынка альтернативного онлайн-инвестирования (включая Великобританию) стабильно росли с 1,5 млрд долларов в 2013 году до 23,2 млрд долларов в 2019 году. Однако в 2020 году общий объем рынка снизился впервые за рассматриваемый период и составил 22,6 млрд долларов. Несмотря на этот отрицательный тренд, а также в контексте пандемии COVID-19 и Brexit, объем рынка в 2020 году (22,6 миллиарда долларов США) превысил показатель 2018 года, составивший 18,1 миллиарда долларов США. За указанный период европейский рынок показал постоянный и высокий рост, и в целом вырос в 15 раз (Фигура 2.2. Размер и рост европейского рынка альтернативного инвестирования).

В отчетных данных (Фигура 2.3.) отмечается, что в период с 2016 по 2020 годы в Республике Молдова активно действовали лишь зарубежные онлайн-платформы, при этом отсутствовали местные платформы. В 2020 году объем рынка составил 93,8 миллиона долларов, что эквивалентно 0,41% от европейского рынка.

Следует отметить, что в 2016–2017 годах рынок был практически неразвит, однако в 2018 году начали свою деятельность еще две платформы и объем рынка вырос до 118 миллионов долларов с 420 тысяч долларов в 2017 году [199, 200]. Дальнейшее развитие следовало тенденциям европейского рынка с ростом в 2019 году, и снижением из-за причин воздействия COVID-19 в 2020 году. Таким образом, можно отметить, что рынок

альтернативного инвестирования в Республике Молдова все еще находится на стадии формирования, при этом не существует зарегистрированных на местном уровне платформ, хотя и существует, и действует специально разработанная законодательная база.



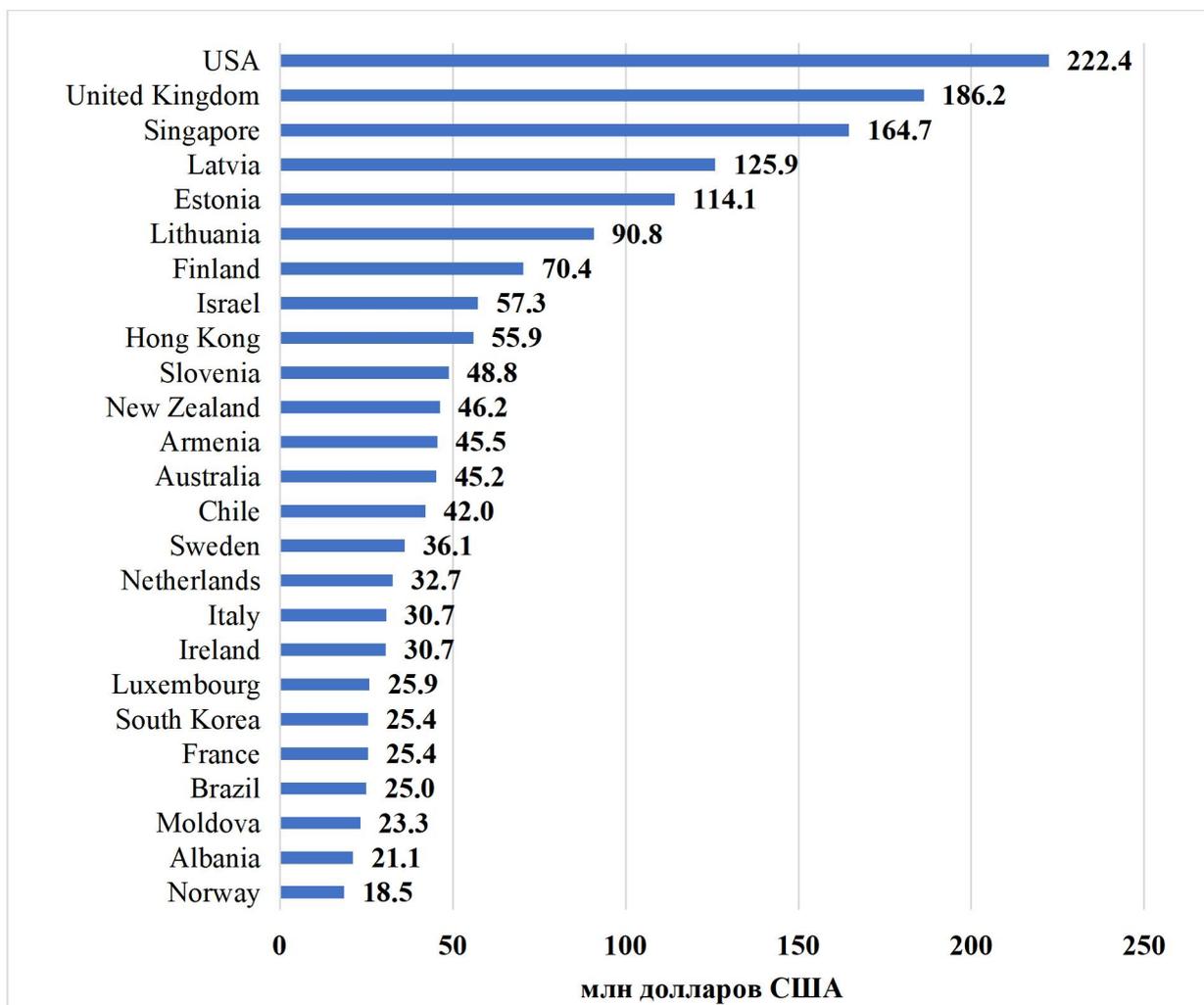
**Фигура 2.3. Размер и рост рынка альтернативного инвестирования Республики Молдова**

*Источник:* Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

Модели равноправного инвестирования остаются наиболее популярными на рынке, занимая основную долю. В регионе СНГ, куда входит и Республика Молдова, эти модели демонстрируют наивысший объем, хотя наблюдается заметное снижение с 3,8 миллиарда долларов в 2018 году до 1,5 миллиарда в 2019 году и далее до 867 миллионов долларов в 2020 году. В то же время, неинвестиционные модели показывают значительный рост, достигнув 10 миллионов долларов в 2019 году и 11 миллионов долларов в 2020 году.

Одним из ключевых показателей развития рынка альтернативного инвестирования являются объемы рынка на душу населения. При анализе списка стран с наибольшим объемом альтернативного финансирования на душу населения в 2020 году (Фигура 2.4) становится ясно, что лидирующие позиции занимают крупные экономики, такие как США, Великобритания и Сингапур. Эти страны имеют высокий уровень развития альтернативных инвестиционных рынков и привлекательные условия для инвесторов. Также в списке присутствуют меньшие по размеру, но динамично развивающиеся страны, такие как балтийские государства - Латвия, Эстония и Литва. Их высокие показатели свидетельствуют о значительном прогрессе в области альтернативного финансирования.

Республика Молдова, хотя и занимает более низкую позицию в рейтинге, продемонстрировала некоторый потенциал в этой сфере. Её относительно невысокий показатель (23.26) может указывать на потребность в дальнейшем развитии инвестиционной среды и улучшении условий для привлечения инвестиций.



**Фигура 2.4. Топ 25 стран по доле рынка альтернативного инвестирования на душу населения**

**Источник:** Составлено автором на основе отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов 2017–2021 гг. [193, 198, 197, 200, 199]

После проведения детального анализа текущего состояния рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова целесообразно рассмотреть фундаментальные характеристики, оказывающие влияние на бизнес-среду и инвестиционный климат. Для этого представляется необходимым провести анализ, выявляющий сильные и слабые стороны, а также возможности и риски, сопутствующие

контексту, в котором развивается рынок альтернативных инвестиций в Республике Молдова, с целью дальнейшего обоснования решений и рекомендаций для развития рынка. SWOT-анализ рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Молдове представляется следующим образом:

**Сильные стороны (Strengths):**

- Низкие затраты на рабочую силу в стране;
- Наличие государственных и частных инициатив, направленных на поддержку малых и средних предприятий (МСП);
- Высокообразованное население способное к освоению новых инвестиционных инструментов;
- Наличие растущего сообщества стартапов и инновационных компаний.

**Слабые стороны (Weaknesses):**

- Неясное и постоянно меняющееся законодательство, что создает неопределенность для участников рынка;
- Высокая степень бюрократизации и сложные процедуры для регулирования;
- Отсутствие предпринимательских навыков у предпринимателей МСП, что может затруднить использование альтернативных инвестиционных решений;
- Ограниченность ресурсов и опыта у регулирующих органов для эффективного надзора и развития этого сегмента рынка;
- Самый высокий уровень инфляции и процентных ставок в регионе [141];
- Геополитические риски, связанные с военной агрессией на территории Украины [141].

**Возможности (Opportunities):**

- Улучшение качества предпринимательского образования и консультационной поддержки может расширить доступ МСП к различным видам финансирования;
- Соглашение о глубокой и всеобъемлющей зоне свободной торговли между Европейским союзом и Молдовой, а также начало переговоров о вступлении в Европейский союз, открывают новые возможности для экономического сотрудничества и инвестиций;

- Наличие специфической законодательной базы должно способствовать большому потенциалу развития в условиях отсутствия развитого фондового рынка.

#### **Риски (Risks):**

- Негативное восприятие страны из-за экономической неопределенности может отпугнуть потенциальных инвесторов и участников рынка альтернативных инвестиционных инструментов;
- Возможность мошенничества в сфере альтернативных инвестиционных инструментов;
- Риски кибератак и нарушений в области информационной безопасности;
- Макроэкономическая нестабильность: внутренние и внешние экономические факторы могут повлиять на стабильность экономики Молдовы;
- Уязвимость перед внешними экономическими шоками [141, с.103].

Во второй главе научной работы была решена часть поставленных задач исследования, касающаяся анализа международных практик использования альтернативных инвестиционных инструментов, их классификации и механизмов применения. Полученные результаты, а также выявленная специфика рынка Молдовы, обеспечивают основу для разбора национального законодательства и оценки влияния рынка альтернативных инвестиций на экономические показатели развития Республики Молдова. Учитывая проблемы, выявленные во второй главе, и предложенные способы снижения рисков, а также основываясь на рассмотренной теоретической базе в первой главе, будет сформирован набор детерминант, оказывающих влияние на рынок альтернативных инвестиций, с целью разработки эконометрической модели. Таким образом, станет возможным ответить на исследовательский вопрос о влиянии развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост и выявить факторы, оказывающие наибольшее влияние на его развитие.

#### **2.4. Основные выводы к главе 2**

1. С момента своего образования глобальный рынок альтернативного инвестирования демонстрировал разнообразие и рост, несмотря на вызовы, связанные с пандемией COVID-19 и экономическими колебаниями;

2. Разнообразие моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов свидетельствует о его зрелости на международном уровне, отражает стремление к адаптации под разнообразные потребности участников;
3. Преимущества рынка предполагают его скорость и эффективность как инструмента капиталовложений для инвесторов, а также трансграничную доступность и использование в качестве механизма обратной социальной связи для бизнес-заёмщиков;
4. Технологические преимущества рынка влекут за собой характерные проблемы, такие как информационная асимметрия, недостаточное развитие регуляторных мер, угрозы кибербезопасности;
5. Основная роль в смягчении данных рисков отводится законодательному регулированию и контролю, а значит, необходимости уделять внимание развитию и совершенствованию регуляторной базы и соблюдению её положений;
6. Анализ объема мирового рынка альтернативных инвестиционных инструментов без учета Китая показывает ежегодный рост и подразумевает все больший интерес со стороны институциональных игроков, что демонстрирует растущий уровень доверия со стороны участников рынка, а также способность поддерживать инвестиционные стратегии.
7. Для Республики Молдова финансирование МСП является приоритетным для поддержания устойчивого развития. Учитывая государственную поддержку финансирования МСП, высокообразованное население и появление специфической законодательной базы использование инструментов рынка альтернативных инвестиций может стать эффективным средством для стимулирования развития предпринимательства и экономического роста. Однако проблемы, характерные для развивающейся экономики, а также геополитические риски, уязвимость перед внешнеэкономическими шоками и высокие процентные ставки могут создавать значительные вызовы при использовании инструментов альтернативных инвестиций.

### **3 ПУТИ И ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА В ЦЕЛЯХ ДОСТИЖЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

#### **3.1. Рамки регулирования и экономического воздействия рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова**

Потенциал развития альтернативных инвестиционных инструментов и их положительное влияние на экономику и финансовую стабильность подчеркивают необходимость и важность **совершенствования нормативно-правовых норм**. Эффективная регулятивная база способствует снижению рисков для инвесторов и кредиторов, улучшению прозрачности и защите интересов участников рынка, а также созданию благоприятной среды для инвестиционной деятельности.

В Республике Молдова до недавнего времени отсутствовали конкретные законодательные рамки, регулирующие краудфандинговую деятельность. Вместо этого использовались различные непрофильные законы, а действовавшая правовая база, применимая к рынку альтернативных инвестиционных инструментов, включала:

- a) Закон № 179/2016 о малых и средних предприятиях, в котором определено понятие «краудфандинг», однако охватывающее только услуги долевого финансирования на основе вознаграждений;
- b) Закон № 122/2008 о бюро кредитных историй;
- c) «Национальная стратегия развития «Европейская Молдова 2030» в рамках которой с целью улучшения доступа МСП к финансированию регламентируется создание инновационных схем финансирования, выделяются перспективы и необходимость использования альтернативных инвестиционных инструментов;
- d) Постановление Правительства № 776 от 28.10.2020, об утверждении Бюджетного прогноза на среднесрочный период (2021–2023), где среди основных приоритетов, в частности, выделена поддержка частного бизнеса путем выявления и внедрения инновационных инвестиционных моделей (венчурный капитал, краудфандинг и бизнес-ангелы);
- e) Закон № 192/1998 о Национальной комиссии финансового рынка.

Отсутствие специально разработанных юридических норм привело к следующим проблемам на рынке альтернативных инвестиционных инструментов [28]:

- Узкое определение краудфандинга сильно ограничивало сферу применения долевого финансирования и не учитывало международную практику, так как регулировалось только финансирование на основе вознаграждений;
- Ограниченность круга субъектов финансирования, так как были указаны только малые и средние предприятия;
- Чрезмерная сложность процедуры предоставления отчетности;
- Ситуация правовой неопределенности, в рамках которой характер фактических договоров, заключаемых между участниками краудфандинговых отношений, аналогичен договору дарения, займа, оказания услуг или купли-продажи будущего товара.;
- Невозможность развития платформ поставщиками услуг;
- Отсутствие страхования от рисков для инвесторов.

По мнению некоторых зарубежных авторов, при отсутствии нормативных актов любые платформы (электронные торговые площадки, социальные сети, краудфандинговые платформы) работают как **закрытые электронные среды**. Разница между закрытой и открытой электронной средой основана на правовом факторе. Закрытый характер платформ достигается за счет использования договорных конструкций, которые создают среду доверия для пользователей, автономную, саморегулируемую и в максимально возможной степени независимую от национальных юрисдикций. Таким образом, электронная платформа как закрытая среда строится на основе множества соглашений, заключаемых между оператором и сообществом пользователей. На самом деле цель закрытой среды состоит в том, чтобы укрепить доверие в неопределенной ситуации с уверенностью, предполагающей предсказуемость, снижение неопределенности и минимизацию рисков.

Однако работа над правовой базой проведена и с 1 марта 2024 года вступил в силу “Закон об услугах коллективного финансирования” [16], который направлен на поддержку и предоставление альтернативного финансирования для стартапов через специализированные платформы. Он частично переносит положения Регламента (ЕС) 2020/1503 Европейского парламента и Совета от 7 октября 2020 года об европейских поставщиках услуг долевого финансирования, который является частью области сотрудничества между Республикой Молдова и ЕС в отношении промышленной и предпринимательской политики, регулируемой «Соглашением об ассоциации» (подраздел

«Финансовые услуги» из Раздела «Нормативно-правовая база» из Главы «Право на учреждение, торговля услугами и электронная коммерция»).

**Причины**, определившие необходимость **развития законодательной** базы в Республике Молдова, включают:

- Сложность доступа к финансированию, обусловленная низкими оборотами МСП, отсутствием кредитной истории и неспособностью предоставить гарантии;
- Короткие сроки погашения предоставляемых МСП кредитов;
- Высокие проценты и затраты на необеспеченные кредиты, предоставляемые МСП;
- Ограниченный объем кредитов, предоставляемых МСП небанковскими кредитными организациями.

Некоторые краудфандинговые платформы действовали в Республике Молдова и до вступления в силу закона, но в основном они предоставляли нефинансовые услуги на основе пожертвований или вознаграждений на основании действовавшего общего законодательства. Данные услуги в основном используются в социально-культурной сфере, но они не являются достаточно эффективными инструментами для привлечения финансирования и инвестиций в МСП.

На данный момент в Республике Молдова действует лишь одна платформа, предоставляющая услуги краудфандинга. Тем не менее, она зарегистрирована в Латвии и недавно также начала функционировать в Румынии. Платформа организована в форме небанковской кредитной организации, даже если предоставляемые ею услуги отличаются от классических небанковских услуг. Изначально заёмщиками выступали только физические лица, однако всё чаще стали поступать заявки от различных юридических лиц.

“Закон об услугах коллективного финансирования” [16] предлагает регулирование общих условий деятельности, вводит понятия участников процесса, принципов, защиту инвесторов, категории долевого финансирования и их особенности, лицензирование, регулирование и надзор за деятельностью по долевого финансированию, реорганизацию и ликвидацию поставщиков услуг. Поставщики услуг долевого финансирования через специализированные платформы являются посредниками в отношениях между потенциальными инвесторами и малыми и средними предприятиями и другими заёмщиками, разрабатывающими проекты, а также дебиторами-потребителями (физическими лицам) в случае потребительского кредита. МСП получают возможность привлекать финансирование или накапливать инвестиции в размере до 1 000 000 евро для

своих проектов через данные платформы. Инвестиции можно привлечь от инвесторов как внутри страны, так и из-за рубежа.

Закон предусматривает возможность заключения всех документов и сделок в электронном виде, удаленно с помощью безопасных средств идентификации, что позволяет избежать формальных и бюрократических процедур, которые препятствуют или блокируют инвестиции из-за рубежа. Платежи могут происходить посредством банковских переводов или других электронных платежных инструментов. Поставщик услуг в обязательном порядке открывает отдельный банковский счет в банке в Республике Молдова, для обеспечения финансовых операций, относящихся к деятельности долевого финансирования.

Поставщик услуг должен вести бухгалтерский и финансовый учет в соответствии с нормативными актами Республики Молдова, а также подавать в надзорный орган аудиторские и специальные отчеты в утвержденной форме и на регулярной основе. Роль надзорного и контрольного органа осуществляет Национальная комиссия по финансовым рынкам, которая также отвечает за выдачу и отзыв лицензий у поставщиков услуг.

В законе изложены общие принципы и правила организации и предоставления услуг долевого финансирования. С целью обеспечения финансовой жизнеспособности краудфандинговых платформ поставщики должны иметь постоянные гарантии в размере не менее 500 000 леев, которые могут быть представлены в виде собственных средств или договора страхования профессиональной гражданской ответственности.

Поставщики услуг не гарантируют инвесторам успех проектов, разработанных заёмщиками, получение прибыли или возврат инвестиций. Тем не менее, они проявляют должную осмотрительность при проверке проектов, предложенных заёмщиками, с целью надлежащего информирования инвесторов. В своей деятельности поставщики должны руководствоваться принципами транспарентности, беспристрастности, эффективности, ответственности и финансовой осмотрительности. Поставщики постоянно предупреждают инвесторов о рисках вложений, в том числе о риске полной потери инвестиций.

В законе предусмотрены две категории инвесторов: опытные и неопытные инвесторы. **Опытные инвесторы** — это те инвесторы, которые осознают риски, связанные с инвестированием в рынки капитала, и обладают необходимыми финансовыми ресурсами, чтобы принять на себя эти риски, не подвергая себя чрезмерным финансовым последствиям. По этим причинам опытные инвесторы могут инвестировать неограниченные суммы в краудфандинговые проекты с соблюдением максимального

потолка для каждого проекта. **Неопытные инвесторы** смогут инвестировать максимум 5'000 евро в один проект и максимум 10'000 евро в течение календарного года. Поставщики услуг должны проверять способность и знания инвесторов при регистрации на платформе предупреждать их обо всех рисках, связанных с инвестициями.

Закон внедряет понятия и регулирует следующие две категории финансовых услуг: **коллективное финансирование на основе инвестиций и на основе займа/кредита**. Деятельность и услуги, связанные с участием в финансировании на основе пожертвований и вознаграждений, в рамках которых не стремятся получить финансовую выгоду в обмен на финансирование, регулируются гражданским законодательством о пожертвованиях, купле-продаже, предоставлении услуг, спонсорстве и филантропии, и не являются субъектом данного закона.

В случае *финансирования на основе кредитов* разработчик проекта подает заявку на ссуду через платформу. Сумма кредита может быть аккумулирована от одного или нескольких инвесторов на счет поставщика услуг. Накопив необходимую сумму, поставщик заключает кредитный договор с заёмщиком, перечисляя сумму кредита. Впоследствии заёмщик погашает ссуду и проценты на счет платформы, а она, в свою очередь, переводит необходимые суммы инвесторам.

При *долевом финансировании, основанном на инвестициях*, разработчик проекта предлагает инвесторам акции или долевое участие фирме в обмен на инвестиции. Инвестиции переводятся на счет поставщика. Накапливая всю сумму, необходимую для инвестиций, поставщик создает SPV (special purpose vehicle) — компанию специального назначения для реализации определённого проекта (инструмент, впервые введенный в национальное законодательство). Средства инвесторов депонируются в акционерный капитал SPV, и инвесторы становятся партнерами / акционерами пропорционально доли их инвестиций. Впоследствии SPV инвестирует в фирму, а заёмщики становятся его акционером. В крайний срок, устанавливаемый законом, заёмщик начинает выплачивать дивиденды в адрес SPV, которые затем распределяются среди инвесторов пропорционально принадлежащей им доле.

Рассмотрим далее, эволюцию законодательного процесса, который начался в 2021 году с представлением первого проекта закона ("Cu privire la aprobarea proiectului de lege privind serviciile de finanțare participativă 150/MEI/2021"), разработка которого была продолжена в октябре 2022 года, когда Министерство Экономики Республики опубликовало **новый проект закона** [11], в котором произошли следующие изменения:

- В категорию заёмщиков были добавлены также местные публичные органы;
- Закон больше не распространяется на потребительские кредитные договоры, которые регулируются Законом № 202/2013;
- Размер максимального финансирования одного проекта был снижен с 1 миллиона до 500 тысяч евро;
- Установлен максимальный срок накопления инвестиций, который не может превышать 12 месяцев;
- Добавлено требование для лиц, занимающих руководящие должности на платформе, иметь высшее образование в области финансов, банковского дела, экономики, права, государственного управления или информационных технологий, а также профессиональный опыт в этих областях не менее 3 лет;
- Введена возможность осуществлять краудфандинговые операции в иностранной валюте в соответствии с Законом о валютном регулировании №62/2008;
- Ограничение на размещение предложений по краудфандингу применяется только к инвесторам, у которых доля в уставном капитале платформы составляет более 20%;
- В случае, если опытный инвестор не осуществляет инвестиции в течение 2 лет, он теряет свой статус;
- Поставщики услуг должны перечислить средства на счет заёмщика в течение 3 дней после заключения кредитного договора;
- Заёмщик не имеет права размещать другое предложение по краудфандингу в случае просрочки погашения кредита более чем на 30 дней, если непогашенная сумма составляет более 10% от общей стоимости кредита;
- Введена обязанность получения положительного заключения Национального Банка Молдовы для завершения регистрации в качестве поставщика услуг;
- Установлена такса в размере 10 000 леев за рассмотрение заявления о регистрации в качестве поставщика услуг;
- Увеличен срок анализа заявки поставщика услуг с 15 дней до 3 месяцев;
- Введены конкретные меры и штрафы, которые надзорный орган вправе применять в случае выявления нарушений закона;
- Закон вступает в силу через 12 месяцев после его публикации;

- До истечения срока в 12 месяцев с момента вступления в силу закона, сумма средств, которая может быть накоплена для одного краудфандингового проекта, не может превышать 300 000 евро.

В финальном варианте закона, после публичных консультаций, также произошло много **изменений и доработок:**

- Введено понятие "дебитора-потребителя", которое относится к частным лицам, намеревающимся получить потребительский кредит через платформу краудфандинга;
- Для кредитов, выданных физическим лицам, применяются положения "Закона о кредитных договорах с потребителями";
- Введено общее ограничение кредита в размере 7 500 евро на каждого дебитора-потребителя в случае потребительского кредитования;
- Размер максимального финансирования одного проекта был возвращён до уровня 1 миллион евро;
- Надзорный орган разработает и внедрит обязательную модель контракта предоставления услуг поставщика;
- Платформы будут иметь доступ к бюро кредитных историй для проверки риска проектов и заёмщиков, но информация из источников, таких как Налоговая служба (доходы) и Агентство Государственных Услуг (активы), исключена;
- Устранена необходимость предоставления справки о несудимости для всех категорий заёмщиков;
- Закон вступает в силу с 1 марта 2024 года;
- Устранено положение о том, что до истечения срока в 12 месяцев с момента вступления в силу закона сумма средств, которая может быть накоплена для одного краудфандингового проекта, не может превышать 300 000 евро;
- В связи с тем, что финансирование, выданное физическим лицам в рамках коллективного финансирования, регулируется положениями закона "О кредитных договорах с потребителями", запрещается взимание любых платежей (включая проценты, комиссионные, сборы, пени и т. д.), превышающих сумму договора. Также применение процентной ставки свыше 50% запрещено, и прочие сопутствующие платежи по кредиту за день (комиссионные, сборы, пени,

проценты за просрочку и т. д.), кроме процентов, не могут превышать 0,04% общей суммы кредита.

Также следует отметить, что закон внёс некоторые изменения в различные связанные с его внедрением, нормативные акты:

### **1. Налоговый кодекс**

- Поставщики услуг коллективного финансирования, наряду с банками удерживают налог в размере 7% от выплачиваемых процентов в пользу резидентов-физических лиц;
- Услуги коллективного финансирования не облагаются НДС.

### **2. Закон о Национальной комиссии по финансовому рынку**

- Национальная комиссия полностью финансируется в том числе и из платежей поставщиков услуг коллективного финансирования в размере до 1 процента от стоимости заключенных договоров.

### **3. Гражданский кодекс Республики Молдова**

- На проценты взимаемые или выплачиваемые Министерством Финансов, Национальным Банком Молдовы, коммерческими банками, кассами взаимопомощи, небанковскими кредитными, а также поставщиками услуг коллективного финансирования не распространяются ограничения годовой процентной ставки в размере не более двойного уровня базовой ставки CHIBOR.

### **4. Закон бюро кредитных историй**

- Вводится понятие поставщик услуг коллективного финансирования как в качестве пользователя, так и источника информации для бюро кредитных историй.

### **5. Закон о кредитных договорах с потребителями**

- Указывается применение положений закона (норм, регулирующих прав и обязанностей) также и к потребителям и кредиторам через поставщиков услуг коллективного финансирования, которые имеют статус кредитора.

### **6. Закон о малых и средних предприятиях**

- Исключается понятие «краудфандинг».

Анализируя положения закона, принятого в июле 2023 года, можно сделать следующие выводы:

- Положения закона частично переносят нормы Европейского законодательства;
- В законе детализированы и конкретизированы многие положения, что способствует более эффективному контролю над платформами и обеспечивает более высокий уровень защиты инвесторов и заёмщиков;
- Введены различные ограничения и уменьшены максимальные суммы инвестирования, что может уменьшить риски для платформ, особенно на начальных этапах развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Молдове;
- Подключение платформ к бюро кредитных историй предоставит возможность более эффективно оценивать потенциальных участников сделок и повысит надежность новой системы кредитных взаимоотношений;
- Адекватная законодательная база может существенно способствовать развитию экосистемы альтернативных инвестиционных инструментов.

“Закон об услугах коллективного финансирования” направлен на достижение *следующих целей*:

- Сокращение неформального сектора путем включения доходов из неофициальных источников в финансовый оборот;
- Содействие устойчивому развитию малых и средних предприятий (МСП) через улучшение правовой и экономической среды;
- Поддержка и повышение конкурентоспособности и эффективности МСП;
- Создание привлекательной инвестиционной среды для малого и среднего бизнеса;
- Развитие экономики за счет стимулирования развития предприятий, которые, в свою очередь, привлекают более высокие инвестиции, уплачивают большие налоги и создают новые рабочие места, способствуя повышению уровня жизни населения;
- Регулирование отношений в области долевого финансирования;
- Введение специальных норм и санкций, применяемых к данным видам отношений согласно специальному законодательству.

Следует отметить проработанный характер закона, однако, основываясь на международной практике использования инструментов рынка альтернативных

инвестиций, автор предлагает рассмотреть некоторые *изменения*, которые могут способствовать развитию рынка в долгосрочной перспективе:

- Стандартизация систем due diligence и скоринга кредиторов с целью снижения уровня информационной асимметрии;
- Введение минимальных стандартов информационной безопасности для платформ с целью обеспечения надежности данных и защиты от угроз;
- Разрешение использования дополнительных моделей инвестирования, включая балансовые и неинвестиционные;
- Создание гарантийных или резервных фондов с целью снижения рисков при возникновении дефолтов;
- Поддержка социально значимых проектов путем совместного инвестирования с местными органами власти;
- Использование налоговых стимулов для развития рынка, в частности, снижение ставки налога на выплачиваемые проценты;
- Контроль за процентными ставками для обеспечения стабильности и прозрачности финансовых операций.

Совершенствование законодательной базы, как одного из основополагающих факторов функционирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов, играет значительную роль в его развитии, формируя более стабильную и прозрачную среду для инвесторов и кредиторов. Развитие регуляторных рамок повышает доверие к рынку и снижает риски, что способствует росту объемов кредитования. Кредитование, в свою очередь, играет ключевую роль в экономическом развитии, поскольку стимулирует инвестиции, потребление и общую экономическую активность. Многие экономисты показали, что развитие финансирования и экономический рост положительно коррелируют.

J. Schumpeter [160] оценивал роль финансов в процессе экономического развития как существенную и отмечал, что основная функция кредита состоит в том, чтобы дать возможность предпринимателю изымать у производителей товары в которых он нуждается, осуществляя спрос на них, и тем самым заставлять экономическую систему двигаться в новые русла. D. Armeanu et al. [25] протестировали влияние кредитной экспансии на устойчивый экономический рост. Они видят больший эффект от кредитов юридическим, а не физическим лицам. Значимость кредитов для юридических лиц

действует в течение более длительного периода, поскольку их инвестиции приводят к дальнейшему росту. G. Zeneli и D. Kasorri [189] в недавней работе, анализируя влияние кредитования на экономический рост, показали положительную корреляцию между кредитованием частного сектора и экономическим ростом, а также инвестициями в страну.

Можно выделить следующие аспекты влияния кредитования на экономическое развитие:

- *Кредитование малых и средних предприятий* способно стимулировать инвестиции в производственную деятельность, расширение операций, приобретение оборудования, что поддерживает экономический рост, повышает производительность, приводит к созданию рабочих мест и генерации дополнительных доходов. Инвестиции в инфраструктуру, такие как транспорт, энергетика, водоснабжение и телекоммуникации, улучшают эффективность экономики, снижают транзакционные издержки и создают благоприятную бизнес-среду, способствуя устойчивому росту экономики.
- *Потребительское кредитование* позволяет физическим лицам получать доступ к кредиту для покупки товаров и услуг, таких как жилье, автомобили, образование и товары длительного пользования, что в свою очередь приводит к увеличению производства и возможностей трудоустройства.
- Кредитование оказывает *мультипликативный эффект* на экономическую активность, поскольку кредитные средства стимулируют циркуляцию денег в экономике, что приводит к генерации дополнительных доходов для предприятий и физических лиц, которые они затем реинвестируют либо используют на текущие расходы, увеличивая общий объем экономической активности. Таким образом, механизм кредитования усиливает первоначальное воздействие на экономическое развитие, обеспечивая дополнительные стимулы для роста.

Далее рассмотрим и количественно определим ***влияние кредитования посредством альтернативных инвестиционных инструментов на экономический рост***. Принимая во внимание разнообразные потенциальные мультипликативные эффекты, связанные с финансированием через рынок альтернативных инвестиционных инструментов и ограниченным объемом информации о Республике Молдова, автором был проведен тщательный анализ отчетов специализированных некоммерческих организаций. Дополнительно были рассмотрены анализы нормативного воздействия, которые могут произойти в результате введения новых законодательных актов в Республике Молдова.

Выявленные мультипликаторы определены и рассчитаны с учётом финансирования малых и средних предприятий или стартапов, что является ключевым аспектом для релевантности их оценки в рамках рынка альтернативных инвестиционных инструментов.

Авторы “Закона об услугах коллективного финансирования” [16] предусматривают следующие конкретные цели для оценки эффективности, достижение которых прогнозируется в течение 3 лет с момента вступления Закона в силу:

- будет осуществлен запуск не менее 2 финансовых краудфандинговых площадок;
- годовой объем финансового долевого финансирования для бизнеса достигнет 100 млн леев;
- ежегодно будут профинансированы не менее 50 краудфандинговых проектов для бизнеса;
- исходя из оценки объема краудфандинга в 100 млн леев в год предполагаются следующие мультипликаторы: 1,42 для инвестиций и 0,563 для доходов бюджета.

Анализ нормативного воздействия Программы «СТАРТ для МОЛОДЕЖИ: устойчивый бизнес в родной стране» показал, что объём одобренных грантов составляет 24,59 миллиона леев, что способствует инвестициям в экономику на сумму около 45 миллионов леев. Таким образом, наблюдается экономический мультипликативный эффект инвестиций в размере 1 лей, выделенный в форме гранта, привлекает около 1,83 лея инвестиций в экономику [10].

Эксперты Института развития и социальных инициатив "Viitorul" отметили, что в рамках различных программ гарантирования для поддержки малых и средних предприятий каждый лей, выделенный в виде финансовой гарантии, позволил предоставить кредиты на сумму 2,82 лея и поддержать инвестиционные проекты на сумму 4,69 лея. Таким образом, величина мультипликатора инвестиций через кредит составляет 1,66 [124].

Члены Экономического Совета при премьер-министре Республики Молдова отмечают, что увеличение государственных гарантий, управляемых ОДА, до 1 миллиарда леев через Фонд гарантирования для МСП, позволяет увеличить портфель банковских кредитов на 2,65 миллиарда леев, что в свою очередь приведет к увеличению доходов от НДС, обязательных страховых взносов и взносов на социальное страхование на 1,48 миллиарда леев [3].

Эксперты независимого аналитического центра “Expert-Grup” показывают, что инвестиционный мультипликатор, то есть соотношение между ростом ВВП и ростом первоначальных инвестиций для Республики Молдова, составляет 1,15. Другими словами, вложение 1,00 лея генерирует общее увеличение дохода на 1,15 лея. В то же время, согласно расчетам МВФ, мультипликатор ВВП через инвестиции составляет около 1,5 для развитых стран и около 1,6 для развивающихся стран [118].

**Таблица 3.1. Мультипликаторы рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Источник	Мультипликатор		
	инвестиций через кредит	налоговых поступлений через кредит	ВВП через инвестиции
Закон об услугах коллективного финансирования	1,42	0,563	-
Программа «СТАРТ для МОЛОДЕЖИ»	1,83	-	-
Независимый аналитический центр “Expert-Grup”	-	-	1,15
Институт развития и социальных инициатив "Viitorul"	1.66	-	-
Экономический Совета при премьер-министре Республики Молдова	-	0.528	-
<b>Среднее значение</b>	<b>1,64</b>	<b>0,55</b>	<b>1,15</b>

*Источник:* Разработано автором на основании [16, 10, 118, 124, [3].

Исходя из данных отображенных в Таблица 3.1. Мультипликаторы рынка альтернативных инвестиционных инструментов, можно сделать вывод, что каждая финансовая единица, привлеченная на рынок альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова, может привлечь 1,64 единиц инвестиций, что в свою очередь, способствует увеличению ВВП на 1,88 единиц и увеличению доходов бюджета на 0,55 единиц.

Принимая во внимание прогнозируемый авторами "Закона об услугах коллективного финансирования" объем операций на рынке альтернативных инвестиционных инструментов в размере 100 млн леев в течение трех лет с момента вступления его в силу, положительный экономический эффект можно оценить следующим образом:

- Привлечение дополнительных инвестиций на 164 млн леев;
- Увеличение доходов бюджета на 55 млн леев;
- Рост ВВП на 188 млн леев.

Полученные результаты подтверждают теоретические положения о том, что альтернативные инвестиционные инструменты обладают потенциалом стимулировать экономический рост и обеспечить устойчивое развитие страны. Следовательно, необходимо перейти к поиску детерминант рынка и разработке эконометрической модели их влияния на рынок альтернативных инвестиций. Результаты моделирования послужат основой для формулирования рекомендаций по развитию и совершенствованию законодательной базы с целью обеспечения эффективного функционирования рынка альтернативных инвестиций.

### **3.2. Выбор и обоснование переменных, разработка и анализ модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Процесс анализа факторов и определение того, в какой степени каждый из них влияет на динамику рынка альтернативного инвестирования, предполагает ряд ключевых этапов, начиная с выбора и обоснования переменных. Этот этап является основой для последующей разработки модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов. В данном контексте, в академической среде часто применяются регрессионные модели, где количество краудфандинговых платформ или объем рынка альтернативных инвестиционных инструментов используются как метрики для оценки уровня развития сектора на национальном уровне.

Для выбора детерминант развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов был проведен анализ различных научных исследований, которые чаще всего фокусируются на традиционных элементах, таких как законодательная база, качество государственной администрации, текущая ситуация на финансовых рынках и макроэкономическая обстановка. Академические круги критикуют такой ограниченный взгляд, поскольку как формальные, так и неформальные институциональные факторы имеют существенное влияние на экономическую активность [144, 132]. В результате анализа, проведенного различными исследователями, выявлено множество потенциально важных переменных, которые могут быть разделены на следующие группы: регуляторные, когнитивные, социальные и связанные с инфраструктурой факторы (технологии и предпринимательство, а также рынки капитала).

Таким образом, можно предложить разделение **переменных, оказывающих влияние на рынок альтернативных инвестиционных инструментов, на следующие группы:**

## 1. Регуляторные переменные учитывают жесткость и эффективность местного регулирования.

Правовые институты играют важную роль в управлении финансовыми рынками. Хотя D. North [131] изначально подчеркивал, что обеспечение надежных имущественных и договорных прав препятствует инвестициям, более поздние исследования показали, что правовые институты имеют важное значение в развитии финансовых рынков и предпринимательской деятельности. Более строгие правовые нормы не позволяют фандрайзерам намеренно вводить инвесторов в заблуждение, тем самым повышая веру в то, что краудфандинговые кампании проводятся добросовестно. R. La Porta et al. [109] указали, что страны с правовыми системами, которые защищают права инвесторов, обеспечивают соблюдение прав частной собственности и поддерживают частные договорные соглашения, имеют более процветающие финансовые рынки. В исследовании Y. Li и S. Zahra [113] правовые институты (агрегированные по эффективности управления, верховенству закона, политической стабильности, качеству регуляторной политики) положительно связаны с объемом венчурного капитала в стране. Другой недавний отчет обнаружил положительную связь между воспринимаемой владельцами платформ адекватностью регулирования и объемом краудфандинга в стране [164]. L. Grilli et al. [80] проанализировали как формальные (эффективность государственного управления, верховенство закона и борьба с коррупцией) и неформальные институты (налогово-бюджетная политика, трудовое законодательство, положения о защите инвесторов) влияют на деятельность венчурного капитала. Они обнаружили, что венчурная деятельность имеет негативную корреляцию с высоким уровнем налогов и в то же время подвержена умеренному влиянию норм правовой защиты и вообще не затронута различными режимами трудового законодательства. Подтверждена высокая степень влияния формальных институтов на уровень развития венчурного финансирования. Как новый канал предпринимательского финансирования, альтернативные инвестиционные инструменты имеют некоторое сходство с венчурным капиталом. В данной связи предполагается, что правовые институты также окажут влияние на развитие нового рынка.

Влияние правовых институтов на финансовые рынки зависит не только от того, в какой степени законы защищают права инвесторов, но и от степени соблюдения данных законов [107], так как правовые институты должны защищать выгоды инвесторов, тем самым влияя на их намерения по финансированию. Регулирование рынка финансового

краудфандинга позволяет также защитить инвесторов, устанавливая требования к минимальному доходу или чистым активам для выхода на рынок [90].

В работах N. Bloom et al. [40] и U. Bhattacharya et al. [38] показано, что регуляторная неопределенность оказывает влияние на инвестиции, в частности, фирмы проявляют осторожность перед лицом неопределенности и сдерживают инвестиции. Другие исследования также показывают, что адекватные законодательные нормы положительно влияют на финансовые инновации и инвестиции.

В отчете Всемирного Банка “Crowdfunding Potential for the Developing World” («Потенциал краудфандинга для развивающихся стран») [2] для моделирования регулирующих факторов использовались следующие переменные: стоимость открытия бизнеса и индекс степени защиты инвесторов. Анализ регрессионной модели показывает, что страны с жестко регулируемой экономикой и чрезмерно обременительными барьерами для входа на рынок с меньшей вероятностью получают выгоду от краудфандинговых инвестиций. Краудфандинговые платформы с большей вероятностью появятся в странах с низкими затратами на вход на рынок и адекватной защитой инвесторов.

P. Rau [152] в своей работе “Law, Trust, and the Development of Crowdfunding” (“Закон, доверие и развитие краудфандинга”) эмпирически демонстрирует, что степень развития правовых институтов положительно влияет на объем финансирования посредством краудфандинга. Исследователь выявляет положительную корреляцию между долей рынка альтернативных инвестиционных инструментов на душу населения и уровнем юридического регулирования, а также индексом верховенства закона. Последний показывает, насколько эффективна юридическая система страны и насколько ей доверяют экономические участники. Эти показатели влияют на активность краудфандинговых платформ и являются статистически значимыми.

Влияние законодательного регулирования на краудфандинг может быть разным: с одной стороны, защита инвесторов побуждает их инвестировать в финансовый краудфандинг, с другой стороны, чрезмерно строгое регулирование уменьшает количество квалифицированных инвесторов и вредит мотивации фандрайзеров. Из чего можно заключить, что регуляторам необходимо найти баланс между продвижением рынка краудфандинга и защитой интересов инвесторов. Правильное юридическое регулирование играет ключевую роль в стимулировании альтернативных инвестиций, особенно в странах, где стремятся улучшить доступ к финансированию, несмотря на возможное

сопротивление со стороны традиционного банковского сектора. Отсутствие целенаправленного регулирования может ограничить возможности для различных моделей финансирования и участников рынка. Специальные правила могут как поддержать, так и сдерживать развитие данной отрасли. Например, в Китае строгое регулирование было введено для борьбы с рисками в сфере P2P-кредитования, в то время как, например, в Великобритании, США и Мексике налоговые льготы стимулируют использование таких платформ для поддержки малого и среднего бизнеса и упрощение доступа к финансированию [190, 179].

## **2. Социальный капитал.**

Второе направление в научной литературе широко обсуждает социальный капитал, как тип неформального института и его связь с краудфандингом. F. Fukuyama [72] отмечает, что «социальный капитал — это определенный потенциал общества или его части, возникающий как результат наличия доверия между его членами».

Исследования в области предпринимательской деятельности показали, что социальный капитал играет более важную роль, когда правовые институты менее развиты. Например, в странах с развивающейся экономикой венчурные капиталисты полагаются на социальные отношения и свои социальные связи для проверки потенциальных инвестиционных возможностей и мониторинга объектов инвестиций [20]. Кроме того, влияние доверия начинает играть менее важную роль, когда правовая система более эффективна [83]. Сравнительное исследование показало, что влияние социального капитала на успех кампании в Китае выше, чем в Соединенных Штатах [195]. Следовательно, на развивающихся рынках инвесторы полагаются на социальные санкции для защиты своего капитала, а роль правовых институтов может быть заменена социальным капиталом.

Специалисты в области экономической науки констатируют, что высокий уровень общественного доверия, взаимодействующий с другими аспектами социального капитала, действует как катализатор для экономических инициатив, снижая вероятность манипулятивных и недобросовестных действий в экономической сфере [84] и способствуют интенсификации взаимодействия между экономическими агентами на основе взаимного доверия и социальной кооперации [108]. N. Kshetri [106] утверждает, что доверие к незнакомцам увеличивает склонность инвесторов участвовать в финансировании посредством краудфандинга.

В области бизнеса и экономики, особенно в отношении финансов, социальный капитал обсуждается главным образом на микро- и макроуровнях.

На микроуровне исследователи J. Nahapiet & S. Ghoshal [129] разделяют социальный капитал на три следующих основных измерения: *структурное, реляционное и когнитивное*.

Структурное измерение анализирует наличие и характер социальных связей между различными участниками. Реляционное измерение отражает виды личных отношений и чувства в рамках существующих связей (доверие, нормы, обязательства, идентичность, взаимность, приверженность, общение), а когнитивное - разделяемые участниками репрезентации, интерпретации, системы значений и кодов, а также язык, культура, ценности.

#### ***Структурный социальный капитал.***

Данные из различных исследований подчеркивают многогранный вклад социальных сетей в развитие предпринимательских проектов. Например, по результатам анализа D. Leyden et al. [112] показано, что социальные платформы служат средством для уменьшения информационной неопределенности в предпринимательской сфере, что может быть особенно полезно для стартапов и новых бизнес-инициатив, которые часто сталкиваются с большим количеством переменных.

A. Lukkarinen et al. [116] в исследовании структурного социального капитала в финансовом краудфандинге показали, что предприниматели могут использовать свои частные социальные сети (то есть семью и друзей) для сбора денег. Размер социальных сетей предпринимателей воспринимается как показатель, отражающий качество проекта и тем самым привлекает инвесторов для поддержки кампании [176]. Такие сети инвесторов могут спровоцировать толпу, что увеличивает шансы на успех кампании [114]. Исходя из этих данных, исследователи часто измеряют объем социальной сети предпринимателя, ориентируясь на количество друзей в этих сетях. В данном контексте, некоторые ученые выявили положительную корреляцию между размером социальной сети и успешностью сбора финансовых средств в неинвестиционных моделях на основе пожертвований [157] и вознаграждений [82, 126, 195], долговых моделях [71] и на моделях акционерного капитала [176]. Более ранние работы также показали, что предприниматели полагаются на свои социальные сети для получения доступа к венчурному капиталу.[32] В свою очередь, J. Bercovitz и M. Feldman [35] отмечают, что социальные сети стимулируют развитие предпринимательской деятельности, расширяя коллективное сотрудничество и

инновационную активность, что важно для проникновения новых идей на рынок и ускорения процессов внедрения технологий.

Наконец, S. Shane и D. Cable [163] указывают на то, что информационная асимметрия между инвесторами и предпринимателями может быть значительно снижена за счет активного использования социальных сетей и создает более прозрачный и эффективный механизм для привлечения инвестиций.

#### ***Реляционный социальный капитал.***

В контексте фандрайзинга, структурный социальный капитал описывает объем сети контактов, до которых может дотянуться организатор сбора средств, а реляционный социальный капитал указывает на вероятность успешного привлечения инвестиций из данной сети. H. Zheng et al. [195] не только ввели термин "реляционный социальный капитал" в академический дискурс краудфандинга, но и стали инициаторами широкомасштабного исследования, которое затрагивает различные аспекты данного концепта. Их вклад способствовал более глубокому пониманию того, как социальные отношения могут влиять на успех краудфандинговых проектов, открывая путь для дальнейших исследований.

A. Guidici et al. [81] количественно определил реляционный социальный капитал по количеству некоммерческих организаций, явке избирателей и удовлетворенности отношениями с друзьями. Они обнаружили, что социальный капитал на микроуровне влияет на эффективность краудфандинговых кампаний, основанных на вознаграждении, усиливая влияние на взносы инвесторов.

Доверие инвесторов к сборщикам средств играет важную роль в принятии решений, ведь инвесторы рискуют потерять свои деньги, а доверие должно уменьшить моральный риск и снизить транзакционные издержки. Социальная система, которая в значительной степени опирается на социальные связи, позволяет сократить время и ресурсы необходимые для сбора информации о кредиторах [69]. K. Macmillan et al. [119] обнаружили, что доверие является ключом к влиянию на намерение спонсоров инвестировать. Эмпирические исследования также показали, что доверие к платформам положительно связано с доверием к сбору средств [194]. H. Yum et al. [188] обосновали, что наличие предыдущих успешных кампаний также положительно связано с надежностью фандрайзеров. L. Bottazzi et al. [43] указали в своей работе, что доверие не только является ключевым фактором в краудфандинге, но и существенно влияет на решения венчурных инвесторов. Опросы о доверии к незнакомцам (например, World

Values Survey) в свою очередь измеряют уровень доверия, основанного на честности. Другие показатели доверия включают поручительство третьей стороной [79, 56] и раскрытие личной информации [75], для чего платформы должны проводить процедуру due diligence для кредиторов. Краудфандинговые платформы служат катализаторами для укрепления доверительных отношений между предпринимателями и инвесторами: спонсоры имеют большую мотивацию финансово поддерживать те проекты, руководители которых вызывают у них доверие, как отмечено в исследовании E. Gerber и J. Hui [76]. Таким образом множество источников научной литературы показали, что доверие инвесторов к сборщикам средств побуждает их инвестировать в проекты.

#### ***Когнитивный социальный капитал.***

Когнитивный социальный капитал, включающий в себя общие культурные ценности и язык, влияет на краудфандинговые кампании различными способами. Культурная основа краудфандингового сообщества, исследованная в работе V. Buttice et al. [49] обеспечивает консолидацию участников вокруг общих целей и ценностей, что позволяет не только привлекать большее число инвесторов, но и увеличивать вероятность успешного завершения кампаний. Исследование M. Josefy et al. [99] дополняет предыдущую работу, указывая на то, как когнитивный социальный капитал функционирует как каталитический элемент, обеспечивающий консолидацию и активизацию краудфандинговых сообществ вокруг общих целей и культурных ориентиров.

Воздействие когнитивного социального капитала на эффективность проекта подтверждено в работе C. Chiu et al. [57]. За счет совпадения в общих убеждениях и культурных ориентациях, члены группы действуют более скоординированно и эффективно, что, в свою очередь, увеличивает шансы успешного финансирования проекта.

В отчете Всемирного Банка “Crowdfunding Potential for the Developing World” («Потенциал краудфандинга для развивающихся стран») [2] анализируется влияние образования на объём финансирования для чего, в регрессионной модели использовались в качестве факторов доля рабочей силы со средним или высшим образованием соответственно. В результате обнаружена небольшая положительная корреляция между образовательными переменными и количеством платформ, что предполагает, что в обществе с более образованным населением с большей вероятностью будут использоваться краудфандинговые платформы.

Интересным аспектом является тот факт, что по результатам исследования D. Karlan [101] общая культурная основа между кредиторами и заемщиками способствует снижению риска дефолта в случае группового кредитования.

**На макроуровне** социальный капитал рассматривается как тип гибкого территориального капитала, который способствует региональному развитию [92, 181]. Взаимодействие различных типов социальных отношений приводит к их тесным комбинациям, которые зависят от географической близости и тем самым закладывают основу регионального социального капитала.[121] Н. Westlund и R. Bolton [181] определили региональный социальный капитал как «пространственно определенные нормы, ценности, знания, предпочтения и другие социальные атрибуты или качества, которые отражаются в человеческих отношениях». В региональных исследованиях социальный капитал функционирует как «клей» и «смазка», поддерживая сотрудничество и облегчая взаимодействие и потоки внутри организаций [121]. Социальный капитал оказывает положительное влияние на макроэкономический рост [105], региональные инновации и предпринимательство [21, 68]. Региональный социальный капитал также влияет на развитие финансовых рынков. Исследования показывают, что социальный капитал способствует развитию фондовых рынков в Италии [83]. Межстрановое исследование продемонстрировало положительную взаимосвязь между социальным капиталом и как финансовой глубиной, так и эффективностью [51].

В работе W. Cai et al. [50] разработана модель анализа влияния различных аспектов социального капитала в течение трех фаз привлечения средств. Авторы пришли к выводу, что большинство аспектов социального капитала положительно связаны с эффективностью краудфандинга, в то время как только несколько других эмпирических исследований показали, что социальный капитал не влияет на размер рынка альтернативных инвестиционных инструментов [162].

В отчете Всемирного Банка “Crowdfunding Potential for the Developing World” («Потенциал краудфандинга для развивающихся стран») [2] данные проведенного анализа показывают умеренно отрицательную корреляцию между сохранением репутации, избеганием неопределенности, коллективизмом и количеством краудфандинговых платформ, возможно, потому что все факторы связаны с неприятием риска. Подобная динамика наблюдается в культурах с высокой степенью внутригруппового коллективизма или избегания неопределенности. И наоборот, краудфандинговые экосистемы могут процветать в среде, в которой люди не боятся потерять репутацию или получить

негативную реакцию общества против принятия риска. Между ориентацией общества на результат и количеством краудфандинговых платформ существует положительная корреляция, то есть чем больше общество делает упор на производительность, тем больше вероятность того, что оно поддержит запуск краудфандинговых платформ.

P. Rau [152] эмпирически демонстрирует положительное влияние социальных переменных (уровень общего доверия, финансовое положение домохозяйства и уровень поиска приключений) на объем рынка альтернативного инвестирования. Таким образом можно утверждать, что социальный капитал на макроуровне может оказать положительное влияние на развитие рынков альтернативных инвестиционных инструментов.

### **3. Переменные, связанные с информационными технологиями и инфраструктурой доступа в интернет.**

Появление альтернативных инвестиционных платформ стало возможным не только благодаря финансовым инновациям, но и технологическим прорывам в сфере информационных и коммуникационных технологий. Применение альтернативных способов финансирования включает в себя интернет-операции через пиринговые платформы, которые создают возможности для непосредственного финансового взаимодействия между инвесторами и получателями кредитов. Этот процесс минует не только традиционные банковские учреждения, но и другие финансовые институты, работающие в качестве посредников. Очевидно, для того чтобы воспользоваться такими альтернативными механизмами, необходимы определенные технические ресурсы, включая стабильный интернет-доступ и базовые навыки работы с компьютером. Следовательно, логично утверждать, что развитие информационных и коммуникационных технологий в стране становится ключевым фактором, определяющим количество возможных пользователей альтернативных инвестиционных инструментов. Чем более развита инфраструктура, тем больше людей имеют доступ к интернету и, следовательно, возможность стать участниками таких альтернативных инвестиционных систем.

В своей работе P. Rau [152] использует в качестве прокси показателя доступа к финтех-услугам количество мобильных телефонов (на 100 человек) в стране. Другие переменные, указывающие на общий доступ к финансовой системе (например, количество отделений банка или количество банкоматов в стране) или доступ к Интернету в частности (доля лиц, пользующихся Интернетом), коррелируют с количеством подписок на мобильные телефоны.

В анализе экономистов Всемирного Банка [2] показали, что проникновение социальных сетей гораздо сильнее коррелирует с краудфандинговыми платформами, нежели чем с общим доступом к интернету. Этот вывод согласуется с высшей степени социальным характером краудфандинга. Данные убедительно свидетельствуют о том, что то, как используется интернет, гораздо важнее, чем просто наличие доступа.

#### **4. Переменные, характеризующие состояние экономики.**

При изучении макроэкономической картины, необходимо внимательно рассмотреть такие факторы, как инвестиционная привлекательность и условия для коммерческой активности, что особенно важно для малых и средних предприятий, которые часто являются активными участниками в системах краудфандинга и пирингового кредитования. Однако проблемой, которая требует решения, является сложный доступ к финансовым услугам для различных слоёв населения. Возраст, место проживания, доходы, стабильность трудоустройства и кредитная история – все это влияет на возможность получения финансовых ресурсов. Наряду со снижением реальной заработной платы из-за продолжающегося кризиса роста стоимости жизни, возникают опасения по поводу качества работы и изменения ожиданий работников, что выделяет данные тенденции в качестве важных глобальных проблем и подчеркивает сложную взаимосвязь между технологиями, экономикой и обществом [143]. Люди с низкими доходами и недостаточной кредитной историей часто сталкиваются с высокими ставками или даже полным отсутствием кредитных предложений. В ситуации, когда банковские кредиты недоступны, возрастает интерес к альтернативным методам инвестирования.

P. Gompers и J. Lerner [77], Y. Ning et al. [130] отмечают, что рост ВВП положительно коррелирует с активностью венчурного капитала. Ученые Кембриджского университета в своем докладе о развитии рынка альтернативных инвестиций в Азиатско-Тихоокеанском регионе отмечают, что существует сильная корреляция между ВВП на душу населения и объемом рынка альтернативных онлайн-финансов. В целом, как представляется, по мере роста ВВП страны на душу населения также увеличивается объем альтернативного инвестирования на душу населения, что, возможно, отражает рост как потребностей в финансировании, так и более высокий располагаемый доход на душу населения, который может быть использован в целях финансирования посредством рынка альтернативных инвестиционных инструментов [191].

Было задокументировано, что предпринимательская деятельность вносит вклад в реальный экономический рост [27]. Новые бизнес-инициативы часто считаются

ключевыми факторами для поддержания как текущей экономической эффективности, так и долгосрочного экономического роста, идея подтверждена в научных трудах J. Schumpeter [159] и I. Kirzner [103]. Они не только оптимизируют распределение ресурсов, но и являются источниками инноваций, которые могут радикально изменить рынок.

S. Leonov et al. [111] также подтверждают, что основные экономические метрики, включая объем производства, рост цен и общая сумма отложенных средств, обычно влияют на состояние и движение капиталов на рынке ценных бумаг.

Эксперты Всемирного Банка [2] обнаружили положительную корреляцию между запуском платформ краудфандинга, объемом капитала, инвестируемого напрямую в страну иностранными организациями, и объемом внутреннего кредитования.

В качестве показателей эффективности финансовой системы P. Rau [152] использует уровень экономической ренты, полученной банковским сектором, соотношение затрат и доходов банка, долю просроченных кредитов, а также концентрацию банковского сектора. Высокая экономическая рента в банковском секторе способствует привлечению большего объема финансирования посредством краудфандинга, но традиционные игроки также будут заинтересованы в лоббировании с целью не допустить новых участников.

С другой же стороны существует и отрицательная зависимость: высокая инфляция, неблагоприятный инвестиционный климат, сокращение сбережений населения и другие факторы макроэкономического характера могут подавлять рост и стабильность не только в сфере традиционного банкинга, но и в области альтернативных инвестиционных инструментов.

Положительный экономический эффект от развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, а также проведенный анализ специализированной научной литературы, подтверждают гипотезу возможного решения проблемы исследования: одним из важных факторов для поддержания устойчивого экономического роста в Республике Молдова может стать развитие альтернативных инвестиционных инструментов, посредством влияющих на них социальных, регулятивных, экономических и технологических детерминант.

Результаты исследования демонстрируют необходимость перехода к следующему шагу, а именно к операционализации научной гипотезы возможного решения проблемы исследования, которая может быть проведена с использованием эконометрических техник для количественной оценки роли различных факторов. Данный подход предоставляет базу

для комплексного изучения меж переменных связей, а также для их формализации в виде функциональных отношений. Таким образом, мы переходим к **разработке и анализу модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов.**

Все идентифицированные факторы обладают многоаспектным характером, и для их адекватной оценки в контексте эволюции сектора альтернативного инвестирования рекомендуется применять синтетические, агрегированные метрики. В данной связи предлагается использование индексных методов и универсальных показателей для качественной характеристики состояния экономических, финансовых, регулятивных, технологических и инновационных аспектов, что также способствует глобальной сопоставимости исследовательских данных. Данный методологический подход обеспечивает высокую степень точности в отражении взаимосвязей между факторами и результативными переменными на стадии международного сравнительного анализа.

В таблице Приложения 4 показаны отобранные для последующего анализа индексы и показатели:

Зависимая переменная “Доля объёма рынка альтернативных инвестиционных инструментов на душу населения” ( $AFM_{cap}$ ), представляет собой отношение объёма рынка альтернативных инвестиционных инструментов к объёму населения в каждой конкретной стране. Информация о размере рынка была получена из отчетов Кембриджского центра альтернативных финансов, который начиная с 2015 года активно отслеживает и анализирует динамику индустрии альтернативных инвестиций на мировом уровне. Данные представлены в виде серии региональных отчетов, охватывающих деятельность по альтернативному онлайн-инвестированию в более чем 185 странах. В рамках исследования было вовлечено до 1227 фирм, предоставивших до 2322 уникальных наблюдений по всему миру. Проведенные исследования представляют собой самый большой набор данных, собранных и проанализированных для сравнительного онлайн-исследования альтернативной инвестиционной отрасли. Кроме того, данные из отчетов были использованы в различных научных статьях как международных [66], так и местных [94], что подтверждает их надежность и качество.

Индекс экономической свободы (**IEF**) — ежегодный рейтинг, созданный в 1995 году Heritage Foundation и The Wall Street Journal для измерения степени экономической свободы в странах мира. Экономическая свобода – это фундаментальное право каждого человека распоряжаться своим трудом и имуществом. В экономически свободном обществе люди могут свободно работать, производить, потреблять и инвестировать так,

как им заблагорассудится, а правительства позволяют рабочей силе, капиталу и товарам свободно перемещаться и воздерживаются от принуждения или ограничения свободы сверх той степени, которая необходима для защиты и поддержания самой свободы [8]. Данный индекс часто используется в качестве прокси-показателя уровня экономической свободы в различных исследованиях в рамках эконометрического анализа [45, 166].

Индекс регулятивных ограничений прямых иностранных инвестиций (**REG**) измеряет законодательные ограничения на прямые иностранные инвестиции в 22 секторах экономики в 69 странах, включая все страны Большой двадцатки и Организации экономического сотрудничества и развития. Он играют важную роль в определении степени привлекательности страны для иностранных инвесторов, используется не только во множестве научных работ, но и для предоставления научно обоснованной поддержки процесса разработки государственных политик [100].

Индекс оценивает строгость правил, регулирующих прямые иностранные инвестиции, учитывая следующие четыре основных типа ограничений, применяемых к ним:

- Ограничения на иностранный капитал;
- Механизмы проверки или утверждения;
- Ограничения на прием иностранцев в качестве ключевого персонала;
- Эксплуатационные ограничения, например, ограничения на разветвление и репатриацию капитала или на владение землей [5].

Переменная социальный капитал (**SOCIAL**) является компонентой Индекса глобальной конкурентоспособности, разработанного Всемирным экономическим форумом. Данный индекс играет важную роль в оценке национальной эффективности, особенно в трех основных сферах, определяющих социальный капитал [161]:

- Социальная сплоченность и взаимодействие: уровень взаимосвязи и поддержки в обществе, степень принадлежности к сообществу, активность в социальных взаимодействиях и готовность оказывать поддержку;
- Сообщества и семейные связи: роль семейных и общественных структур в формировании социального капитала, изучение семейных ценностей, традиций и влияния сообществ на благополучие и развитие;
- Политическое участие и институциональное доверие: уровень политического участия граждан и доверия к институтам, открытость политического процесса, прозрачность деятельности государственных органов и доверие общества к ним.

Глобальный индекс инноваций (**GI**) — ежегодный рейтинг стран по их потенциалу и успехам в области инноваций, публикуемый Всемирной организацией интеллектуальной собственности. Он раскрывает наиболее инновационные экономики в мире, оценивает инновационные показатели примерно 132 экономик, анализируя более 80 показателей, включая показатели политической среды, образования, инфраструктуры и создания знаний в каждой экономике. Множество авторов используют Глобальный индекс инноваций в своих работах в различных целях: В. Jankowska et al. [97] для анализа эффективности национальных инновационных систем Польши и Болгарии; М. Al-Sudairi [23] изучают состояние сферы знаний в Саудовской Аравии с целью определения направлений развития; Е. Coutinho и М. Au-Yong-Oliveira [61] рассматривают факторы, влияющие на эффективность инноваций в Португалии и проводят сравнительный анализ между странами на основе Глобального инновационного индекса и Европейской шкалы инноваций.

Мировой рейтинг цифровой конкурентоспособности (**IMD**), выпускаемый Международным институтом управленческого развития, оценивает способность и готовность 63 стран к внедрению и исследованию цифровых технологий в качестве ключевого фактора экономических преобразований в бизнесе, правительстве и обществе в целом [7]. На основе собранной из различных источников информации, включая статистические отчеты и опросы руководителей бизнеса и государственных предприятий, данный рейтинг призван стать надежным руководством как для правительств, так и для компаний. Его цель - помочь определить наилучшие направления для внедрения цифровых технологий, обеспечивая точное распределение ресурсов и эффективное продвижение в области цифровой трансформации. В своем исследовании I. Mezinova et al. [122] демонстрируют, как финансовые факторы влияют на цифровое развитие государств, основываясь на данных рейтинга цифровой конкурентоспособности. R. Füreder et al. [73] сравнивают степень цифровой конкурентоспособности Австрии и Чехии и приходят к выводу, что Австрия опережает Чехию с точки зрения цифровизации по большинству показателей, тогда как Чехия превосходит Австрию лишь по нескольким.

Индекс финансового развития (**FD**), рассчитываемый Международным Валютным Фондом, представляет собой относительный рейтинг стран по степени развития финансовых институтов. Он показывает, насколько развиты финансовые учреждения и финансовые рынки с точки зрения их глубины (размера и ликвидности), доступа (возможности частных лиц и компаний получить доступ к финансовым услугам) и

эффективности (способности учреждений предоставлять финансовые услуги по низкой цене и с устойчивыми доходами, а также уровень активности рынков капитала). Индекс рассчитывается начиная с 1980 года с ежегодной периодичностью для более чем 180 стран [9].

Для проведения эконометрического анализа на основе указанных в Приложении 4 переменных, была использована панельная выборка, представленная в Приложении 5. Данная выборка включает 90 долгосрочных наблюдений за период 2018–2020 годов в 30 странах, которые характеризуются разнообразием условий на финансовом рынке, уровнем экономического развития, технологическими возможностями и степенью развития неформальных институтов.  $AFM_{cap}$  (AFM на душу населения) рассматривается как эндогенная переменная [140, с.86]. Статистические данные были гармонизированы, проведена проверка согласованности данных, и применены логарифмические преобразования для устранения нелинейности и гетероскедастичности. Используя статистическое программное обеспечение R, был выполнен множественный анализ линейной регрессии [138, с.145].

Анализ объясняющих переменных, которые считаются значимыми для результирующей переменной  $AFM_{cap}$ , был начат с анализа коэффициентов корреляции между переменными (Таблица 3.2). Обнаружена линейная зависимость  $AFM_{cap}$  от остальных переменных (столбец 1). В то же время наблюдается линейная корреляция между экзогенными переменными (коэффициенты ниже главной диагонали Таблица 3.2), которые предполагается включить в модель. Данное состояние приводит к мультиколлинеарности экзогенных факторов, в результате чего могут быть получены большие значения дисперсии коэффициентов регрессии и тем самым искажен процесс проверки статистической гипотезы. Вариации в исходных данных перестают быть независимыми и поэтому невозможно выделить влияние каждой независимой переменной в отдельности на зависимую переменную.

**Таблица 3.2. Матрица коэффициентов парной корреляции модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

	$AFM_{cap}$	IEF	FD	GII	IMD	REG	SOCIAL
$AFM_{cap}$	1.00	0.34	0.24	0.42	0.45	-0.15	0.27
IEF	0.34	1.00	0.34	0.59	0.68	-0.42	0.53
FD	0.24	0.34	1.00	0.73	0.65	-0.12	0.46

GII	0.42	0.59	0.73	1.00	0.91	-0.36	0.59
IMD	0.45	0.68	0.65	0.91	1.00	-0.31	0.67
REG	-0.15	-0.42	-0.12	-0.36	-0.31	1.00	-0.05
SOCIAL	0.27	0.53	0.46	0.59	0.67	-0.05	1.00

*Источник:* Разработано автором на основе анализа статистических данных, представленных в Приложении 5, с помощью программы EViews

Визуальный анализ матрицы позволяет установить, что высокий коэффициент корреляции между IMD и GII (0,91), GII и FD (0,73), SOCIAL и IMD (0,67) указывает на то, что данные переменные нецелесообразно совместно включать в регрессию. Однако для тестирования мультиколлинеарности использование только лишь коэффициента корреляции ограничено, поэтому также воспользуемся тестом VIF (факторы инфляции дисперсии) (Таблица 3.3). Коэффициент инфляции дисперсии является мерой для анализа величины мультиколлинеарности членов модели.

**Таблица 3.3. Проверка мультиколлинеарности детерминантов модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Переменная	Центрированный VIF
IEF	2.23
FD	2.28
GII	7.51
IMD	7.66
REG	1.43
SOCIAL	2.03

*Источник:* Разработано автором на основе анализа статистических данных, представленных в Приложении 5, с помощью программы EViews

VIF менее 5 указывает на низкую корреляцию между переменными. Значение от 5 до 10 указывает на умеренную корреляцию, тогда как значения VIF выше 10 указывают на высокую, неприемлемую корреляцию предикторов модели [96]. Наблюдается значения VIF-центрированного теста для факторов GII и IMD выше 5, а значит одновременное включение обоих факторов порождает проблемы мультиколлинеарности. Учитывая значимость анализируемых факторов, была протестирована другая комбинация факторов (Таблица 3.4.), позволившая устранить мультиколлинеарность.

**Таблица 3.4. Повторное тестирование мультиколлинеарности детерминантов модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов**

Переменная	Центрированный VIF
FD	2.07
SOCIAL	1.82
(IMD+GII)/2	3.66
(REG+IEF)/2	1.92

*Источник:* Разработано автором на основе анализа статистических данных, представленных в Приложении 5, с помощью программы EViews

Так как все VIF значения меньше 5, то можно сделать вывод, что построенная далее модель не содержит коллинеарных факторов и может быть использована для анализа и прогнозирования. Тем самым, поставленная задача выбора факторов в модель регрессии решена.

В процессе выбора моделей, которые могут охарактеризовать влияние переменных и их значимость на  $AFM_{CAP}$ , учитывались как экономическая теория, так и эмпирический анализ, лежащие в основе взаимосвязей между упомянутыми факторами. В результате была получена и утверждена следующая регрессия [140]:

#### Формула 1

$$\log(AFM_{CAP}) = \underset{(-4,38)^1}{-9,28} + \underset{(7,9)}{1,53}\log(FD) + \underset{(2,5)}{0,66}\log(SOCIAL) + \\ + \underset{(1,52)}{0,38}\log\left(\frac{IMD + GII}{2}\right) + \underset{(4,45)}{2,38}\log\left(\frac{REG + ECF}{2}\right) + \varepsilon \quad R^2 = 0,95$$

где  $\varepsilon$  = случайные ошибки

Результаты оценки регрессионной модели факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, представленные в Приложении 6, демонстрируют соответствие модели данным, что подтверждается высоким значением коэффициента детерминации и указывает на высокую степень связи. Модель обладает значительной статистической значимостью.

На основании полученной регрессии можно отметить положительное влияние экзогенных факторов на  $AFM_{CAP}$ , что подтверждает положения экономической теории. Причем логарифмическая форма позволяет определить процентное влияние каждого экзогенного фактора следующим образом [140]:

<sup>1</sup> t-критерий Стьюдента

a) Увеличение степени развития финансовых институтов, измеряемой по индексу финансового развития (FD), на один процент имеет существенное положительное воздействие на объемы альтернативного инвестирования на душу населения, увеличивая его на 1,53%, что указывает на прочную и значимую связь между развитием финансовой инфраструктуры и стимулированием деятельности альтернативного инвестирования в экономике. Более развитые финансовые институты способствуют легкости доступа к капиталу и финансовым услугам для предпринимателей и индивидуальных инвесторов. Данный результат также указывает на общее влияние экономического развития на объемы альтернативного инвестирования. Чем более развита страна в экономическом отношении, тем больше возможностей для развития и использования альтернативных инвестиционных инструментов.

b) Когда социальный капитал, измеряемый переменной SOCIAL, увеличивается на 1%, объем альтернативного инвестирования на душу населения, выраженный переменной AFM\_CAP, увеличивается на 0,66%. Это указывает на то, что уровень социального доверия оказывает влияние на объемы альтернативного инвестирования, хотя это воздействие не так сильно, как в случае финансового развития. Тем не менее, существование положительной взаимосвязи подтверждает важность социального капитала в качестве ключевого предиктора различий в уровнях активности альтернативного инвестиционного капитала в различных географических регионах. Уровень социального доверия и взаимодействия может способствовать развитию доверия к альтернативным инвестиционным институтам и повышению уровня участия в альтернативных инвестиционных операциях. Таким образом, улучшение социального капитала может стать важным фактором для стимулирования роста альтернативных инвестиционных рынков и их вклада в экономическое развитие.

c) Когда среднее значение переменных IMD и GI увеличивается на 1%, объем альтернативного инвестирования на душу населения, выраженный переменной AFM\_CAP, увеличивается на 0,38%. Это означает, что существует положительная и статистически значимая взаимосвязь между уровнем развития информационных технологий, измеряемым индексом глобальных инноваций (GI) и цифровой конкурентоспособностью (IMD), и объемами альтернативного инвестирования. Хотя данная взаимосвязь и является наименее выраженной по сравнению с другими факторами модели, ее положительная природа указывает на то, что развитие информационных технологий может стимулировать рост альтернативных инвестиционных рынков. Более конкретно, чем выше

уровень развития информационных технологий, тем больше возможностей для цифровизации и автоматизации финансовых процессов, что может способствовать расширению доступа к альтернативным инвестиционным услугам, повышению эффективности и прозрачности финансовых операций.

*d) Самым важным индикатором в данной модели является показатель увеличения AFM\_CAP на 2,38% при увеличении среднего значения переменных REG и IEF на 1%. Он указывает на то, что экономическая свобода и регулирование прямых иностранных инвестиций оказывают существенное влияние на объемы альтернативного инвестирования. Оценка эластичности этих индексов оказывается самой высокой среди всех других показателей модели, что подтверждает их значимость в контексте альтернативных инвестиционных рынков. Регуляторные факторы имеют решающее значение для активности на рынке альтернативных инвестиций, особенно в контексте спроса. Жесткие законодательные рамки могут выступать в качестве значительных препятствий для развития предпринимательства и, следовательно, для роста рынка альтернативных инвестиционных инструментов.*

Принимая во внимание результаты эконометрического моделирования и учитывая важность регуляторных рамок и степени экономической свободы для развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов, предлагаем разработать дальнейший конкретный план действий по улучшению механизмов формирования рынка в Республике Молдова.

### **3.3. План действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова в целях достижения экономического роста**

Для разработки механизма формирования альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова необходимо составить стратегию и план действий, учитывая текущий контекст и потребности рынка. На основе проведенного ранее SWOT-анализа текущего состояния рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Молдове нами предложена **стратегия** с определением следующих ключевых целей:

- *Увеличение доступа к финансированию для малого и среднего бизнеса путем использования платформ коллективного финансирования, а также предоставления*

поддержки и консультаций предпринимателям о доступных возможностях инвестирования и кредитования;

- *Повышение инвестиционной активности* в стране через разработку стимулов для инвесторов, таких как налоговые льготы или государственные программы инвестирования, с целью привлечения большего объема капитала на альтернативный инвестиционный рынок Молдовы;
- *Создание конкурентоспособной альтернативной инвестиционной инфраструктуры* включает в себя обеспечение высокого уровня законодательной, технологической защиты и безопасности данных и транзакций пользователей.

После определения целей следует перейти к **формулированию стратегии**, которая включает в себя:

- Разработку конкретных стратегических направлений, направленных на достижение поставленных целей;
- Выбор оптимальных подходов к реализации стратегии.

**Конкретные стратегические направления** для формирования рынка коллективного финансирования в Молдове могут быть сформулированы следующим образом:

1. Внедрение, стабилизация, улучшение законодательства и регулирования;
2. Информирование участников рынка;
3. Стимулирование инноваций и инвестиций. Создание государственной платформы коллективного финансирования;
4. Мониторинг и оценка внедрения “Закона об услугах коллективного финансирования” и развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов

#### ***1. Внедрение, стабилизация, улучшение законодательства и регулирования.***

Стабильное и предсказуемое законодательство способствует уверенности участников рынка и привлекает большее количество инвесторов. Государство должно работать над созданием и поддержанием правовой стабильности в сфере альтернативного инвестирования.

*Скорейшее внедрение и дальнейшая разработка* законодательно-нормативной базы позволит стимулировать развитие всех сегментов краудфинансов. Важно, чтобы регулирующие органы после вступления в силу “Закона об услугах коллективного

финансирования” обеспечили защиту инвесторов с учетом специфики новых инструментов, которые доступны с появлением интернета и социальных сетей.

Обеспечение надёжности и эффективности системы альтернативного инвестирования, особенно на раннем этапе становления, может быть обеспечено путём внедрения и стандартизации систем *due-diligence* и *скоринга кредиторов*, которые должны снизить уровень информационной асимметрии, что может повысить их доверие как к проекту, так и к сбору средств. Национальная комиссия по финансовому рынку может сыграть ключевую роль в данном процессе, устанавливая обязательные стандарты и регуляции для всех участников рынка:

- *Установление общих стандартов*: Национальная комиссия по финансовому рынку может разработать и внедрить общие стандарты и требования к процессам *due-diligence* и *скоринга*, которые должны соблюдаться всеми платформами альтернативного инвестирования, что поможет создать единый подход к оценке рисков и кредитоспособности заемщиков, повышая прозрачность и доверие на рынке;
- *Обучение и сертификация*: Национальная комиссия может также предоставлять обучение и сертификацию для специалистов, занимающихся процессами *due-diligence* и *скоринга*, что поможет обеспечить высокий уровень компетенции и профессионализма в данной области и повысить качество и надежность анализа и оценки заемщиков;
- *Мониторинг и регулярное обновление*: Национальная комиссия должна осуществлять мониторинг и регулярное обновление стандартов и требований к системам *due-diligence* и *скоринга* в соответствии с изменениями на рынке и развитием новых технологий, что позволит системе адаптироваться к изменяющимся условиям и поддерживать ее эффективность на высоком уровне.

НКФР может также разработать обязательные требования к объёму данных, предоставляемых заемщиками, а также определить основные принципы процесса *скоринга* для оценки их кредитоспособности, что позволит обеспечить единый и объективный подход к оценке заемщиков, снизить риски и повысить доверие участников рынка.

Кроме того, существует необходимость в разработке *механизмов координации с иностранными надзорными органами*, в особенности из Румынии ввиду того, что многие альтернативные инвестиционные платформы функционируют в различных юрисдикциях. Такое сотрудничество между органами финансового надзора позволит осуществлять

обмен общими данными о платформах и кредиторах с целью выявления случаев мошенничества и обеспечения защиты интересов участников финансового рынка, а также внедрять последние практики и законодательные изменения.

Следует разрешить платформам предоставлять ряд *дополнительных услуг для фандрайзеров* с целью достижения успеха краудфандинга, включая услуги по продвижению, бизнес-планированию, финансовому анализу, стратегическому руководству и консультационные услуги. Существуют как теоретические, так и эмпирические исследования показывающие, как данные услуги влияют на индивидуальный успех краудфандинга. Например, W. Wu et al. [183] построили теоретическую модель для изучения того, как качество и соответствующие услуги, предоставляемые платформами, влияют на результат их деятельности. Авторы пришли к выводу, что исключение некачественных проектов выгодно, если предпочтение инвесторов качеству проектов достаточно существенно. A. Rossi и S. Vismara [155] проверили взаимосвязь между сервисами предлагаемыми платформами и количеством успешных кампаний. Они обнаружили, что услуги, предоставляемые после получения финансирования, положительно влияют на количество успешных кампаний.

Важно также обеспечить *безопасность и непрерывное функционирование онлайн-платформ*, учитывая потенциальные риски мошенничества и возможные технические сбои в информационных системах. Приоритетное внимание кибербезопасности и защите данных на финансовых платформах снизит риски кибератак и мошенничества, что увеличит доверие участников рынка. Конкретные меры включают в себя обязательное определение законом применения минимального уровня технологий шифрования и защиты данных на финансовых платформах, а также регулярное резервное копирование данных, обновление программного обеспечения и аппаратной инфраструктуры для обеспечения высокого уровня защиты от кибератак.

Внедрение *балансовых моделей краудфандинга*, позволяющих платформам выступать в роли кредиторов и сохранять кредиты на своем балансе, имеет потенциал повысить уровень ответственности операторов за проведение сделок. Подобная модель схожа с типичной моделью организации небанковского кредитования, где платформа фактически выступает как кредитор, предоставляя финансовую поддержку проектам или заемщикам.

Введение *гарантированной модели коллективного кредитования* предполагает предоставление гарантий от операторов платформы кредиторам на возмещение денежных

средств или процентов. Гарантированная модель краудфандинга представляет значительный интерес для развития системы инвестиционного финансирования в Молдове. Введение гарантированной модели коллективного кредитования может быть реализовано через следующие механизмы:

- *Формирование резервного фонда:* Операторы платформы должны создать специальный резервный фонд, который будет использоваться для возмещения убытков инвесторам в случае невыполнения обязательств заемщиками. Данный фонд может пополняться 10% средств, получаемых от комиссий за предоставление услуг и других источников. Максимальная гарантированная сумма составляет 5000 леев на каждого инвестора.
- *Страхование:* Платформы могут заключать страховые контракты с финансовыми институтами для защиты инвесторов от потерь. При этом инвесторы должны быть предварительно информированы о возможности страхования и оценить стоимость данной услуги. В данном случае платформа может либо снизить процентную ставку для участников, согласившихся на страхование, либо включить стоимость страховки в общие расходы сделки. В случае дефолта заемщика страховая компания возмещает убытки инвесторам в соответствии с условиями полиса.

## **2. Информирование участников рынка.**

Внедрение образовательных программ и консультационной поддержки для предпринимателей МСП по использованию альтернативных инвестиционных решений является ключевым фактором в повышении понимания и привлечении большего числа компаний к данным инструментам. Кроме того, необходимо уделить внимание проведению информационных кампаний и организации образовательных мероприятий, направленных на повышение осведомленности как среди предпринимателей, так и среди общественности и потенциальных инвесторов о преимуществах и возможностях альтернативного инвестирования. Данные мероприятия помогут не только увеличить интерес к альтернативным инвестиционным инструментам, но и подготовить квалифицированных специалистов, способных эффективно использовать данные инструменты для развития бизнеса.

Примеры конкретных мер:

- *Организация бесплатных образовательных мероприятий* (курсов, семинаров, пресс-конференций, вебинаров) о возможностях и преимуществах коллективного

кредитования, с участием экспертов в области финансов и предпринимательства, направленных на повышение навыков и знаний предпринимателей и кредиторов физических лиц в области альтернативного инвестирования.

Например, организация семинара "Финансовые возможности для предпринимателей" при сотрудничестве со специалистами Национальной комиссии по финансовому рынку и Академии Экономических Наук Республики Молдова. На семинаре предпринимателям предоставляется информация о том, как использовать пиринговое кредитование для развития своего бизнеса. Эксперты делятся практическими советами и успешными примерами использования альтернативных инвестиционных инструментов. Участники также имеют возможность задавать вопросы и получать консультации по своим проектам, ознакомиться с законодательными нормами.

- Для формирования потенциальных инвестиционных возможностей необходимо *создание консультационных центров*, где предприниматели и инвесторы смогут получить информацию о преимуществах и возможностях альтернативного инвестирования. Эти центры могут представлять собой коворкинг-пространства, бизнес-инкубаторы и акселераторы, которые выполняют различные функции, включая финансово-экономические, консультационные, образовательные, юридические и организационные. Предоставление физического пространства, наставничества, возможностей для взаимного обучения и организация формализованных экспериментов для проверки соответствия продукта рынку могут значительно способствовать формированию культуры предпринимательства.
- *Государственные программы по развитию образования в области финансовых технологий и инновационного инвестирования* играют ключевую роль в снижении рисков на рынке альтернативного инвестирования. Одним из важных элементов таких программ является включение в образовательную программу высших учебных заведений курса по финансовым технологиям и инновационному инвестированию. Данный курс охватывает ключевые аспекты современных финансовых технологий, таких как блокчейн, цифровые платежи, роботизированные финансы и другие инновационные методы финансирования. Участники курса получают знания о том, как эти технологии влияют на финансовый рынок, создают новые возможности для инвестирования и предпринимательства. Участники приобретают практические навыки и инструменты для анализа и оценки инновационных проектов, а также для

принятия инвестиционных решений в условиях быстро меняющегося финансового рынка.

- *Создание веб-портал "Invest Smart"*, где предприниматели могут найти информацию о различных аспектах альтернативного инвестирования, включая примеры успешных кейсов и ресурсы для дополнительного обучения.

### ***3. Стимулирование инноваций и инвестиций. Создание государственной платформы коллективного финансирования.***

В рамках стратегии по стимулированию инноваций и инвестиций одним из ключевых механизмов является создание государственной платформы коллективного финансирования.

Предлагается *создание государственной краудфандинговой платформы "GrowFund"*, на которой могут быть развернуты различные инструменты краудфандинга, включая кредитование и приобретение долей в компаниях. Особенностью данной платформы является участие государства в финансировании социально важных проектов, с предварительной проверкой и оценкой бизнес-планов компаний, регистрирующихся на ней, что позволит повысить доверие потенциальных инвесторов и обеспечить прозрачность и защиту интересов как заемщиков, так и инвесторов. Важным аспектом функционирования "GrowFund" является использование передовых технологий блокчейн и криптографии для обеспечения безопасности данных и транзакций. Государство также устанавливает строгие нормативные требования к защите конфиденциальности и безопасности пользовательских данных на платформе, что способствует доверию участников и обеспечивает безопасность операций. Таким образом, создание государственной платформы коллективного финансирования подобной "GrowFund" может не только стимулировать развитие МСП и инновационных стартапов, но и способствовать формированию устойчивой и прозрачной инвестиционной среды, а сама платформа может стать примером для других операторов.

Дополнительной общей мерой может стать стимулирование *соинвестирования, то есть участия местных органов власти* в различных социально значимых проектах для совместного инвестирования в местные проекты и малые и средние предприятия с использованием альтернативных инвестиционных платформ. Вместо того, чтобы предоставлять прямые инвестиции или гранты через правительство, местные органы

власти могут следовать за толпой и совместно инвестировать в проекты, поддерживаемые частными инвесторами.

Путем использования *налоговых стимулов* правительство может поощрять инвестиции в различные секторы экономики, что способствует развитию бизнеса, запуску новых проектов, созданию рабочих мест и общему экономическому росту. Важно гарантировать проведение прозрачной налоговой политики и предоставление налоговых льгот для инвесторов, которые инвестируют в бизнес-проекты через альтернативные инвестиционные инструменты. На данный момент в Республике Молдова поставщики услуг коллективного финансирования, наравне с банками, удерживают налог в размере 7% от выплачиваемых процентов в пользу резидентов-физических лиц. Следует рассмотреть возможность аннулирования данной ставки в течение первого года после вступления в силу закона, чтобы смягчить финансовую нагрузку на инвесторов и стимулировать активность на рынке коллективного финансирования. Снижение налоговой ставки на прибыль для инвесторов может сделать инвестиции в стартапы более привлекательными. Можно привести следующие практические примеры налогового стимулирования:

- Seed Enterprise Investment Scheme - налоговая программа, разработанная британским правительством, с целью стимулирования инвестиций в молодые и рискованные стартапы. По этой схеме инвесторы могут получить налоговые льготы до 50% от суммы инвестиции в стартапы, что делает инвестирование в такие проекты более привлекательным и уменьшает финансовый риск.
- Программа инвестиционных налоговых льгот (Investor Tax Incentive Scheme) в Австралии, которая предоставляет инвесторам налоговые вычеты при инвестировании в стартапы и инновационные компании. По этой программе инвесторы получают налоговые льготы на сумму своих инвестиций, что снижает их налоговую нагрузку и стимулирует инвестиции в новые проекты.

*Контроль за уровнем процентных ставок* на платформах в течение первого года функционирования платформы является важным механизмом для обеспечения финансовой стабильности и защиты интересов участников. Данный подход позволяет адаптировать ставки к экономическим условиям и сохранять их конкурентоспособность. Для разработки такой системы контроля можно предложить установление максимального порога ставок, например, в размере двухкратного уровня инфляции, ежемесячно публикуемого Национальным Банком Республики Молдова. Ставки могут

пересматриваться и обновляться в соответствии с изменениями уровня инфляции, что позволит поддерживать реальную стоимость финансовых активов и минимизировать потери инвесторов. Такой подход к контролю за уровнем ставок на платформах обеспечит стабильные и прогнозируемые условия для инвесторов и заемщиков, способствуя устойчивому развитию финансовой экосистемы и предотвращая чрезмерное накопление долгов перед кредиторами.

#### **4. Мониторинг и оценка внедрения “Закона об услугах коллективного финансирования” и развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов:**

*Разработка системы онлайн-мониторинга и оценки результатов* необходима для отслеживания прогресса и достижения поставленных целей и включает:

- *Установление ключевых показателей эффективности*, которые будут использоваться для оценки результативности стратегии развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Примеры ключевых показателей: количество платформ, объемы инвестиций через альтернативные инвестиционные инструменты, количество успешно завершённых проектов, количество инвесторов (частных и бизнес), уровень процентных ставок, объём просроченных кредитов;
- *Разработка инструментов сбора данных* включает создание онлайн-системы, подключенной непосредственно к платформам, для получения полной информации о текущем состоянии рынка, потребностях участников и изменениях трендов;
- *Проведение регулярного анализа собранных данных*, полученных из системы мониторинга, и анализ их соответствия поставленным целям для выявления тенденций, проблем и возможностей на рынке альтернативного инвестирования, применение методов статистического анализа для выявления корреляций между различными показателями, такими как объемы инвестиций и экономический рост;
- *Корректировка стратегии и плана действий*: внесение изменений в стратегию развития и план действий на основе результатов мониторинга и изменений на рынке, разработка новых мероприятий по продвижению альтернативных инвестиционных инструментов или изменение законодательства и налоговых стимулов в соответствии с обнаруженными потребностями и трендами.

Рекомендации, представленные в рамках плана действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова, основаны как на теоретических, так и на практических положениях, выявленных

в ходе диссертационного исследования. Они учитывают действующие законодательные рамки и анализируют теоретические результаты эконометрической модели, в рамках которой факторами с наибольшей степенью корреляционной зависимости являются законодательное верховенство, эффективность регулирования и степень ограничения на прямые иностранные инвестиции. Ожидаемые положительные эффекты, полученные в результате осуществления предложенных рекомендаций, заключаются в следующем:

- улучшение инвестиционного климата в стране, что привлечет больше внутренних и внешних инвесторов, стимулируя рост объемов инвестиций;
- расширение доступа к финансированию для физических лиц, малых и средних предприятий, что в свою очередь может способствовать расширению спроса, развитию бизнеса, увеличению производства и созданию новых рабочих мест.

Таким образом, реализация предложенных рекомендаций ожидаемо приведет к экономическому росту и увеличению конкурентоспособности Республики Молдова.

### **3.4. Основные выводы к главе 3**

1. Государственные стратегии в Республике Молдова играют важную роль в содействии развитию альтернативных инвестиционных инструментов, так как они направлены на:
  - цифровую трансформацию, что создает благоприятную среду для внедрения новаторских финансовых решений и технологий;
  - обеспечение макроэкономической стабильности, что укрепляет доверие инвесторов и создает условия для устойчивого роста финансовых рынков;
  - поддержку предпринимательства и малых и средних предприятий (МСП), что способствует развитию инновационных идей и бизнес-проектов, нуждающихся в финансировании;
  - привлечение инвестиций от внешних и внутренних инвесторов для финансирования ключевых отраслей экономики и проектов инфраструктуры;
  - развитие образования и науки, что способствует созданию инновационной экономики, привлечению инвестиций в области научных исследований, технологических стартапов и интеллектуальной собственности.
2. Важным шагом для введения альтернативного инвестирования в правовое поле и снижения рисков для его участников является разработка "Закона об услугах коллективного финансирования", который вступил в силу 1 марта 2024 года. Однако, несмотря на важность этого закона, он предполагает использование только долговых

моделей финансирования, не учитывая в данном ключе международный опыт применения балансовых моделей.

3. Количественно определены мультипликаторы положительного влияния инвестирования через рынок альтернативных инвестиционных инструментов на такие макроэкономические показатели как инвестиции, ВВП и бюджетные поступления в Республике Молдова, что подтверждает важность альтернативных инвестиций как инструмента для поддержания и усиления экономического роста и финансовой устойчивости Республики Молдова.
4. Проведенный анализ научной литературы позволил выделить четыре основных категории детерминант, оказывающих влияние на рынок альтернативных инвестиций. Эти категории включают регуляторные переменные, социальный капитал, информационные технологии и состояние экономики. Понимание и учет данных факторов необходимы как для разработки эконометрической модели, так и для выработки рекомендаций по повышению привлекательности и устойчивости рынка альтернативных инвестиций в долгосрочной перспективе.
5. После идентификации разнообразных потенциальных факторов автор приступил к проведению практического исследования, используя эконометрическую модель линейной регрессии. Результаты исследования подтвердили наличие положительной связи между всеми четырьмя типами переменных и объемом рынка альтернативных инвестиций на душу населения. В частности, выявлено, что регуляторные факторы оказывают наибольшее влияние на динамику этого рынка, что подчеркивает важность эффективного законодательного регулирования для его стабильности и развития.
6. Исходя из международного опыта и учитывая полученные практические результаты исследования, автор предложил комплексный план действий для успешного внедрения механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова. План включает в себя дальнейшее развитие законодательной базы, улучшение информированности участников, налоговые стимулы, мониторинг и оценка развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов вследствие внедрения “Закона об услугах коллективного финансирования”.

## 4 ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

В результате проведенного исследования была достигнута поставленная изначально цель, а именно осуществлен анализ факторов развития рынка альтернативных инвестиционных инструментов с целью дальнейшего экономического роста, развития инвестиционного механизма в Республике Молдова, а также выявления путей повышения эффективности работы рынка альтернативных инвестиций в Республике Молдова.

### Основные выводы:

1. В первой главе диссертации осуществлен синтез теоретической базы и определены как философские рамки исследования в контексте экономического конструктивизма, так и концептуальные в рамках неошумпетерианской экономики. Также были рассмотрены принципы пятой волны технологических инноваций, на основе которых были реализованы технические возможности для становления рынка альтернативных инвестиционных инструментов.
2. Концепция экономики совместного потребления и теория развивающихся рынков дополняют и позволяют наиболее полно описать теоретическую основу исследования рынка альтернативных инвестиций. В результате детального анализа научных работ, проведенного автором в разделе 1.2, было предложено графическое представление экономики совместного потребления, а также сформулировано определение данной экономики как *“системы одноранговых взаимовыгодных социально-экономических отношений, неограниченных географически, направленных на эффективный обмен избыточных ресурсов на материальные или нематериальные блага с использованием технологий и сетевых онлайн-платформ, характеризующуюся низкими транзакционными издержками и высокой скоростью операций”*.
3. В разделе 1.3, на основе исследования природы и характеристик рынка альтернативных инвестиционных инструментов, было предложено авторское определение рынка альтернативных инвестиционных инструментов, как *“сегмента внебанковского финансового рынка, который характеризуется высоким риском и трансграничной активностью, на котором инвесторы в рамках одноранговых отношений посредством сетевых онлайн-платформ могут размещать свой капитал напрямую кредиторам в обмен на проценты или участие в акционерном капитале.”*

Используя данную интерпретацию, также была представлена графическая модель рынка альтернативных инвестиций.

4. Детальный анализ таксономии международного рынка альтернативных инвестиционных инструментов и большого количества существующих моделей обеспечил возможность провести сравнительный анализ мирового рынка с рынком Республики Молдова, что позволило рекомендовать к использованию балансовые модели, которые не учитываются в текущей редакции Закона об услугах коллективного финансирования.
5. Выявленные преимущества инструментов альтернативных инвестиций вытекают из их сущности как социально-экономического феномена, основанного на информационных технологиях. Такие новые финансовые инструменты предлагают эффективное дополнительное финансирование, недоступное в рамках традиционных банковских систем и тем самым содействуют обеспечению устойчивого экономического роста.
6. Выявленные проблемы рынка альтернативных инвестиционных инструментов в основном связаны с его новизной и инновационным характером, как неотъемлемой частью новой техно-экономической парадигмы. Недостаточная разработка регуляторных рамок и отсутствие сложившихся практик применения в Республике Молдова являются вызовом для развития рынка.
7. Выявленные способы снижения рисков на рынке альтернативного инвестирования включают аспекты, связанные с регулированием, применением технологий и использованием социально-культурных сетей. Описанные методы положили основу для выбора и обоснования детерминант рынка, указав направление для возможных областей формулирования рекомендаций по развитию рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова в целях достижения экономического роста.
8. Анализ объемов, динамики и текущих тенденций рынка альтернативных инвестиционных инструментов подтвердил устойчивость его роста, даже в условиях вызовов, связанных с пандемией COVID-19, геополитическими проблемами и, как следствие, экономической неопределенностью. Таким образом, обосновывается применимость данных инструментов финансирования в рамках экономических взаимоотношений в Республике Молдова, а также важность и актуальность их развития и применения для поддержания устойчивого развития экономики.

9. Детальное изучение и анализ особенностей рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова позволили выявить широкий спектр возможностей, выделить сильные и слабые стороны, а также оценить характерные риски. Данный анализ дополнен критическим обзором и оценкой существующей законодательной среды. Таким образом, была разработана теоретическая основа для более глубокого понимания состояния рынка в Республике Молдова и формирования стратегий его развития.
10. Полученные результаты вследствие количественного определения воздействия роста рынка альтернативных инвестиционных инструментов на экономические показатели в Республике Молдова подтверждают теоретические концепции и позволяют определить конкретную величину экономического влияния в рамках усилий по развитию рынка. Для этого использовались ключевые прокси-показатели, применяемые аналитическими центрами и органами власти в контексте финансирования малых и средних предприятий.
11. Выбор факторов влияния на рынок альтернативных инвестиционных инструментов подкреплен обширной теоретической базой и позволил с высокой степенью достоверности использовать её для выбора конкретных детерминант с целью построения эконометрической модели. Разработанная модель включила набор панельных данных за период с 2018 по 2020 год в 30 странах с различным уровнем экономического развития и стала результатом отбора из множества различных показателей, охватывающих регуляторные, социальные, информационно-технологические и экономические аспекты. Модель подтвердила теоретические основы и выявила положительную корреляцию между всеми группами факторов и объемом рынка на душу населения. Наиболее сильную связь продемонстрировала группа регуляторных детерминант.
12. Эмпирические результаты исследования позволили предоставить расширенный ответ на исследовательский вопрос о том в какой степени развитие рынка альтернативных инвестиционных инструментов влияет на экономический рост и какие факторы оказывают влияние на развитие данного рынка. Полученные выводы послужили основой для разработки плана действий по внедрению механизма формирования и путей повышения эффективности работы рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова в целях достижения экономического роста.

Таким образом была достигнута цель исследования и полностью решены поставленные задачи.

13. Необходимо учитывать ряд важных **ограничений проведенного исследования** ведь доступность и качество данных различается в разных странах и временных рамках, что потенциально может повлиять на надежность и обобщаемость полученных результатов:

- *Ограниченность данных во времени* из-за относительной новизны рынка и отсутствия официальных данных по рынку Республики Молдова;
- *Волатильность рынка*: Рынок альтернативного инвестирования подвержен экономическим и финансовым колебаниям. Необходимо признать, что результаты исследования могут отражать определенный период, характеризующийся конкретными рыночными условиями. Внешние факторы, такие как экономические кризисы или изменения в регулировании, могут значительно влиять на рыночную динамику, что ограничивает применимость результатов исследования;
- *Местные особенности*: Исследование включает разнообразный набор стран, каждая из которых имеет свой уникальный экономический, социальный и регуляторный контекст. Местные факторы, такие как культурные нюансы, правовые рамки или конкретные экономические проблемы, могут формировать развитие и поведение рынка альтернативных инвестиционных инструментов. Следовательно, обобщение результатов на другие регионы или страны следует осуществлять с осторожностью;
- *Причинные связи*: хотя эконометрическое моделирование позволяет исследовать корреляции между факторами и объемом рынка, установление причинно-следственных связей на основе наблюдательных данных представляет определенные трудности. Положительные корреляции, выявленные в исследовании, не являются определенным доказательством причинности, так как могут существовать ненаблюдаемые переменные или внешние влияния. Для определения причинно-следственных связей могут быть необходимы дополнительные исследования.

В результате проведенного исследования была значительно расширена теоретическая база рынка альтернативных инвестиционных инструментов, проанализированы существующие проблемы его функционирования, выявлена важность развития как источника доступных финансовых средств для стимулирования экономического роста особенно в периоды кризисов и экономической нестабильности.

Основываясь на анализе и обобщении полученных результатов, мы можем сформулировать следующие предложения рекомендательного характера.

### **Основные рекомендации.**

Автором предложен план действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова, включающий следующие четыре конкретных стратегических направления:

**1. Внедрение, стабилизация, улучшение законодательства и регулирование** стимулируют развитие всех сегментов краудфинансирования:

- обеспечение надежности и эффективности альтернативной инвестиционной системы, особенно на начальном этапе, может быть достигнуто путем внедрения и *стандартизации систем due-diligence и скоринга* на предмет надлежащего осмотрительного подхода и оценки кредитоспособности кредиторов, что поможет снизить уровень информационной асимметрии и повысить доверие к проектам и сбору средств;
- Национальная комиссия по финансовым рынкам может проводить *обучение и сертификацию специалистов* в области альтернативных инвестиций, а также мониторинг и регулярное обновление стандартов и требований в соответствии с изменениями на рынке и развитием новых технологий;
- разработка *механизмов координации с зарубежными надзорными органами*, в частности из Румынии, поскольку многие альтернативные инвестиционные платформы функционируют в различных юрисдикциях;
- необходимо разрешить платформам предоставлять *дополнительные услуги* для фандрайзеров с целью проведения успешного краудфандинга и обеспечить безопасность и непрерывное функционирование онлайн-платформ;
- введение *балансовых и гарантированных* моделей коллективного кредитования имеет потенциал повысить уровень ответственности операторов и обеспечить гарантии кредиторам на возмещение денежных средств или процентов.

2. Целью **всестороннего информирования** как представителей малого и среднего бизнеса, так и инвесторов физических лиц о применении альтернативных инвестиционных инструментов является привлечение большего числа участников на рынок и повышение их понимания его функционирования. Конкретные меры включают:

- *проведение информационных кампаний и организацию образовательных мероприятий*, таких как курсы, семинары, пресс-конференции и вебинары, направленных на повышение осведомленности среди предпринимателей, общественности и потенциальных инвесторов о преимуществах и возможностях рынка альтернативных инвестиционных инструментов;
- *создание консультационных центров*, таких как коворкинг-пространства, бизнес-инкубаторы и акселераторы, где предприниматели и инвесторы смогут получить финансово-экономическую, консультационную, образовательную, юридическую и организационную поддержку;
- *необходимо включение в учебные программы высших учебных заведений курсов по финансовым технологиям и инновационному инвестированию*, охватывающих ключевые аспекты современных финансовых технологий и методов инвестирования, что позволит участникам курса приобрести практические навыки и инструменты для анализа и оценки инновационных проектов.

3. В рамках стратегии по **стимулированию инноваций и инвестиций**, важными механизмами могут стать:

- *создание государственной платформы коллективного финансирования*, в рамках которой государство участвует в финансировании социально важных проектов, что повысит доверие потенциальных инвесторов и обеспечит прозрачность и защиту интересов как заемщиков, так и инвесторов. А использование передовых технологий блокчейн и криптографии для обеспечения безопасности данных и транзакций будет способствовать формированию устойчивой и прозрачной инвестиционной среды, а сама платформа может стать примером для других операторов;
- *стимулирование соинвестирования*, то есть участия местных органов власти в различных социально значимых проектах для совместного инвестирования в местные проекты и малые и средние предприятия с использованием альтернативных инвестиционных платформ;
- *использование налоговых стимулов*: проведение прозрачной налоговой политики и предоставление налоговых льгот для инвесторов, которые инвестируют в бизнес-проекты через альтернативные инвестиционные инструменты; снижение налоговой ставки на прибыль может сделать инвестиции в стартапы более привлекательными;

- *контроль за уровнем процентных ставок* на финансовых платформах обеспечит стабильные условия для инвесторов и заемщиков, способствуя устойчивому развитию финансовой системы и предотвращая накопления чрезмерных долгов перед кредиторами.

4. Разработка системы **онлайн-мониторинга и оценки результатов** может включать в себя:

- *установление ключевых показателей производительности* для оценки эффективности стратегии, создание инструментов сбора данных, проведение регулярного анализа данных и их соответствия целям,
- *корректировку стратегии и плана действий* в соответствии с результатами мониторинга и изменениями на рынке альтернативных инвестиционных инструментов.

Разработанная эконометрическая модель оценки влияния детерминант на объёмы финансирования на рынке альтернативных инвестиционных инструментов, а также предложенные рекомендации и стратегические направления в контексте плана действий по внедрению механизма формирования рынка альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова, в рамках настоящего диссертационного исследования "Развитие альтернативных инвестиционных инструментов в целях достижения экономического роста", могут быть применены и актуальны для стран с различным уровнем экономического развития.

В рамках геополитических и пандемических рисков, которые ограничивают возможности физического посещения банков, а также в контексте цифровизации экономики и развития высокорискованных технологических видов бизнеса, возникает потребность в стимулировании инвестиционной активности и расширении инструментов финансирования с целью достижения устойчивого экономического роста. Данные цели представляют собой универсальные требования для развития любой экономики и могут быть достижимы посредством создания конкурентоспособной альтернативной инвестиционной инфраструктуры. Следовательно, результаты данного исследования будут оставаться актуальными и востребованными со временем, и могут быть адаптированы с учетом специфических особенностей развития рынка в каждой конкретной стране.

В продолжении проблематики данного исследования целесообразно рассмотреть следующие возможные направления будущих исследований после публикации

официальных данных о рынке альтернативных инвестиционных инструментов в Республике Молдова:

- проведение анализа фактического развития рынка и оценка результатов внедрения законодательных изменений, с последующим формулированием рекомендаций по улучшению условий рынка и законодательного регулирования;
- разработка эконометрической модели для оценки влияния различных факторов на рынок альтернативных инвестиционных инструментов, специально адаптированной для условий Республики Молдова;
- разработка эконометрических моделей для сравнительного анализа рынков альтернативных инвестиционных инструментов в регионе, с последующим сопоставлением с данными о рынке в Республике Молдова;
- определение и оценка фактических мультипликаторов влияния рынка альтернативных инвестиций в Молдове и соседних странах, с целью оценки эффективности рынка в контексте региональной экономической динамики.

## БИБЛИОГРАФИЯ

1. *Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms* [online]. NCFA National Crowdfunding & Fintech Association. 2012, pp.1-51 [citat 22.01.2019]. Disponibil: <https://ncfacanada.org/wp-content/uploads/2012/10/Massolution-Full-Industry-Report.pdf>
2. *Crowdfunding's Potential for Developing World* [online]. Open Knowledge Repository The World Bank. 2013, pp. 1-103 [citat 15.02.2019]. Disponibil: <http://hdl.handle.net/10986/17626>
3. *Matricea COVID* [online]. Consiliul Economic pe lângă Prim-ministrul Republicii Moldova. 2020 [citat 14.04.2024]. Disponibil: <https://consecon.gov.md/wp-content/uploads/2020/10/Studiul-de-impact-al-pandemiei-COVID-19-asupra-sectoarelor-economice-%C8%99i-Matricea-de-politici-1.pdf>
4. *Cambridge Judge Business School, University of Cambridge* [online]. Cambridge Alternative Finance Benchmarks. 2022 [citat 14.04.2022]. Disponibil: <https://ccaf.io/cafb/>
5. *FDI Regulatory Restrictiveness Index* [online]. OECD.org. 2022 [citat 25.08.2022]. Disponibil: <https://www.oecd.org/investment/fdiindex.htm>
6. *Global Innovation Index (GII)* [online]. The World Intellectual Property Organization. 2022 [citat 25.03.2022]. Disponibil: [https://www.wipo.int/global\\_innovation\\_index/en/](https://www.wipo.int/global_innovation_index/en/)
7. *The IMD World Digital Competitiveness Ranking* [online]. International Institute for Management Development. 2022 [citat 19.01.2022]. Disponibil: <https://www.imd.org>
8. *Index of Economic Freedom* [online]. The Heritage Foundation. 2022 [citat 15.11.2022]. Disponibil: <https://www.heritage.org/index>
9. *International Monetary Fund Database* [online]. International Monetary Fund. 2022 [citat 25.08.2022]. Disponibil: <https://data.imf.org/>
10. *Programul „START pentru TINERI: o afacere durabilă la tine acasă”* [online]. Guvernul Republicii Moldova. 2022 [citat 14.04.2024]. Disponibil: [https://gov.md/sites/default/files/document/attachments/subiect-03-nu-362-me-2022\\_site\\_0.pdf](https://gov.md/sites/default/files/document/attachments/subiect-03-nu-362-me-2022_site_0.pdf)
11. *Proiect de lege, cu privire la aprobarea proiectului de lege privind serviciile de finanțare participativă* [online]. Platforma de Participare. Cancelaria de Stat. 2022 [citat 30.10.2022]. Disponibil: <https://particip.gov.md/ro/document/stages/proiect-de-lege-cu-privire-la-aprobarea-proiectului-de-lege-privind-serviciile-de-finantare-participativa/9704>
12. *Proiectul de lege pentru aprobarea Strategiei naționale de dezvoltare „Moldova Europeană*

- 2030” [online]. Parlamentul Republicii Moldova. 2022 [citat 06.10.2020]. Disponibil: <https://www.parlament.md/ProcesulLegislativ/Proiectedeactelegislative/tabid/61/LegislativId/6209/language/ro-RO/Default.aspx>
13. *The World Bank* [online]. World Bank Open Data. 2022 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <https://data.worldbank.org/>
  14. *The World Economic Forum Reports* [online]. The World Economic Forum. 2022 [citat 19.07.2023]. Disponibil: <https://www.weforum.org/reports>
  15. *Activitatea întreprinderilor mici și mijlocii în Republica Moldova în anul 2021* [online]. Biroul National de Statistica al Republicii Moldova. 2023 [citat 29.07.2023]. Disponibil: [https://statistica.gov.md/ro/activitatea-intreprinderilor-mici-si-mijlocii-in-anul-2022-9557\\_60492.html](https://statistica.gov.md/ro/activitatea-intreprinderilor-mici-si-mijlocii-in-anul-2022-9557_60492.html)
  16. *Proiectul de lege privind serviciile de finanțare participativă* [online]. Parlamentul Republicii Moldova. 2023 [citat 30.07.2023]. Disponibil: <https://www.parlament.md/ProcesulLegislativ/Proiectedeactelegislative/tabid/61/LegislativId/6324/language/ro-RO/Default.aspx>
  17. *Baza de date interactivă cu statistica* [online]. 2024 [citat 15.01.2024]. Disponibil: <http://bnm.md/bdi/>
  18. AGRAWAL, Ajay, CATALINI, Christian, GOLDFARB, Avi. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions. *Journal of Economic & Management Strategy*. 2015, vol. 24, nr. 2, pp. 253-274. DOI: 10.1111/jems.12093.
  19. AHLERS, Gerrit K.C., CUMMING, Douglas, GUNTHER, Christina, SCHWEIZER, Denis. Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2015, vol. 39, nr. 4, pp. 1-43. DOI: 10.1111/etap.12157.
  20. AHLSTROM, David, BRUTON, Garry D. Venture Capital in Emerging Economies: Networks and Institutional Change. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2006, vol. 30, nr. 2, pp. 299-320. DOI: 10.1111/j.1540-6520.2006.00122.
  21. AKCOMAK, Semih, TER WEEL, Bas. Social capital, innovation and growth: Evidence from Europe. *European Economic Review*. 2009, vol. 53, nr. 5, pp. 544-567. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2008.10.001.
  22. AKER, Jenny C., MBITI, Isaac M. Mobile Phones and Economic Development in Africa. *Journal of Economic Perspectives*. 2010, vol. 24, nr. 3, pp. 207-232 [citat 15.01.2024]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/20799163](http://www.jstor.org/stable/20799163)
  23. ALLEN, Darcy, BERG, Chris. *The Sharing Economy: How Over-Regulation Could Destroy*

- an Economic Revolution* [online]. Melbourne. Institute of Public Affairs. 2014, pp. 1-39 [citat 15.01.2024]. Disponibil: [https://www.academia.edu/10374868/The\\_sharing\\_economy\\_How\\_over\\_regulation\\_could\\_destroy\\_an\\_economic\\_revolution](https://www.academia.edu/10374868/The_sharing_economy_How_over_regulation_could_destroy_an_economic_revolution)
24. AL-SUDAIRI, Mohammad. Knowledge issues in the global innovation index: Assessment of the state of Saudi Arabia versus countries with distinct development. *Organization & Management*. 2014, vol. 16, nr. 2, pp. 176-183. DOI: 10.1080/14479338.2014.11081980.
25. ARMEANU, Daniel, PASCAL, Carmen, POANTA, Dorina, DOIA, Cristina. The credit impact on the economic growth. *Theoretical and Applied Economics*. 2015, vol. XXII, nr. 602, pp. 5-14. ISSN 1844-0029.
26. ARNET, Douglas, BARBERIS, Janos, BUCKLEY, Ross. The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm? *University of New South Wales Law Research Series*. 2015, 2016(62), pp. 1-44. DOI: 10.2139/ssrn.2676553.
27. AUDRESTSCH, David B. Entrepreneurship capital and economic growth. *Oxford Review of Economic Policy*. 2007, vol. 23, nr. 1, pp. 63-78. ISSN 0266-903X [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/23606797](http://www.jstor.org/stable/23606797)
28. BACIU, Victor. *Reglementarea activității de finanțare participativă (crowdfunding)* [online]. Juridice Moldova. 2018 [citat 19.09.2021]. Disponibil: <https://juridicemoldova.md/1447/reglementarea-activitatii-de-finantare-participativa-crowdfuning.html>
29. BAECK, Peter, COLLINS, Liam, ZHANG, Bryan. *Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2014 [citat 26.11.2019]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2014-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf>
30. BARASINSKA, Nataliya, SCHAEFER, Dorothea. Does Gender Affect Funding Success at the Peer-toPeer Credit Markets? Evidence from the Largest German Lending Platform. *DIW Berlin Discussion Paper*. 2010, vol. 1094, pp. 1-32. DOI: 10.2139/ssrn.1738837.
31. BARRO, Robert J., SALA-I-MARTIN, Xavier. *Economic Growth, Second Edition*. Cambridge: MIT Press, 2003. 672 p. ISBN 978-0262-025-53-9.
32. BATJARGAL, Bat, LIU, Mannie Manhong. Entrepreneurs' Access to Private Equity in China: The Role of Social Capital. *Organization Science*. 2004, vol. 15, nr. 2, pp. 159-172 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/30034721](http://www.jstor.org/stable/30034721)
33. BELK, Russell. Sharing Versus Pseudo-Sharing in Web 2.0. *The Antropologist*. 2014, vol. 18,

- nr. 1, pp. 7-23. DOI: 10.1080/09720073.2014.11891518.
34. BELLEFLAMME, Paul, LAMBER, Thomas, SCHWEINBACHER, Armin. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*. 2014, vol. 29, nr. 5, pp. 585-609. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003.
  35. BERCOVITZ, Janet, FELDMAN, Maryann. The mechanisms of collaboration in inventive teams: Composition, social networks, and geography. *Research Policy*. 2011, vol. 40, nr. 1, pp. 81-93. DOI: 10.1016/j.respol.2010.09.008.
  36. BERGGREN, Niclas, JORDAHL, Henrik. Free to Trust: Economic Freedom and Social Capital. *Kyklos*. 2006, vol. 59, nr. 2, pp. 141-169. DOI:10.1111/j.1467-6435.2006.00324.x.
  37. BERUMEN, Sergio A. *Techno-economic paradigms* [online]. ResearchGate. 2018 [citat 31.01.2020]. Disponibil: [https://www.researchgate.net/publication/320774698\\_Techno-Economic\\_Paradigms](https://www.researchgate.net/publication/320774698_Techno-Economic_Paradigms)
  38. BHATTACHARYA, Utpal, HSU, Po-Hsuan, TIAN, Xuan, XU, Yan. What Affects Innovation More: Policy or Policy Uncertainty? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2017, vol. 52, nr. 5, pp. 1869-1901. DOI: 10.1017/S0022109017000540.
  39. BILOOCAIA, Svetlana, MUNTEANU, Ludmila. Crowdfunding As An Innovative Tool For Attracting Capital: International Experience And Prospects For The Republic of Moldova. In: *Simpozionul Științific Internațional al Tinerilor Cercetători*, Ed. a 7-a, 24-25 aprilie 2019. Chisinau, 2019, pp. 191-193. ISBN 978-9975-759-61-8.
  40. BLOOM, Nick, BOND, Stephen, VAN REENEN, John. Uncertainty and Investment Dynamics. *The Review of Economic Studies*. 2007, vol. 74, nr. 2, pp. 391-415. DOI: 10.3386/w12383.
  41. BÖCKER, Lars, MEELEN, Toon. Sharing for people, planet or profit? Analysing motivations for intended sharing economy participation. *Environmental Innovation and Societal Transitions*. 2017, vol. 23, pp. 28-39. DOI: 10.1016/j.eist.2016.09.004.
  42. BOTSMAN, Rachel, ROGERS, Roo. *What's Mine Is Yours: The Rise of Collaborative Consumption*. New York: Collins, 2010. 533 p. ISBN 978-0007-39-591-0.
  43. BOTTAZZI, Laura, DA RIN, Marco, HELLMANN, Thomas F. Who are The Active Investors? Evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Economics*. 2008, vol. 89, nr. 3, pp. 488-512. DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.09.003.
  44. BRAINARD, Lael. *Where Do Consumers Fit in the Fintech Stack* [online]. Federal Reserve System. 2017 [citat 31.04.2020]. Disponibil: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/brainard20171116a.pdf>

45. BRKIC, Ivana, GRADOJEVIC, Nikola, IGNJATIJEVIC, Svetlana. The Impact of Economic Freedom on Economic Growth? New European Dynamic Panel Evidence. *Journal of Risk and Financial Management*. 2020, vol. 13, nr. 2, pp. 1-13. DOI: 10.3390/jrfm13020026.
46. BROWN, Terrence E, BOON, Edward, PITT, Leyland F. Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool. *Business Horizons*. 2017, vol. 60, nr. 2, pp. 189-195. DOI: 10.1016/j.bushor.2016.11.004.
47. BRUTON, Garry, KHAVUL, Susanna, SIEGEL, Donald, WRIGHT, Mike. New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2015, vol. 39, nr. 1, pp. 9-26. DOI: 10.1111/etap.12143.
48. BURTCH, Gordon, GHOSE, Anindya, WATTAL, Sunil. Cultural Differences and Geography as Determinants of Online Prosocial Lending. *Management Information Systems Research Center*. 2014, vol. 38, nr. 3, pp. 773-794 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/26634995](http://www.jstor.org/stable/26634995)
49. BUTTICE, Vincenzo, COLOMBO, Massimo G., WRIGHT, Mike. Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2017, vol. 41, nr. 1, pp. 183-207. DOI: 10.1111/etap.122.
50. CAI, Wanxiang, POLZIN, Friedemann, STAM, Erik. Crowdfunding and social capital: A systematic review using a dynamic perspective. *Technological Forecasting and Social Change*. 2021, vol. 162, pp. 1-22. DOI: 10.1016/j.techfore.2020.120412.
51. CALDERÓN, César, SERVÉN, Luis. The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution. *Policy Research Working Papers*. 2004, nr. 3400, pp. 1-43. DOI: 10.1596/1813-9450-3400.
52. CALDERON, Cesar Augusto. *Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries* [online]. Central Bank of Chile Working Papers. 1999 [citat 22.07.2020]. Disponibil: [www.bcentral.cl/documents/33528/133326/DTBC\\_51.pdf](http://www.bcentral.cl/documents/33528/133326/DTBC_51.pdf)
53. CARNEY, Mark. *Enabling the FinTech transformation: Revolution, Restoration or Reformation?* [online]. Bank of England. 2016 [citat 20.08.2021]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2016/enabling-the-fintech-transformation-revolution-restoration-or-reformation>
54. CARNEY, Mark. *Building the Infrastructure to Realise FinTech's Promise* [online]. Bank of England. 2017 [citat 25.08.2020]. Disponibil: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2017/building-the-infrastructure-to-realise-fintechs-promise.pdf>

55. CHEN, Dongyu, HAN, Chaodong. A Comparative Study of online P2P Lending in the USA and China. *The Journal of Internet Banking and Commerce*. 2012, vol. 17, nr. 2, pp. 1-15. DOI: 10.1016/j.elerap.2021.101069.
56. CHEN, Steven, CHIRANJEEV, Kohli, THOMAS, Sunil. What Really Makes a Promotional Campaign Succeed on a Crowdfunding Platform? *The Journal of Advertising Research*. 2016, vol. 56, nr. 1, pp. 81-94. ISSN 0021-8499.
57. CHIU, Chao-Min, HSU, Meng-Hsiang, WANG, Eric T. G. Understanding Knowledge Sharing in Virtual Communities: An Integration of Social Capital and Social Cognitive Theories. *Decision Support Systems*. 2006, vol. 42, nr. 3, pp. 1872-1888. DOI: 10.1016/j.dss.2006.04.001.
58. COBZARI, Ludmila, ERHAN, Lica. Finanțarea și dezvoltarea sectorului întreprinderilor mici și mijlocii din Republica Moldova: realizări și controverse actuale. In: *The International Scientific Conference dedicated to the 30th Anniversary of the establishment of the Academy of Economic Studies of Moldova*. Chisinau, 2022, pp.261-267. DOI: 10.53486/9789975155663.34.
59. COBZARI, Ludmila, MARGINEANU, Aureliu. Credit market in the Republic of Moldova: realities and unsolved issues. In: *Dezvoltarea economico-socială durabilă a euroregiunilor și a zonelor transfrontaliere*. Iasi, 2013, pp. 111-121. ISBN 978-606-685-687-4.
60. COLLINS, Liam, SWART, Richard, ZHANG, Bryan. *The Rise of Future Finance: The UK Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. University of Cambridge. 2013 [citat 05.01.2019]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-rise-of-future-finance/>
61. COUTINHO, Evelina Maria Oliveira, AU-YONG-OLIVEIRA, Manuel. Factors Influencing Innovation Performance in Portugal: A Cross-Country Comparative Analysis Based on the Global Innovation Index and on the European Innovation Scoreboard. *Sustainability*. 2023, vol. 15, nr. 13, pp. 1-17. DOI: 10.3390/su151310446.
62. CUMMING, Douglas J., JOHAN, Sofia, ZHANG, Yelin. The Role of Due Diligence in Crowdfunding Platforms. *Journal of Banking & Finance*. 2019, vol. 108, nr. C, pp. 1-50. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2019.105661.
63. CURRAN, Teresa. *Fintech: Balancing the Promise and Risks of Innovation* [online]. 2016 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <https://www.consumercomplianceoutlook.org/2016/third-issue/fintech-balancing-the-promise-and-risks-of-innovation/>
64. DAUNORIENE, Asta, DRAKŠAITE, Aura, SNIEŠKA, Vytautas, VALODKIENE, Gitana.

- Evaluating sustainability of sharing economy business models. *Procedia Social and Behavioral Sciences*. 2015, vol. 213, nr. 1, pp. 836-841. DOI: 10.1016/j.sbspro.2015.11.486.
65. FANNING, Tamsin. *Zopa launches new digital bank, offering consumers a compelling alternative when they need it most* [online]. ZOPA. 2020 [citat 24.10.2021]. Disponibil: <https://www.zopa.com/blog/article/zopa-launches-new-digital-bank-offering-consumers-a-compelling-alternative-when-they-need-it-most>
66. FARAG, Hisham, JOHAN, Sofia. How alternative finance informs central themes in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*. 2022, vol. 77, nr. 102318, pp. 1-23. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2022.102318.
67. FEENSTRA, Robert C., TAYLOR, Alan. *International Economics*. New York: Macmillan Learning, 2014. 1056 p. ISBN 978-1429-278-42-3.
68. FELDMAN, Maryann P., ZOLLER, Ted D. Dealmakers in Place: Social Capital Connections in Regional Entrepreneurial Economies. *Regional Studies*. 2012, vol. 46, nr. 1, pp. 23-37. DOI: 10.1080/00343404.2011.607808.
69. FLORIN, Juan, LUBATKIN, Michael H., SCHULZE, William S. A Social Capital Model of High-Growth Ventures. *The Academy of Management Journal*. 2003, vol. 46, nr. 3, pp. 374-384. DOI: 10.2307/30040630.
70. FREEDMAN, David. M., NUTTING, Matthew R. A brief history of crowdfunding //Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA. *Journal of Public Affairs*. 2015. DOI: 10.1002/pa.1921 [citat 23.04.2024]. Disponibil: <https://pdf4pro.com/view/a-brief-history-of-crowdfunding-david-m-freedman-219ec7.html>
71. FREEDMAN, Seth, JIN, Ginger Zhe. The information value of online social networks: Lessons from peer-to-peer lending. *International Journal of Industrial Organization*. 2017, vol. 51, nr. C, pp. 185-222. DOI: 10.1016/j.ijindorg.2016.09.002.
72. FUKUYAMA, Francis. *Trust: The Social Virtues and The Creation of Prosperity*. New York: Free Press, 1996. 480 p. ISBN 978-0684-825-25-0.
73. FÜREDER, Robert, ÜBERWIMMER, Margarethe, KUNCOVA, Martina, BERKOVA, Katerina. Digital Competitiveness In The Czech Republic And Austria. In: *Proceedings of the 14th International Scientific Conference COMPETITION*. Jihlava, 2022, pp.1-12. ISBN 978-80-88064-64-0 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <https://2014-2020.at-cz.eu/data/projects/f/89/673.pdf>
74. GABISON, Garry. *Understanding Crowdfunding and Its Regulations* [online]. European Commission. 2015 [citat 05.12.2019]. Disponibil:

<https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC92482>

75. GE, Ruyi, FENG, Juan, Bin GuU, ZHANG, Pengzhu. Predicting and Detering Default with Social Media Information in Peer-to-Peer Lending. *Journal of Management Information Systems*. 2017, vol. 34, nr. 2, pp. 401-424. DOI: 10.1080/07421222.2017.1334472.
76. GERBER, Elizabeth, HUI, Julie. Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*. 2014, vol. 20, nr. 6, pp. 1-37. DOI: 10.1145/2530540.
77. GOMPERS, Paul A., LERNER, Josh. What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*. 1998, vol. 1998, pp. 149-204. DOI: 10.2307/2534802.
78. GONZALER, Luis Otero, RODRIGUEZ GIL, Luis Ignacio, CUNILL, Martorell Onofre, LINDAHL, Jose M. Mergio. The effect of financial innovation on European banks' risk. *Journal of Business Research*. 2016, vol. 69, nr. 11, pp. 4781-4786. DOI: 10.1016/j.jbusres.2016.04.030.
79. GREINER, Martina E., WANG, Hui. Building Consumer-to-Consumer Trust in E-Finance Marketplaces: An Empirical Analysis. *International Journal of Electronic Commerce*. 2010, vol. 15, nr. 2, pp. 105-136 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/27919914](http://www.jstor.org/stable/27919914)
80. GRILLI, Luca, LATIFI, Gresa, MRKAJIC, Boris. Institutional Determinants of Venture Capital Activity: A Survey of the Literature and a Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*. 2016, vol. 33, nr. 4, pp. 1094-1122. DOI: 10.1111/joes.12319.
81. GUIDICI, Alessandro, REINMOELLER, Patrick, RAVASI, Davide. Open-System Orchestration as a Relational Source of Sensing Capabilities: Evidence from a Venture Association. *The Academy of Management Journal*. 2017, vol. 61, nr. 4, pp. 1369-1402. DOI: 10.5465/amj.2015.0573.
82. GUIDICI, Giancarlo, GUERINI, Massimiliano, ROSSI-LAMASTRA, Cristina. *Why Crowdfunding Projects Can Succeed: The Role of Proponents' Individual and Territorial Social Capital* [online]. Social Science Research Network. 2013 [citat 15.05.2020]. Disponibil: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2255944](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2255944)
83. GUIISO, Luigi, SAPIENZA, Paola, ZINGALES, Luigi. The Role of Social Capital in Financial Development. *American Economic Review*. 2004, vol. 94, nr. 3, pp. 526-556. DOI: 10.1257/0002828041464498.
84. GUIISO, Luigi, SAPIENZA, Paola, ZINGALES, Luigi. Civic Capital as the Missing Link. *Handbook of Economic Research*. 2011, vol. 1, pp. 417-480. DOI: 10.1016/B978-0-444-

53187-2.00010-3.

85. GUTTENTAG, Daniel. Airbnb: disruptive innovation and the rise of an informal tourism accommodation sector. *Current Issues in Tourism*. 2015, vol. 18, nr. 12, pp. 1-26. DOI: 10.1080/13683500.2013.827159.
86. HAMARI, Juho, SJÖKLINT, Mimmi, UKKONEN, Antti. The Sharing Economy: Why People Participate in Collaborative Consumption. *Journal of the Association for Information Science & Technology*. 2016, vol. 67, nr. 9, pp. 2047-2059. DOI: 10.1002/asi.23552.
87. HANUSCH, Horst, PYKA, Andreas. *Elgar Companion to Neo-Schumpeterian Economics*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2007. 1232 p. ISBN 978-1843-762-53-9.
88. HERVÉ, Fabrice, SCHWIENBACHER, Armin. Crowdfunding and innovation. *Journal of Economic Surveys*. 2018, vol. 32, nr. 5, pp. 1514-1530. DOI: 10.1111/joes.12274.
89. HERZENSTEIN, Michal, SONENSHEIN, Scott, DHOLAKIA, Utpal M. Tell me a good story and I may lend you my money: The role of narratives in peer-to-peer lending decisions. *Journal of Marketing Research*. 2011, vol. 48, nr. 2011, pp. 138-149 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <https://ssrn.com/abstract=1840668>
90. HORNUF, Lars, SCHWIENBACHER, Armin. Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*. 2017, vol. 49, nr. 3, pp. 579-593. DOI: 10.1007/s11187-017-9839-9.
91. HOWE, Jeff. *Crowdsourcing: Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*. New York: Publisher, 2019. 336 p. ISBN 978-0307-396-21-1.
92. HUGGINS, Robert, THOMPSON, Piers. Territorial capital, competitiveness and regional development. In: *Handbook of Regions and Competitiveness*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2017, pp. 232-244.
93. IANIOGLO, Alina. Alternative de finanțare a afacerii în Republica Moldova. In: *International Scientific-Practical Conference, INCE*. Chisinau, 2022, pp.156-165. ISBN 978-9975-3583-8-5. DOI: 10.36004/nier.cecg.I.2022.16.15.
94. IANIOGLO, Alina. Alternative sources of enterprise financing and the impact of COVID-19 pandemic. *Economy and Sociology*. 2022, vol. 1, pp. 46-57. DOI: 10.36004/nier.es.2022.1-05.
95. IYER, Rajkamal, KHWAJA, Asim Ijaz, LUTTMER, Erzo F. P., SHUE, Kelly. Screening Peers Softly: Inferring the Quality of Small Borrowers. *Management Science*. 2016, vol. 62, nr. 6, pp. 1554-1577. DOI: 10.1287/mnsc.2015.2181.
96. JAMES, Gareth, WITTEN, Daniela, HASTIE, Trevor, TIBSHIRANI, Robert. *An Introduction to Statistical Learning: with Applications in R*. New York: Springer Link, 2021.

- 607 p. ISBN 978-1-0716-1418-1.
97. JANKOWSKA, Barbara, MATYSEK-JEDRYCH, Anna, MROCZEK-DABROWSKA, Katarzyna. Efficiency of national innovation systems: Poland and Bulgaria in the context of the Global Innovation Index. *Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe*. 2017, vol. 20, nr. 3, pp. 77-94. DOI: 10.1515/cer-2017-0021.
  98. JOHNSON, Margaret A. An overview of basic issues facing microenterprise practices in the United States. *Journal of Developmental Entrepreneurship*. 1998, vol. 3, nr. 1, pp. 5-21. ISSN 1084-9467.
  99. JOSEFY, Matt, HARRISON, Joseph, SIRMON, David G., MATZ CARNES, Christina. Living and Dying: Synthesizing the Literature on Firm Survival and Failure across Stages of Development. *The Academy of Management Annals*. 2017, vol. 11, nr. 2, pp. 18-38. DOI: 10.5465/annals.2015.0148.
  100. JUNGMITTAG, Andre. *Service Trade Restrictions of the EEA Countries: A Multivariate Data Analysis for the European Business Services* [online]. Seville. Joint Research Centre. 2020 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC121443/jrc121443\\_stri\\_mda\\_report.pdf](https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC121443/jrc121443_stri_mda_report.pdf)
  101. KARLAN, Dean S. Social connections and group banking. *The Economic Journal*. 2007, vol. 117, nr. 517, pp. 52-84 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/4625475](http://www.jstor.org/stable/4625475)
  102. KIRBY, Eleanor, WORNER, Shane. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* [online]. International Organization of Securities Commissions. 2014 [citat 28.12.2019]. Disponibil: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
  103. KIRZNER, Israel M. Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach. *Journal of Economic Literature*. 1997, vol. 35, nr. 1, pp. 60-85 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/2729693](http://www.jstor.org/stable/2729693)
  104. KLAFF, Michael. Online Peer-to-Peer Lending: A Lenders' Perspective. In: *International Conference on E-Learning, E-Business, Enterprise Information Systems, and E-Government*. Las Vegas: CSREA Press, 2008, pp.371-375. DOI: 10.2139/ssrn.1352352.
  105. KNACK, Stephen, KEEFER, Philip. Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation. *The Quarterly Journal of Economics*. 1997, vol. 112, nr. 4, pp. 1251-1288 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/2951271](http://www.jstor.org/stable/2951271)
  106. KSHETRI, Nir. Informal institutions and Internet-based equity crowdfunding. *Journal of*

- International Management*. 2018, vol. 21, nr. 4, pp. 33-51. DOI: 10.1016/j.intman.2017.07.001.
107. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? *Journal of Finance*. 2006, vol. 61, nr. 1, pp. 1-32. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x.
108. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNU, Robert W. Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*. 1997, vol. 11, nr. 3, pp. 1131-1520. DOI: 10.2307/2329518.
109. LA PORTA, Rafael, LOPEZ DE SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, WISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*. 1998, vol. 106, nr. 6, pp. 1113-1155. DOI: 10.1086/250042.
110. LEE, Eunyoung, LEE, Byungtae. Herding behavior in online P2P lending: An empirical investigation. *Electronic Commerce Research and Applications*. 2012, vol. 11, nr. 5, pp. 495-503. DOI: 10.1016/j.elerap.2012.02.001.
111. LEONOV, Sergiy, FROLOV, Sergiy, PLASTUN, Viacheslav. Potential of institutional investors and stock market development as an alternative to households' savings allocation in banks. *Economic Annals*. 2014, vol. XXI, nr. 11-12, pp. 65-98 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <http://ea21journal.world/index.php/ea-v146-16/>
112. LEYDEN, Dennis, LINK, Albert, SIEGEL, Donald S. A theoretical analysis of the role of social networks in entrepreneurship. *Research Policy*. 2014, vol. 43, nr. 7, pp. 1157-1163. DOI: 10.1016/j.respol.2014.04.010.
113. LI, Yong, ZAHRA, Shaker A. Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*. 2012, vol. 27, nr. 1, pp. 95-111. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2010.06.003.
114. LIU De BRASS, Daniel, LU, Yong, CHEN, Dongyu. Friendships in Online Peer-to-Peer Lending: Pipes, Prisms, and Relational Herding. *Management information systems quarterly (Online)*. 2015, vol. 39, nr. 3, pp. 729-742. DOI: 10.2139/ssrn.2251155.
115. LIU, Jiefei. *The dramatic rise and fall of online P2P lending in China* [online]. TechCrunch+. 2018 [citat 17.10.2021]. Disponibil: <https://techcrunch.com/2018/08/01/the-dramatic-rise-and-fall-of-online-p2p-lending-in-china/?guccounter=1>
116. LUKKARINEN, Anna, TEICH, Jeffrey E., WALLENIUS, Hannele, WALLENIUS, Jyrki. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. 2016, vol. 87, pp. 26-38. DOI: 10.1016/j.dss.2016.04.006.

117. LUNDEN, Ingrid. *Zopa raises \$300M at a \$1B valuation to expand its P2P lending and savings neobank in the UK* [online]. TechCrunch+. 2021 [citat 15.10.2021]. Disponibil: <https://techcrunch.com/2021/10/18/zopa-raises-300m-at-a-1b-valuation-to-expand-its-p2p-lending-and-savings-neobank-in-the-uk/>
118. LUPUȘOR, Adrian, CENUSA, Denis, MORCOTILO, Iurie, PROHNITCHI, Valeriu. *Republic of Moldova 2018. State of the country report* [online]. Expert-Grup Centru Analitic Independent. 2018 [citat 14.04.2024]. Disponibil: [https://www.expert-grup.org/media/k2/attachments/State\\_of\\_the\\_Country\\_Report\\_2018.pdf](https://www.expert-grup.org/media/k2/attachments/State_of_the_Country_Report_2018.pdf)
119. MACMILLAN, Keith, MONEY, Kevin, MONEY, Arthur G., DOWNING, Steve. Relationship marketing in the not-for-profit sector: An extension and application of the commitment-trust theory. *Journal of Business Research*. 2004, vol. 58, nr. 6, pp. 806-818. DOI: 10.1016/j.jbusres.2003.08.008.
120. MAIER, Erik. Supply and demand on crowdlending platforms: connecting small and medium-sized enterprise borrowers and consumer investors. *Journal of Retailing and Consumer Services*. 2016, vol. 33, pp. 143-153. DOI: 10.1016/j.jretconser.2016.08.004.
121. MALECKI, Edward J. Regional Social Capital: Why it Matters. *Regional Studies*. 2011, vol. 46, nr. 8, pp. 1023-1039. DOI: 10.1080/00343404.2011.607806.
122. MEZINOVA, Inga, LAZAREVA, Natalia, MALININA, Olga, ISRAILOVA, Elima. Contribution of Financial Management to the Digital Competitiveness. In: *Anti-Crisis Approach to the Provision of the Environmental Sustainability of Economy*. Berlin: Springer, 2013, pp. 119-129.
123. MILNE, Alistair, PARBOTEEAH, Paul. The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending. *ECRI Research Report*. 2016, nr. 17, pp. 1-31. DOI: 10.2139/ssrn.2763682.
124. MINCU, Georgeta. *Evaluarea stimulentei economice pentru dezvoltarea IMM-urilor* [online]. Institutul pentru Dezvoltare și Inițiative Sociale „Viitorul”. 2018 [citat 14.04.2024]. Disponibil: <http://www.viitorul.org/files/Evaluare%20StimulenteWEB.pdf>
125. MÖHLMANN, Mareike. Collaborative consumption: determinants of satisfaction and the likelihood of using a sharing economy option again. *Journal of Consumer Behaviour*. 2015, vol. 14, nr. 3, pp. 193-207. DOI: 10.1002/cb.1512.
126. MOLLICK, Ethan R. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*. 2014, vol. 29, nr. 1, pp. 1-16. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2013.06.005.
127. MOROI, Tatiana. Oportunități de finanțare pe piața nebanară din Republica Moldova. In: *The International Scientific Conference dedicated to the 30th Anniversary of the*

- establishment of the Academy of Economic Studies of Moldova*. Chisinau, 2022, pp. 381-387. DOI: 10.53486/9789975155663.49.
128. MORSE, Adair. Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending. *NBER Working Paper*. 2015, nr. 20899, pp. 1-31. ISBN 978-0226-534-55-9.
129. NAHAPIET, Janine, GHOSHAL, Sumantra. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *The Academy of Management Review*. 1998, vol. 23, nr. 2, pp. 242-266. DOI: 10.2307/259373.
130. NING, Yixi, WANG Wei, YU Bo. The driving forces of venture capital investments. *Small Business Economics volume*. 2015, vol. 44, pp. 315-344. DOI: 10.1007/s11187-014-9591-3.
131. NORTH, Douglass C. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*. 1991, vol. 5, nr. 1, pp. 97-112 [citat 14.04.2024]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/1942704](http://www.jstor.org/stable/1942704)
132. NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012. 159 p. ISBN 978-0511-808-67-8.
133. NOWAK, Adam, ROSS, Amanda, YENCHIA, Christopher. Small Business Borrowing and Peer-to-Peer Lending: Evidence from Lending Club. *Contemporary Economic Policy*. 2018, vol. 36, nr. 2, pp. 318-336. DOI: 10.1111/coep.12252.
134. OKAMOTO, Geoffrey. Straight Talk: Nightmare Uncertainty. *Finance & Development*. 2000, vol. 57, nr. 3, pp. 10-11. ISBN 978-1513-544-59-5.
135. OMARINI, Eugenia. Peer-to-Peer Lending: Business Model Analysis and the Platform Dilemma. *International Journal of Finance, Economics and Trade (IJFET)*. 2018, vol. 2, nr. 3, pp. 31-41. ISSN 2643-038X.
- 136. PASLARI, Andrei.** Theoretical Basis Of Alternative Financial Instruments Market's Development = Теоретические Основы Становления Рынка Альтернативных Финансовых Инструментов. In: *Strategii și politici de management în economia contemporană* : conf. șt. intern., ed. a 7-a, 9-10 iunie 2022. Chisinau: ASEM, 2022, pp. 406-415. DOI: 10.53486/icspm2022.64.
- 137. PASLARI, Andrei.** Alternative Finance: A Modern Econometric Exploration Into Global Trends And Influences. In: *International Scientific Conference "Competitiveness And Innovation In The Knowledge Economy"*, September 22-23, 2023. Chisinau: ASEM, 2023, pp. 554-563. DOI: 10.53486/cike2023.5.
- 138. PASLARI, Andrei.** Analyzing Factors Influencing Moldovan Agricultural Yields. In: *Economic growth in the conditions of globalization: conference proceedings*: International

- Scientific-Practical Conference, 15th ed. Chisinau: Institutul National de Cercetări Economice, 2023, pp.142-152. DOI: 10.36004/nier.cecg.I.2023.17.14.
- 139. PASLARI, Andrei.** Blockchainul și Criptomoneda: Forțe Destructive sau Facilitatori Economici? *Economica*. 2023, vol. 3, nr. 125, pp. 66-77. DOI: 10.53486/econ.2023.125.066.
- 140. PASLARI, Andrei.** Impact analysis of the factors influencing the development of the alternative finance market in Moldova. *Financial Internet Quarterly*. 2023, vol. 19, nr. 2, pp. 78-90. DOI: 10.2478/fiqf-2023-0014.
- 141. PASLARI, Andrei.** Inflation Surge Of 2021-2023 And Monetary Policy In Eastern European Countries. *Economy and Sociology*. 2023, nr. 1, pp. 95-108. DOI: 10.36004/nier.es.2023.1-08.
- 142. PASLARI, Andrei.** Microfinance Institutions in Times of Economic Crisis. Case of Republic of Moldova. *Journal of Social Sciences*. 2023, vol. 6, nr. 3, pp. 55-67. DOI: 10.52326/jss.utm.2023.06(1).01.
- 143. PASLARI, Andrei.** The Role of Artificial Intelligence and Automation in Shaping Labor Markets. In: *Virtual International Scientific Conference "Development through Research and Innovation - 2023"*, 4-th Ed. Chisinau: ASEM, 2023, pp. 137-151. DOI: 10.53486/dri2023.10.
144. PENG, Mike W., SUN, Sunny Li, PINKHA, Brian, CHEN, Hao. The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod. *Academy of Management Perspectives*. 2009, vol. 23, nr. 3, pp. 63-81 [citat 14.04.2024]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/27747526](http://www.jstor.org/stable/27747526)
145. PEREZ, Carlota. *Technological Revolutions and Financial Capital*. Cheltenham: Edward Elgar Pub, 2002. 224 p. ISBN 978-1843-763-31-4.
146. PHILLIPON, Thomas. The Fintech opportunity. *National Bureau of Economic Research*. 2016, vol. 22476, pp. 1-25 [citat 14.04.2024]. Disponibil: <https://ssrn.com/abstract=2819862>
147. POPE, Devin G., SYDNOR, Justin R. What's in a Picture? Evidence of Discrimination from Prosper.com. *The Journal of Human Resources Home*. 2011, vol. 46, nr. 1, pp. 53-92 [citat 14.04.2024]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/25764804](http://www.jstor.org/stable/25764804)
148. PSACHAROPOULOS, George, PATRINOS, Harry Anthony. Returns to investment in education: a decennial review of the global literature. *Education Economics*. 2018, vol. 26, nr. 5, pp. 445-458. DOI: 10.1080/09645292.2018.1484426.
149. RAHIM, N., LEPANJUURI, K., DAY, F., PIGGOTT, H. *Research on the Sharing Economy* [online]. Her Majesty's Revenue and Customs UK Government. 2017 [citat 16.01.2020]. Disponibil: [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/)

- file/658728/HMRC\_Report\_453\_Sharing\_Economy.pdf
150. RAJAN, Raghuram G., ZINGALES, Luigi. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century. *National Bureau of Economic Research*. 2003, vol. 69, nr. 1, pp. 5-50. DOI: 10.1016/S0304-405X(03)00125-9.
151. RANJBARI, Meisam, MORALES-ALONSO, Gustavo, CARRASCO-GALLEGOORCID, Andruth. Conceptualizing the Sharing Economy through Presenting a Comprehensive Framework. *Sustainability*. 2018, vol. 10, nr. 7, pp. 1-24. DOI: 10.3390/su10072336.
152. RAU, P. Raghavendra. *Law, Trust, and the Development of Crowdfunding* [online]. University of Cambridge. 2017 [citat 05.05.2020]. Disponibil: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=031091004086065028110080070099098018021040001044049026109107121095111028031123121110101005043014122099042088119002105076091087052020066046041112090106116120109005085062001029121091067065071004081076120091084025>
153. RIFKIN, Jeremy. *The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things, the Collaborative Commons, and the Eclipse of Capitalism*. Stuttgart: Griffin, 2015. 448 p. ISBN 978-1137-280-11-4.
154. ROMER, Paul M. Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*. 1990, vol. 98, nr. 5, pp. 71-102, [www.jstor.org/stable/2937632](http://www.jstor.org/stable/2937632)
155. ROSSI, Alice, VISMARA Silvio. What do crowdfunding platforms do? A comparison between investment-based platforms in Europe. *Eurasian Business Review*. 2018, vol. 8, nr. 1, pp. 93-118. DOI: 10.1007/s40821-017-0092-6.
156. RUDY, Telles Jr. *Digital Matching Firms: A New Definition in the "Sharing Economy" Space* [online]. U.S. Department of Commerce. 2016 [citat 25.02.2020]. Disponibil: <https://www.commerce.gov/sites/default/files/migrated/reports/digital-matching-firms-new-definition-sharing-economy-space.pdf>
157. SAXTON, Gregory D., WANG, Lili. The Social Network Effect: The Determinants of Giving Through Social Media. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*. 2016, vol. 43, nr. 5, pp. 850-868. DOI: 10.1177/0899764013485159.
158. SCHUMPETER, Joshep Alois. *The theory of economic development; an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle*. Oxford: Oxford University Press, 1961. 255 p. ISBN 978-0195-004-61-8.
159. SCHUMPETER, Joseph Alois. *History of Economic Analysis: With a New Introduction*. Oxford: Oxford University Press, 1996. 1320 p. ISBN 978-0195-105-59-9.

160. SCHUMPETER, Joseph Alois. *Business Cycles: A Theoretical, Historical, And Statistical Analysis of the Capitalist Process*. Connecticut: Martino Publishing, 2014. 1128 p. ISBN 978-1578-985-56-2.
161. SCHWAB, Klaus. *The Global Competitiveness Report* [online]. Geneva. World Economic Forum. 2019 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)
162. SEGHERS, Arnout, MANIGART, Sophie, VANACKER, Tom. The Impact of Human and Social Capital on Entrepreneurs' Knowledge of Finance Alternatives. *Journal of Small Business Management*. 2012, vol. 50, nr. 1, pp. 63-86. DOI: 10.1111/j.1540-627X.2011.00344.x.
163. SHANE, Scott, CABLE, Daniel M. Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures, Management. *Management Science*. 2002, vol. 48, nr. 3, pp. 364-381 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: [www.jstor.org/stable/822571](http://www.jstor.org/stable/822571)
164. SHNEOR, Rotem, ZHAO, Liang, FLATEN, Bjorn-Tore. *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*. London: Palgrave Macmillan Cham, 2020. 557 p. ISBN 978-3030-463-09-0.
165. SIDAK, J. Gregory, TEECE, David J. Rewriting the Horizontal Merger Guidelines in the Name of Dynamic Competition. *The George Mason Law Review*. 2009, vol. 16, nr. 4, pp. 885-894 [citat 18.06. 2023]. Disponibil: <https://ssrn.com/abstract=1403930>
166. SINGH, Devesh, GAL, Zoltan. Economic Freedom and its Impact on Foreign Direct Investment: Global Overview. *Review of Economic Perspectives*. 2020, vol. 20, nr. 1, pp. 73-90. DOI: 10.2478/revecp-2020-0004.
167. SORIANO, Miguel, ZIEGLER, Tania, UMER, Zain, CCHEN, Hungyi. *ASEAN FinTech Ecosystem Benchmarking Study* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2019 [citat 04.10.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2019-ccaf-asean-fintech-ecosystem-benchmarking-study.pdf>
168. STANKO, Michael A., HENARD, David H. Toward a Better Understanding of Crowdfunding, Openness and the Consequences for Innovation. *Research Policy*. 2017, vol. 46, nr. 4, pp. 784-798. DOI: 10.1016/j.respol.2017.02.003.
169. STEMLER, Abbey R. The JOBS Act and crowdfunding: Harnessing the power—and money—of the masses. *Business Horizons*. 2013, vol. 56, nr. 3, pp. 271-275. ISSN 0007-6813.
170. STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics*. 1971, vol. 2, nr. 1, pp. 3-21. DOI: 10.2307/3003160.

171. SUNDARARAJAN, Arun. *The Sharing Economy: The End of Employment and the Rise of Crowd-Based Capitalism*. Cambridge: MIT Press, 2016. 256 p. ISBN 978-0262-034-57-9.
172. SUNYOUNG, Cho, PARK, ChongWoo, JUNGHWAN, Kim. Leveraging Consumption Intention with Identity Information on Sharing Economy Platforms. *Journal of Computer Information Systems*. 2019, vol. 59, nr. 2, pp. 178-187. DOI: 10.1080/08874417.2017.1326295.
173. THÜRRIDL, Carina Melanie, KAMLEITNER, Bernadette. What Goes around Comes Around? Rewards as Strategic Assets in Crowdfunding. *California Management Review*. 2016, vol. 58, nr. 2, pp. 88-110. DOI: 10.1525/cm.2016.58.2.88.
174. TUSSYADIAH, Iis. Factors of satisfaction and intention to use peer-to-peer accommodation. *International Journal of Hospitality Management*. 2016, vol. 55, pp. 70-80. DOI: 10.1016/j.ijhm.2016.03.005.
175. VERSTEIN, Andrew. *Peer-to-Peer Lending Update and Regulatory Considerations*. Wisconsin: Filene Research Institute, Incorporated, 2008. ISBN 9781932795356.
176. VISMARA, Silvio. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*. 2016, vol. 46, nr. 4, pp. 579-590. DOI: 10.2139/ssrn.2654325.
177. WANG, Huaiqing, CHEN, Kun, ZHU, Wei, SONG, Zhenxia. A process model on P2P lending. *Financial Innovation*. 2015, vol. 1, nr. 3, pp. 1-8. DOI: 10.1186/s40854-015-0002-9.
178. WANG, Wanxin, MAHMOOD, Ammara, SISMEIRO, Catarina, VULKAN, Nir. The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd. *Research Policy*. 2019, vol. 48, nr. 8, pp. 1-37. DOI: 10.1016/j.respol.2019.01.003.
179. WARDROP, Robert, ROSENBERG, Robert, ZHANG, Bryan, ZIEGLER, Tania. *Breaking new ground: the Americas alternative finance benchmarking report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2016 [citat 15.04.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf>
180. WARDROP, Robert, ZHANG, Bryan, RAU, Raghavendra, GRAY, Mia. *Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2015 [citat 04.04.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2015-uk-alternative-finance-benchmarking-report.pdf>
181. WESTLUND, Hans, BOLTON, Roger E. Local Social Capital and Entrepreneurship. *Small Business Economics*. 2003, vol. 21, nr. 2, pp. 77-113, [www.jstor.org/stable/40229280](http://www.jstor.org/stable/40229280)

182. WOSSKOW, Debbie. *Unlocking the sharing economy: An independent review* [online]. UK Government. 2014 [citat 25.01.2021]. Disponibil: [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/378291/bis-14-1227-unlocking-the-sharing-economy-an-independent-review.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/378291/bis-14-1227-unlocking-the-sharing-economy-an-independent-review.pdf)
183. WU, Wenqing, HUANG, Xuan, LI Yue, CHU, Chien-Chi. Optimal Quality Strategy and Matching Service on Crowdfunding Platforms. *Sustainability*. 2018, vol. 10, nr. 4, pp. 1-17. DOI: 10.3390/su10041053.
184. XU, Duoqi, GE, Mingyu. Equity-Based Crowdfunding in China: Beginning with the First Crowdfunding Financing Case. *Asian Journal of Law and Society*. 2017, vol. 4, nr. 1, pp. 81-107. DOI: 10.1017/als.2017.1.
185. XU, Fasheng, GUO, Xiaomeng, XIAO, Guang. *Crowdfunding vs. Bank Financing: Effects of Market Uncertainty and Word-of-Mouth Communication* [online]. Social Science Research Network. 2018 [citat 25.02.2020]. Disponibil: [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3381271\\_code2450589.pdf?abstractid=3209835&mirid=1&type=2](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3381271_code2450589.pdf?abstractid=3209835&mirid=1&type=2)
186. YIN, Hang. P2P lending's business models, risks and regulation. *International Journal of Industrial and Business Management*. 2017, vol. 1, nr. 2, pp. 1-4. DOI: 10.28933/ijibm-2017-03-0801.
187. YOON, Yeujun, LI Yu, FENG, Yan. Factors affecting platform default risk in online peer-to-peer (P2P) lending business: an empirical study using Chinese online P2P platform data. *Electronic Commerce Research*. 2018, vol. 19, nr. 1, pp. 131-158. DOI: 10.1007/s10660-018-9291-1.
188. YUM, Haewon, LEE, Byungtae, CCHAE, Myungsin. From the wisdom of crowds to my own judgment in microfinance through online peer-to-peer lending platforms. *Electronic Commerce Research and Applications*. 2012, vol. 11, nr. 5, pp. 469-483. DOI: 10.1016/j.elerap.2012.05.003.
189. ZENELI, Glediana, KACORRI, Denisa. The impact of lending on economic growth, the case of Albania. *Journal of Economics and Political Economy*. 2023, vol. 10, nr. 3-4, pp. 95-103 [citat 15.12.2019]. Disponibil: <https://journals.econsciences.com/index.php/JEPE/article/view/2451/3199>
190. ZHANG, Bryan, BAECK, Peter, ZIEGLER, Tania, BONE, Jonathan. *Pushing boundaries: the 2015 UK alternative finance industry report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2016 [citat 15.12.2019]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp->

- content/uploads/2020/08/2015-uk-alternative-finance-industry-report.pdf
191. ZHANG, Bryan, DEER, Luke, WARDROP, Robert, GRANT, Andrew. *Harnessing Potential The Asia-Pacific Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2016 [citat 18.04.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/harnessing-potential.pdf>
192. ZHANG, Bryan, WARDROP, Robert, ZIEGLER, Tania, LUI Alexis. *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2016 [citat 06.02.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf>
193. ZHANG, Bryan, ZIEGLER, Tania, GARVEY, Kieran, RIDLER, Samantha. *Entrenching Innovation: The 4th UK Alternative Finance Industry Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2017 [citat 15.02.2019]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2017-12-21-ccaf-entrenching-innov.pdf>
194. ZHAO, Qun, CHEN, Chun-Der, WANG, Jin-Long, CHEN, Pin-Chung. Determinants of backers' funding intention in crowdfunding: Social exchange theory and regulatory focus. *Telematics and Informatics*. 2017, vol. 34, nr. 1, pp. 370-384. DOI: 10.1016/j.tele.2016.06.006.
195. ZHENG, Haichao, LI, Dahui, WU, Jing, XU, Yun. The role of multidimensional social capital in crowdfunding: A comparative study in China and US. *Information & Management*. 2014, vol. 51, nr. 4, pp. 488-496. DOI: 10.1016/j.im.2014.03.003.
196. ZIEGLER, Tania, CARVAJAL, Ana Fiorella, PROPSON, Drew, KEKRE, Neha. *The Global COVID-19 Fintech Market Impact and Industry Resilience Study* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance, 2022 [citat 30.11.2022]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2022/06/2022-global-covid19-fintech-market-study.pdf>
197. ZIEGLER, Tania, SHNEOR, Rotem, GARVEY, Kieran, WENZLAFF, Karsten. *The 3rd European Alternative Finance Industry Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2019 [citat 15.09.2022]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2018-02-ccaf-exp-horizons.pdf>
198. ZIEGLER, Tania, SHNEOR, Rotem, WENZLAFF, Karsten, ODOROVIC, Ana. *Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2018 [citat 05.05.2020]. Disponibil:

- [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-05-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf)
199. ZIEGLER, Tania, SHNEOR, Rotem, WENZLAFF, Karsten, SURSEH, Krishnamurthy. *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2021 [citat 12.06.2021]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2021/06/ccaf-2021-06-report-2nd-global-alternative-finance-benchmarking-study-report.pdf>
200. ZIEGLER, Tania, SHNEOR, Rotem, WENZLAFF, Karsten, WANG, Britney Wanxin. *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* [online]. Cambridge Centre for Alternative Finance. 2020 [citat 15.05.2020]. Disponibil: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf>
201. КИЕВИЧ, Александр, КОЙПАШ, Диана. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта. *Экономика и банки*. 2016, vol. 2016, nr. 1, pp. 58-65 [citat 15.12.2019]. Disponibil: <https://econpapers.repec.org/RePEc:scn:031787:16672841>
202. КОТЕНКО, Дмитрий. Краудфандинг – инновационный инструмент инвестирования. *Закон*. 2014, vol. 5, pp. 140-145. ISSN 0869-4400.
203. КУТЕПОВ, И. А. [и др.] *Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России. Аналитический доклад*. [online]. Центр стратегических разработок. 2018 [citat 25.01.2019]. Disponibil: <https://www.csr.ru/upload/iblock/d43/d43abe96c5e5a9cc5dea8c673f5028e1.pdf>
204. ПОЛТЕРОВИЧ, В. М. *Кризис экономической теории* [online]. Лаборатория Математической Экономики ЦЭМИ РАН. 1995 [citat 15.04.2020]. Disponibil: [http://mathecon.cemi.rssi.ru/vm\\_polterovich/files/Crisis\\_Economic\\_Theory.pdf](http://mathecon.cemi.rssi.ru/vm_polterovich/files/Crisis_Economic_Theory.pdf)
205. ПОПКОВ, Владимир. Конструктивизм и множественность экономических теорий. *Вопросы социальной теории*. 2016, vol. VIII, nr. 1-2, pp. 129-151. ISSN 2227-7951.
206. СУВОРОВ, Николай. Краудное финансирование как альтернативный источник финансового обеспечения предприятий малого бизнеса. *Вестник Воронежского*

*государственного университета инженерных технологий*. 2016, vol. 2016, nr. 3, pp. 401-403. DOI: 10.20914/2310-1202-2016-3-401-403.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1. Техничко-экономические парадигмы для отдельных технологических революций

Технологическая революция	Характеристики
<p style="text-align: center;"><b>ПЕРВАЯ</b> С 1771 г. Промышленная революция, Великобритания</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Фабричное производство, механизация</li> <li>- Продуктивность/экономия времени</li> <li>- Привязанность транспорта к водным путям, локальные сети</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ВТОРАЯ</b> С 1829 г. Эпоха пара и железных дорог, Великобритания (распространялась на континентальную Европу и США)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Экономия, обусловленная агломерациями/промышленные города/национальные рынки</li> <li>- Промышленные центры с национальными транспортными сетями</li> <li>- Прогресс на основе эффекта масштаба</li> <li>- Стандартные детали/машины, сделанные с помощью машин</li> <li>- Энергия (паровая)</li> <li>- Взаимность перемещения (машин и транспортных средств)</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ТРЕТЬЯ</b> С 1875 г. Эпоха стали, электричества и тяжелой промышленности США и Германия, перехватывающие инициативу у Великобритании</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Гигантские постройки (сталь)</li> <li>- Экономия за счет масштаба заводов/вертикальная интеграция</li> <li>- Доступная энергия для промышленности (электричество)</li> <li>- Наука как средство производства</li> <li>- Всемирные сети и империи (включая картели)</li> <li>- Универсальная стандартизация</li> <li>- Введение отчетности для контроля и эффективности</li> <li>- Крупный масштаб для лидерства на мировом рынке/успешность малого бизнеса на локальном рынке</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ЧЕТВЕРТАЯ</b> С 1908 г. Эпоха нефти, автомобиля и массового производства, США (распространялась на Европу)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Массовое производство/массовые рынки, экономия на масштабе производства/горизонтальная интеграция, стандартизация товаров</li> <li>- Интенсивное использование энергетических ресурсов (нефть как основа)</li> <li>- Синтетические материалы</li> <li>- Функциональная специализация/иерархические пирамиды</li> <li>- Централизация/крупные города (пригороды)</li> <li>- Национальная мощь, всемирные соглашения и конфронтации</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>ПЯТАЯ</b> С 1971 г. Эпоха информации и телекоммуникаций, США (распространяется на Европу и Азию)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Интенсивное использование информационных ресурсов/технологий</li> <li>- Децентрализованная интеграция/сетевые структуры</li> <li>- Знание как капитал/неосязаемая добавленная стоимость</li> <li>- Гетерогенность, диверсификация, адаптивность</li> <li>- Сегментация рынков/расширение рыночных ниш</li> <li>- Экономия на масштабе и специализации</li> <li>- Глобализация/взаимодействие между глобальным и локальным</li> <li>- Внутренняя и внешняя кооперация/кластеры</li> <li>- Мгновенная связь и взаимодействие/мгновенная международная связь</li> </ul>

*Источник:* Technological Revolutions and Financial Capital [145]

## Приложение 2. Характеристики пятой волны технологических инноваций

Категория	Характеристика
Основные интенсивные факторы производства	Рабочая сила, международный капитал и технологии.
Инновационные системы	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Информация и знания передаются с очень высокой скоростью</li> <li>- Модель инноваций “Тройной спирали”: сотрудничество между государствами, фирмами и университетами для достижения целей НИОКР</li> <li>- Новые модели финансирования (например, «краудфандинг»)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Системы «Блокчейн»</li> </ul> </li> </ul>
Сектор обслуживания	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Развитие вычислительной техники и услуг ИКТ</li> <li>- Развитие глобальных сервисных сетей по всей цепочке ценности</li> <li>- Развитие высоко персонализированных услуг</li> <li>- Аутсорсинг, глобализация услуг</li> </ul>
Модели организации бизнеса	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Горизонтальные производственные и управляющие сети</li> <li>- Модель обучения в процессе деятельности</li> <li>- Многопрофильные команды</li> <li>- Глобальные фирмы</li> <li>- Управленческие модели стейкхолдеров против моделей акционеров</li> </ul>
Конкурентоспособность / Сотрудничество	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Высокая конкуренция среди экономических субъектов (государства и фирмы - МСП, многонациональные фирмы)</li> <li>- Исчезновение государственных монополий</li> <li>- Производство «точно в срок»</li> <li>- Международные торговые соглашения</li> <li>- Глобальные коммуникации.</li> <li>- Кластеры из крупного и среднего бизнеса</li> <li>- Новые модели финансирования</li> <li>- Сотрудничество для развития инноваций</li> <li>- Соглашения о свободной торговле. Европейский Союз. ОЭСР.</li> </ul>
Основные внутренние источники кредита	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Местные банки, хедж-фонды, частный и государственный капитал</li> </ul>
Основные внешние источники кредита	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Глобальные банки, хедж-фонды, суверенные фонды и частный капитал, международные экономические институты (например, МВФ, Всемирный Банк и Европейский центральный банк).</li> </ul>
Регуляторные /дерегуляторные механизмы	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Появление торговых блоков по всему миру</li> <li>- Правила «Вашингтонского консенсуса»</li> <li>- Международные экономические институты с ограниченными возможностями по регулированию мировых потоков капиталов и поведения транснациональных и глобальных фирм.</li> <li>- Ужесточение экологических норм</li> <li>- «Неолиберализм»</li> </ul>
Основные интенсивные факторы производства	Рабочая сила, международный капитал и технологии.

*Источник:* Techno-economic paradigms [37].

### Приложение 3. Виды долговых моделей рынка альтернативных инвестиционных инструментов

Категория	Бизнес-Модель	Заемщики
<b>Равноправное кредитование:</b> группа индивидуальных или институциональных инвесторов предоставляет ссуду (обеспеченную или необеспеченную) потребителю или бизнес-заемщику. Платформа P2P-кредитования действует как торговая площадка, которая связывает заемщика и инвестора таким образом, что риск финансовых потерь в случае невыплаты кредита лежит на инвесторе, а не на платформе.	Потребительское кредитование	Частные или институциональные доноры предоставляют мелкие необеспеченные кредиты потребителю заемщику.
	Бизнес-кредитование	Частные или институциональные доноры предоставляют кредит бизнес-заемщику, в основном малым и средним предприятиям.
	Кредитование недвижимости	Частные или институциональные доноры предоставляют ссуду под залог недвижимости потребителю или коммерческому заемщику
<b>Балансовая модель:</b> платформа цифрового кредитования напрямую предоставляет потребительские или бизнес-ссуды, используя средства из баланса оператора платформы. Таким образом, платформы функционируют не только как посредники, они создают и активно финансируют ссуды, поэтому риск финансовых потерь в случае невыплаты ссуды лежит на операторе платформы, который более похож на небанковского кредитного посредника.	Потребительское кредитование	Платформа предоставляет кредиты напрямую потребителю заемщику.
	Бизнес-кредитование	Платформа предоставляет кредиты напрямую бизнес-заемщику
	Кредитование недвижимости	Платформа предоставляет ссуду под залог недвижимости напрямую потребителю или коммерческому заемщику
<b>Торговля счет-фактурами:</b> все чаще расширяется в деятельность реверсивного факторинга.	Торговля счет-фактурами	Частные или институциональные доноры покупают счета-фактуры или дебиторскую задолженность со скидкой, но с немедленной оплатой.
<b>Ценные бумаги</b>	Долговые ценные бумаги	Частные или институциональные доноры покупают долговые ценные бумаги, как правило, облигации или долговые обязательства с фиксированной процентной ставкой.
	Мини-бонды	Физические лица или учреждения покупают ценные бумаги у компаний в форме необеспеченной мини-облигации, поскольку размер их номинала меньше минимальной суммы выпуска, необходимой для участия на институциональных рынках капитала.

*Источник:* составлено автором на основе отчета Кембриджского центра альтернативных финансов “The global alternative finance market benchmarking report” [200].

**Приложение 4. Переменные, используемые в модели факторов развития рынка  
альтернативных инвестиционных инструментов**

<b>Название переменной</b>	<b>Условное обозначение</b>	<b>Описание</b>	<b>Источник</b>
Доля объема рынка альтернативных инвестиционных инструментов на душу населения	<i>AFM<sub>cap</sub></i>	Объема рынка для каждой отдельной страны в долларах США	Cambridge Centre for Alternative Finance, World Bank Open Data
Индекс экономической свободы	<i>IEF</i>	Верховенство закона, эффективность регулирования, открытость рынка, налоговое бремя	The Heritage Foundation
Индекс регулятивных ограничений ПИИ	<i>REG</i>	Законодательные ограничения на прямые иностранные инвестиции	Organisation for Economic Co-operation and Development
Социальный капитал (компонента Индекса глобальной конкурентоспособности)	<i>SOCIAL</i>	Социальную сплоченность и вовлеченность, политическое участие и институциональное доверие	The World Economic Forum
Глобальный индекс инноваций	<i>GII</i>	Глобальные тенденции в инновациях, образование, инфраструктура и создание знаний в экономике	The World Intellectual Property Organization
Мировой рейтинг цифровой конкурентоспособности	<i>IMD</i>	Готовность экономики к внедрению цифровых технологий в качестве ключевого фактора экономических преобразований в бизнесе, правительстве и обществе в целом	International Institute for Management Development
Индекс финансового развития	<i>FD</i>	Степень развития финансовых институтов и рынков с точки зрения их глубины, доступа и эффективности	International Monetary Fund

**Источник:** Разработано автором на основании [4, 13, 8, 5, 14, 6, 7, 9].

**Приложение 5. Статистические данные, на основании которых производились  
расчеты эконометрической модели факторов развития рынка альтернативных  
инвестиционных инструментов**

Страна	Год	AFM	FD	ГП	IMD	REG	IEF	Social	Население
Australia	2018	1,166,546,048	0.8867	51.98	90.23	0.15	80.90	74.31	24,982,688
Australia	2019	1,211,581,537	0.881596	50.34	88.90	0.15	80.90	68.41	25,365,745
Australia	2020	1,152,469,942	0.907644	48.35	85.47	0.15	82.60	69.52	25,693,267
Brazil	2018	673,192,768	0.638264	33.44	51.69	0.10	51.40	45.10	209,469,320
Brazil	2019	4,032,593,999	0.657214	33.82	57.35	0.08	51.90	45.55	211,049,519
Brazil	2020	5,320,256,780	0.662225	31.94	52.09	0.08	53.70	50.56	212,559,409
Chile	2018	289,255,456	0.502303	37.79	68.38	0.06	75.20	51.75	18,729,166
Chile	2019	489,093,339	0.501185	36.64	66.72	0.06	75.40	51.91	18,952,035
Chile	2020	803,556,924	0.523991	33.86	61.52	0.06	76.80	48.80	19,116,209
China	2018	215,396,387,848	0.637365	53.06	74.80	0.26	57.80	50.86	1,402,760,000
China	2019	84,346,675,112	0.628955	54.82	84.29	0.24	58.40	56.09	1,407,745,000
China	2020	1,161,105,257	0.671804	53.28	84.10	0.21	59.50	57.65	1,411,100,000
Colombia	2018	192,467,200	0.387391	33.78	48.82	0.03	68.90	51.10	49,661,056
Colombia	2019	337,431,726	0.388113	33.00	56.13	0.03	67.30	49.26	50,339,443
Colombia	2020	341,719,383	0.394283	30.84	46.45	0.03	69.20	49.93	50,882,884
CzechRepublic	2018	57,647,396	0.463618	48.75	71.49	0.01	74.20	49.38	10,629,928
CzechRepublic	2019	70,145,554	0.461999	49.43	71.81	0.01	73.70	46.78	10,671,870
CzechRepublic	2020	138,293,397	0.452104	48.34	67.46	0.01	74.80	46.78	10,697,858
Denmark	2018	144,745,360	0.672406	58.39	96.76	0.03	76.60	80.89	5,793,636
Denmark	2019	149,182,200	0.670426	58.44	95.23	0.03	76.70	77.23	5,814,422
Denmark	2020	67,231,031	0.658965	57.53	96.01	0.03	78.30	78.70	5,831,404
Estonia	2018	159,526,080	0.279869	50.51	80.84	0.02	78.80	58.33	1,321,977
Estonia	2019	167,375,733	0.260875	49.97	78.67	0.02	76.60	56.65	1,326,855
Estonia	2020	151,399,674	0.279422	48.28	78.03	0.02	77.70	57.71	1,329,479
Finland	2018	379,191,520	0.625606	59.63	95.25	0.02	74.10	76.25	5,515,525
Finland	2019	458,818,328	0.641869	59.83	93.73	0.02	74.90	73.36	5,521,606
Finland	2020	390,162,223	0.64195	57.02	91.13	0.02	75.70	74.74	5,529,543
France	2018	933,132,928	0.80908	54.36	80.75	0.05	63.90	57.64	67,101,930
France	2019	1,305,833,196	0.808715	54.25	82.52	0.05	63.80	55.76	67,248,926
France	2020	1,659,732,510	0.80097	53.66	76.98	0.05	66.00	57.22	67,379,908
Germany	2018	1,276,201,472	0.724993	58.03	85.40	0.02	74.20	67.89	82,905,782
Germany	2019	1,416,759,250	0.701135	58.19	86.22	0.02	73.50	66.96	83,092,962

Germany	2020	1,482,413,458	0.74515	56.55	81.06	0.02	73.50	66.72	83,160,871
India	2018	547,428,160	0.451867	35.18	57.07	0.21	54.50	49.49	1,352,642,283
India	2019	2,918,927,515	0.446192	36.58	64.95	0.21	55.20	50.88	1,366,417,756
India	2020	1,711,415,457	0.515822	35.59	54.84	0.21	56.50	51.45	1,380,004,385
Indonesia	2018	1,451,228,928	0.358722	29.80	45.78	0.35	64.20	67.37	267,670,549
Indonesia	2019	1,446,645,878	0.356251	29.72	58.01	0.35	65.80	66.51	270,625,567
Indonesia	2020	1,448,268,490	0.363282	26.49	50.07	0.35	67.20	66.80	273,523,621
Ireland	2018	19,887,376	0.671306	57.19	84.28	0.04	80.40	69.32	4,867,316
Ireland	2019	32,462,128	0.65965	56.10	85.86	0.04	80.50	67.18	4,934,340
Ireland	2020	151,459,159	0.637843	53.05	79.23	0.04	80.90	66.56	4,985,674
Italy	2018	532,583,424	0.765037	46.32	64.96	0.05	62.50	55.41	60,421,760
Italy	2019	1,553,067,817	0.766289	46.30	67.90	0.05	62.20	53.49	59,729,081
Italy	2020	1,857,579,607	0.773186	45.74	60.91	0.05	63.80	52.60	59,449,527
Japan	2018	1,074,756,864	0.889943	54.95	82.17	0.05	72.30	45.50	126,811,000
Japan	2019	598,652,506	0.903341	54.68	82.77	0.05	72.10	42.66	126,633,000
Japan	2020	1,141,081,739	0.924516	52.70	75.10	0.05	73.30	43.62	126,261,000
Kazakhstan	2018	86,972,728	0.329866	31.42	65.50	0.11	69.10	58.59	18,276,452
Kazakhstan	2019	260,409,199	0.315682	31.03	72.62	0.11	65.40	53.01	18,513,673
Kazakhstan	2020	172,733,120	0.325021	28.56	66.52	0.11	69.60	57.99	18,755,666
Lithuania	2018	136,458,928	0.215758	41.19	76.06	0.02	75.30	47.39	2,801,543
Lithuania	2019	189,489,200	0.204111	41.46	77.58	0.02	74.20	41.79	2,794,137
Lithuania	2020	247,142,425	0.20517	39.18	72.93	0.02	76.70	39.48	2,794,885
Mexico	2018	233,390,656	0.392992	35.34	56.38	0.19	64.80	45.10	126,190,782
Mexico	2019	547,898,667	0.391645	36.06	60.41	0.19	64.70	47.58	127,575,529
Mexico	2020	536,819,485	0.407025	33.60	51.51	0.19	66.00	50.37	128,932,753
Netherlands	2018	1,806,298,624	0.728356	63.32	93.89	0.02	76.20	76.26	17,231,624
Netherlands	2019	2,875,853,129	0.680782	61.44	94.26	0.02	76.80	72.95	17,344,874
Netherlands	2020	559,956,013	0.669782	58.76	92.57	0.02	77.00	70.96	17,441,500
Norway	2018	34,396,224	0.655344	52.63	95.72	0.09	74.30	81.08	5,311,916
Norway	2019	53,865,547	0.651825	51.87	93.67	0.09	73.00	77.15	5,347,896
Norway	2020	100,522,038	0.661393	49.29	92.17	0.09	73.40	76.89	5,379,475
Poland	2018	333,293,184	0.439498	41.67	68.56	0.07	68.50	50.55	37,974,750
Poland	2019	523,851,123	0.430384	41.31	73.71	0.07	67.80	47.61	37,965,475
Poland	2020	389,928,182	0.451177	39.95	69.23	0.07	69.10	48.32	37,899,070
Romania	2018	20,648,130	0.275472	37.59	57.09	0.01	69.40	47.16	19,473,970
Romania	2019	29,850,948	0.258681	36.76	62.76	0.01	68.60	46.36	19,371,648
Romania	2020	44,492,254	0.268102	35.95	53.67	0.02	69.70	44.94	19,257,520

SouthKorea	2018	753,380,992	0.808913	56.63	87.98	0.14	73.80	46.90	51,585,058
SouthKorea	2019	1,604,485,918	0.827733	56.55	91.30	0.14	72.30	43.18	51,764,822
SouthKorea	2020	1,303,541,751	0.831571	56.11	92.25	0.14	74.00	46.16	51,836,239
Spain	2018	419,040,224	0.84326	48.68	74.27	0.02	65.10	56.83	46,797,754
Spain	2019	610,473,330	0.813808	47.85	78.74	0.02	65.70	58.66	47,134,837
Spain	2020	673,607,601	0.826692	45.60	68.99	0.02	66.90	60.77	47,363,419
Sweden	2018	298,038,528	0.777656	63.08	97.45	0.06	76.30	72.85	10,175,214
Sweden	2019	293,874,102	0.733101	63.65	96.07	0.06	75.20	70.22	10,278,887
Sweden	2020	364,295,886	0.7243	62.47	95.15	0.06	74.90	71.69	10,353,442
Switzerland	2018	83,993,232	0.958157	68.40	95.85	0.08	81.70	72.11	8,514,329
Switzerland	2019	68,826,495	0.919035	67.24	94.65	0.08	81.90	71.41	8,575,280
Switzerland	2020	83,916,833	0.947814	66.08	93.69	0.08	82.00	70.03	8,636,561
Ukraine	2018	26,893,774	0.198256	38.52	51.29	0.12	51.90	44.37	44,622,518
Ukraine	2019	542,580,428	0.209708	37.40	55.26	0.12	52.30	42.91	44,386,203
Ukraine	2020	400,685,110	0.194237	36.32	48.81	0.12	54.90	44.01	44,132,049
UnitedKingdom	2018	10,367,889,408	0.908157	60.13	93.24	0.04	78.00	68.54	66,460,344
UnitedKingdom	2019	11,015,704,173	0.906611	61.30	88.69	0.04	78.90	66.03	66,836,327
UnitedKingdom	2020	12,642,678,927	0.890833	59.78	86.31	0.04	79.30	66.92	67,081,000
UnitedStates	2018	61,134,356,480	0.916546	59.81	100.00	0.09	75.70	69.56	326,838,199
UnitedStates	2019	51,517,809,479	0.913869	61.73	100.00	0.09	76.80	66.08	328,329,953
UnitedStates	2020	73,620,196,501	0.90761	60.56	100.00	0.09	76.60	67.23	331,501,080

**Источник:** Разработано автором на основании данных [4, 13, 8, 5, 14, 6, 7, 9].

**Приложение 6. Результат оценки регрессии модели факторов развития рынка  
альтернативных инвестиционных инструментов**

Dependent Variable: LOG(AFM_CAP)				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 03/20/23 Time: 18:43				
Sample: 2018 2020				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Iterate weights to convergence				
Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Convergence achieved after 108 weight iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.283789	2.154835	-4.308352	0.0000
LOG(FD)	1.531350	0.193277	7.923066	0.0000
LOG(SOCIAL)	0.663582	0.260991	2.542551	0.0128
LOG((IMD+GII)/2)	0.375678	0.247508	1.517839	0.1328
LOG((REG+IEF)/2)	2.389527	0.536569	4.453344	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.953425	Mean dependent var		9.044271
Adjusted R-squared	0.951234	S.D. dependent var		15.05096
S.E. of regression	1.355508	Akaike info criterion		2.284302
Sum squared resid	156.1792	Schwarz criterion		2.423180
Log likelihood	-97.79360	Hannan-Quinn criter.		2.340306
F-statistic	435.0064	Durbin-Watson stat		0.996003
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.112252	Mean dependent var		2.767633
Sum squared resid	156.1815	Durbin-Watson stat		0.485120

*Источник:* Разработано автором с помощью программы EViews

## ДЕКЛАРАЦИЯ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Нижеподписавшийся, заявляю под личную ответственность, что материалы, представленные в докторской диссертации, являются результатом личных научных исследований и разработок. Осознаю, что в противном случае, буду нести ответственность в соответствии с действующим законодательством.

Пасларь Андрей



## CV АВТОРА

---

### ЛИЧНАЯ ИНФОРМАЦИЯ



**Пасларь Андрей**  
**Paslari Andrei**

☎ +373 69 61 28 21

[andrei.paslari@gmail.com](mailto:andrei.paslari@gmail.com)

Пол мужской / Дата рождения 30/11/1987

---

### ОПЫТ РАБОТЫ

Период работы	02/2017 – н.в.
Занимаемая должность	Менеджер по закупкам
Работодатель	Agrofloris-Nord SRL, Chisinau, Moldova
Период работы	01/2015 – 01/2017
Занимаемая должность	Руководитель коммерческого офиса
Работодатель	Floarea International SRL, Bucuresti, Romania
Период работы	08/2009 – 12/2014
Занимаемая должность	Экономист по финансам
Работодатель	Vest-Resurs SRL, Chisinau

---

### ОБРАЗОВАНИЕ

Период учебы	2019 – н.в.
Вид образования	Школа докторантуры по научной специальности "Финансы"
Название учебного заведения	Academia de Studii Economice din Moldova
Период учебы	2009 - 2011
Вид образования	Мастерат по специальности "Корпоративные финансы и страхование"
Название учебного заведения	Academia de Studii Economice din Moldova
Период учебы	2006-2009
Вид образования	Бакалавриат по специальности "Финансы и Банки"
Название учебного заведения	Academia de Studii Economice din Moldova

---

## НАВЫКИ И УМЕНИЯ

---

Родной язык	Болгарский		
Другие языки	Румынский, английский, русский, французский		
Самооценка	понимание	Речевые навыки	Навыки письма
Румынский	C1	C1	C1
Английский	C1	C1	C1
Русский	C2	C2	C2
Французский	B1	B1	B1

### Организационные навыки

Компьютерные навыки      Microsoft Office (Word, Excel, PowerPoint), Adobe Photoshop

### Публикации (название на языке оригинала)

Журнал	Financial Internet Quarterly, 2023, Vol. 19, Issue 2
Тема статьи	Impact analysis of the factors influencing the development of the alternative finance market in Moldova, pp. 78-90. <a href="https://doi.org/10.2478/fiqf-2023-0014">https://doi.org/10.2478/fiqf-2023-0014</a>
Журнал	Economy and Sociology, 2023, nr.1
Тема статьи	Inflation Surge of 2021-2023 and Monetary Policy in Eastern European Countries, pp. 95-108 <a href="https://doi.org/10.36004/nier.es.2023.1-08">https://doi.org/10.36004/nier.es.2023.1-08</a>
Журнал	Journal of Social Sciences, 2023, Vol. VI, nr.3
Тема статьи	Microfinance Institutions in Times of Economic Crisis. Case of Republic of Moldova, pp. 55-67. <a href="https://doi.org/10.52326/jss.utm.2023.6(3).04">https://doi.org/10.52326/jss.utm.2023.6(3).04</a>
Журнал	Economica, 2023, nr. 3 (125)
Тема статьи	Blockchainul și criptomoneda: forțe distructive sau facilitatori economici? pp. 66-77. <a href="https://doi.org/10.53486/econ.2023.125.066">https://doi.org/10.53486/econ.2023.125.066</a>