

### ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ И РЕЗЕРВЫ РЕГИОНАЛЬНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ<sup>1</sup>

В статье определяется роль и место регионального рынка ценных бумаг в системе финансирования инвестиционной деятельности. Анализируются резервы и возможности активизации российского и регионального фондовых рынков в современных условиях. Формулируются принципы формирования регионального механизма управления фондовыми процессами.

В современных условиях качественного совершенствования рыночных отношений всё большую роль в обеспечении инновационного развития российской экономики играет рынок ценных бумаг. Его влияние распространяется на все иерархические уровни управления, начиная от субъекта хозяйствования и кончая экономикой страны. В условиях развитой рыночной экономики роль рынка ценных бумаг в инвестиционных отношениях настолько велика, что некоторые западные экономисты отождествляют его сущность с инвестиционным процессом в целом.

Следует отметить, что достаточно широкое использование ценных бумаг в целях массового привлечения средств населения для решения финансовых проблем государства было характерно для России как в феодальный и дореволюционный капиталистический период, так и в советский период экономического развития. Однако наиболее широкое и гармоничное использование рынка ценных бумаг обеспечивается в период развитых рыночных отношений, когда на него возлагается ряд важнейших экономических функций, таких как перераспределение прав собственности, привлечение, перераспределение и размещение финансовых ресурсов внутренних и внешних инвесторов, иностранных инвестиций, кредитной компенсации временной нехватки финансовых ресурсов у отдельных физических, юридических лиц и т. д.

На стадии воссоздания фондового рынка в России, в период 90-х годов, механизм рынка ценных бумаг использовался преимущественно для покрытия дефицитов федерального, региональных и муниципальных бюджетов, перераспределения прав собственности по приватизированным объектам, а также в качестве документального подтверждения обязательств по заёмным операциям. При этом заёмное привлечение финансовых ресурсов носило преимущественно краткосрочный характер, и практически все мобилизуемые средства использовались для финансирования текущих расходов. Инвестиционная составляющая этих ресурсов или полностью отсутствовала, или была незначительна.

На современной стадии развития и совершенствования рыночных отношений основные задачи российского рынка ценных бумаг значительно изменились. Во-первых, финансовые заимствования с использованием инструментов фондового рынка постепенно приобретают всё более инвестиционный характер, они служат развитию и совершенствованию производства. Во-вторых, значительно возрастает на российском фондовом рынке роль корпоративных ценных бумаг. В-третьих, проводимые сегодня территориальные и корпоративные займы приобретают преимущественно среднесрочный и долгосрочный характер. В-четвёртых, серьёзно выросли масштабы проводимых эмиссий ценных бумаг. В-пятых, многие территориальные и корпоративные структуры всё большее внимание переносят с внутренних на вне-

<sup>1</sup> Исследование проводится при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований. Грант 06-06-80348.

шие фондовые рынки. Всё это свидетельствует, что финансовые процессы, происходящие на российском рынке ценных бумаг, становятся всё более цивилизованными, способствуют развитию и совершенствованию производства и все больше ориентируются на выполнение инвестиционных функций.

*Рынок ценных бумаг* – это финансовый институт, функционирующий в качестве саморегулирующейся системы экономических отношений, обеспечивающих мобилизацию и перераспределение финансовых ресурсов, а также прав собственников на основе согласования интересов участников этого процесса с помощью специфических финансовых инструментов – различных видов ценных бумаг.

Несмотря на то, что автономного регионального рынка ценных бумаг реально не существует, тем не менее масштабы и эффективность проведения операций с региональными, муниципальными и корпоративными ценными бумагами, в той или иной степени связанными с экономикой данной территориальной системы, обеспечивают привлечение финансовых ресурсов для ее устойчивого развития. Поэтому имеется сегмент российского фондового рынка, который реализует определённые региональные интересы с помощью своих специфических инструментов – региональных, муниципальных и корпоративных ценных бумаг. Использование этих ценных бумаг имеет ярко выраженный региональный характер, определённые формы, функции и задачи. Может существовать и региональный механизм управления процессом их эмиссии и функционирования, соответствующая региональная инфраструктура. Российский опыт показывает, что наиболее активно фондовые процессы развиваются в тех территориальных системах, где созданы и действуют фондовые биржи, региональные фондовые площадки и другие инфраструктурные институты фондового рынка, в том числе и созданные с участием территориальных органов управления, поэтому этот сегмент российского фондового рынка условно можно назвать региональным рынком ценных бумаг.

*Региональный рынок ценных бумаг* – это искусственно выделяемый сегмент российского фондового рынка, который призван обеспечивать мобилизацию и перераспределение

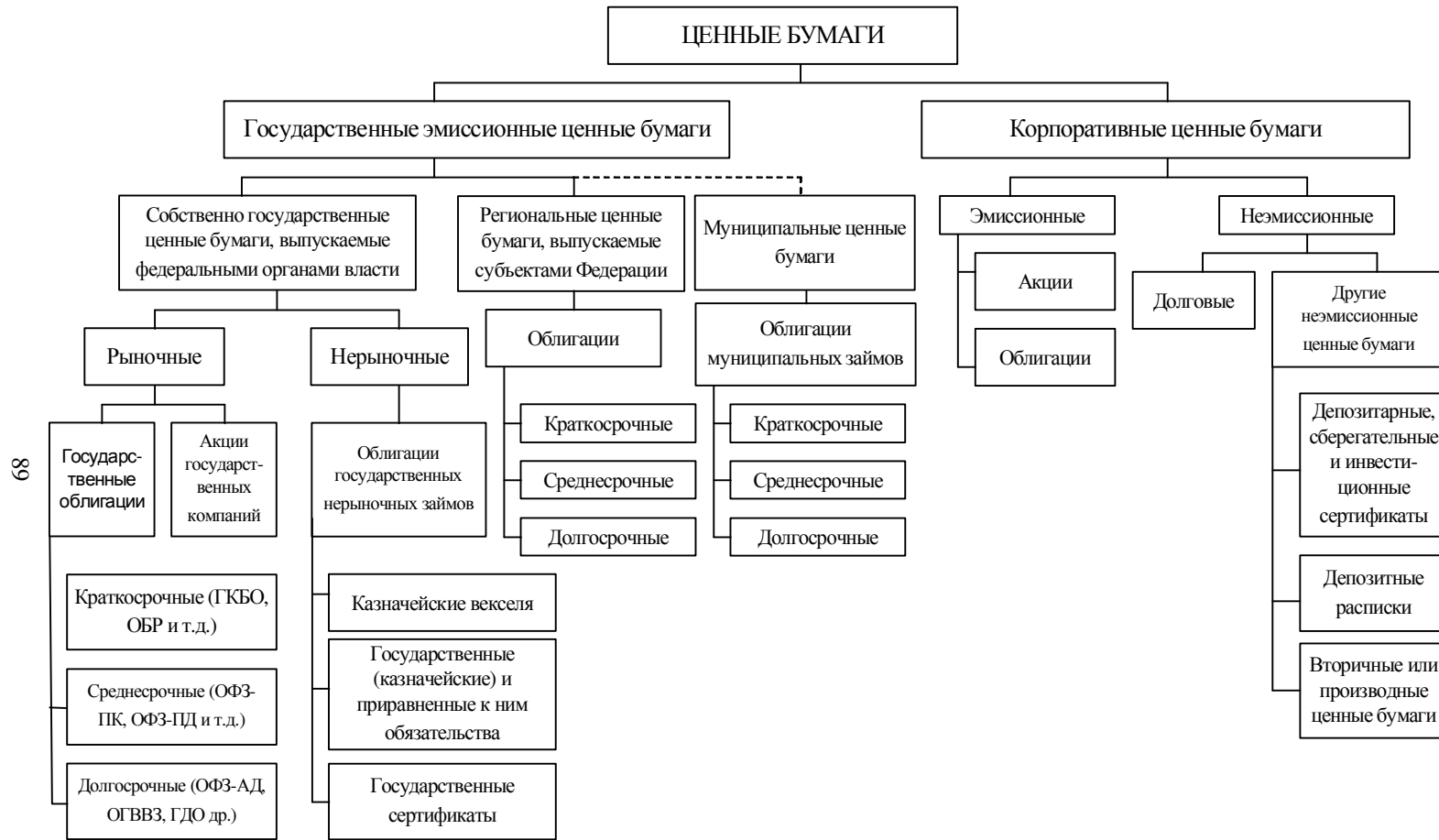
финансовых ресурсов в рамках определённой территориальной системы, в интересах ее комплексного инновационного развития.

На региональном рынке ценных бумаг функционируют все их виды, однако наиболее полно территориальные интересы отражают региональные, муниципальные и корпоративные ценные бумаги. Причём интересы отдельных субъектов фондовых отношений могут как согласоваться, так и противоречить друг другу, а мобилизация финансовых ресурсов может иметь как инвестиционное, так и неинвестиционное предназначение.

Как и фондовый рынок вообще, региональный рынок ценных бумаг реализует *две основные инвестиционные функции*: привлечение финансовых ресурсов из различных источников в целях обеспечения инвестиционного развития экономики территорий и перераспределения инвестиционных ресурсов в интересах опережающего инновационного развития технологически прогрессивных отраслей, производств и объектов; привлечение финансовых ресурсов посредством рынка ценных бумаг. На региональном уровне достигается путём эмиссии и размещения на первичном рынке региональных, муниципальных, а также корпоративных ценных бумаг субъектов хозяйствования, осуществляющих свою экономическую деятельность преимущественно в рамках данной территориальной системы. Структура ценных бумаг, функционирующих на региональных фондовых рынках, приведена на рисунке.

Основными документами, определяющими масштабы и эффективность региональных рынков ценных бумаг России, являются облигационные займы субъектов Федерации и муниципальных образований, объём заимствований по которым по состоянию на 1.01.2005 г. составил 122,4 млрд р., и корпоративные займы, стоимость облигаций которых в этот период составила порядка 245 млрд р. или соответственно 13,1 и 26,3 % от общего объема российских облигационных заимствований<sup>2</sup>. Облигации территориальных займов могут быть разных видов и размещаться как на биржевом, так и внебиржевом рынке.

<sup>2</sup> Пахомов С.Б. Займы, ускоряющие экономическое развитие // Региональная экономика: теория и практика. 2005. № 4. С. 48.



68

*Классификация российских ценных бумаг*

В период до дефолта 1998 г. активность субъектов Федерации по проведению субфедеральных займов была более высокой. Она обуславливалась, с одной стороны, использованием этого механизма для покрытия задолженности регионов по государственным кредитам и субсидиям, предоставленным региональному агропромышленному комплексу. И, с другой стороны, серьёзным дефицитом региональных бюджетов в период становления рынка, для покрытия которого и применялись региональные займы. Большинство этих займов имело внутренний характер и распространялось либо в границах данной территориальной системы, либо в масштабах России. Ряд субъектов Федерации, таких как Москва и Санкт-Петербург, Нижегородская, Московская и Свердловская области получили разрешение правительства страны на проведение внешних займов. Однако реально ими в период 90-х годов воспользовались только первые три субъекта Федерации. В дальнейшем выход регионов на международный фондовый рынок регулировался положениями Бюджетного кодекса РФ.

После дефолта 1998 г. некоторые из регионов и муниципальных образований, такие как Москва и Санкт-Петербург, Ханты-Мансийский и Ямало-Ненецкий автономные округа, Республика Саха (Якутия) продолжили проводить активную заёмную политику на рынке ценных бумаг. Причём только в Москве и Санкт-Петербурге этот процесс носил системный, стабильный, масштабный и плановый характер. В частности, объём государственных облигаций города Москвы, размещённых на внутреннем рынке в 2004 г., равнялся 32,4 млрд р. Ещё 13,4 млрд. руб. или 374 млн евро составили размещения по еврозайму. Доходность от проведённых займов в зависимости от конъюнктуры, срочности размещения и периода обращения<sup>3</sup>.

Характерной особенностью политики финансовых взаимоотношений этих городов в последние годы является преимущественное ориентирование на проведение среднесрочных и долгосрочных займов. Но при этом от практики краткосрочных заимствований они также не отказываются. Существенным отличием фондовой политики Санкт-Петербурга

является преимущественная ориентация не на крупных инвесторов, как в Москве, а на использование финансовых ресурсов широкого круга физических и юридических лиц.

Мобилизация финансовых ресурсов субъектами хозяйствования на региональном фондовом рынке обеспечивается, как правило, посредством размещения дополнительных эмиссий акций и облигаций. Активизация таких операций в России связана как с приобретением определенной стабильности в экономике государства, так и с овладением персоналом современных российских компаний прогрессивными рыночными формами и методами управления финансовыми процессами, в том числе и с использованием возможностей фондового рынка. Размещение корпоративных акций и облигаций может иметь как биржевой, путём проведения IPO акций, так и внебиржевой характер. Сегодня крупные российские компании все активнее проводят IPO акции по размещению своих ценных бумаг. Если в 2002 г. объём привлечённых российскими компаниями средств за счет проведения IPO акций составил 13,3 млн дол., в 2003 г. – 14,4 млн дол., то в 2004 г. он увеличился до 301,2 млн дол., а за первую половину 2005 г. составил 294 млн дол.<sup>4</sup> А доля отечественных производителей в общем объёме операций на российских фондовых биржах выросла в 2004 г. более чем в десять раз. Кроме того, обладая достаточно высоким уровнем капитализации и кредитного доверия за рубежом, в настоящее время многие крупные российские компании и банки предпочитают увеличивать масштабы размещения своих займов и пакетов акций на иностранных биржах.

В отличие от первой инвестиционной функции фондового рынка по привлечению финансовых ресурсов, которая реализуется преимущественно на первичном рынке путем продажи дополнительных эмиссий акций и облигаций, вторая его функция перераспределения инвестиционных ресурсов осуществляется в основном на вторичном рынке ценных бумаг. Причем реализуется эта функция не прямым, а косвенным путем, через повышение ликвидности и уровня капитализации ценных бумаг соответствующих компаний. Повышение уровня ликвидности

<sup>3</sup> Пахомов С.Б. Указ. соч. С.46-48.

<sup>4</sup> Финанс, 2005. № 39. 24-30 октября. С. 54.

и капитализации компании способствует укреплению доверия к ней со стороны кредиторов и инвесторов, упрощает условия получения займов и кредитов, снижает их стоимость.

Как показывает опыт развитых стран мира, именно долгосрочные банковские кредиты в цивилизованных рыночных условиях являются основным инвестиционным источником развития и совершенствования производства. В развивающихся государствах на стадии становления и совершенствования рыночного процесса к ним тесно примыкают ресурсы, полученные в результате отечественных и особенно зарубежных займов.

При этом рост уровня ликвидности и капитализации компаний, функционирующих в прогрессивных и активно развивающихся сферах экономики, вызывает и соответствующий рост котировок их ценных бумаг. В свою очередь, рост котировок акций и облигаций этих компаний обеспечивает им благоприятную возможность привлечения инвестиционных ресурсов на более выгодных условиях, в том числе и посредством первичного фондового рынка. В традиционных, более морально устаревших производствах и сферах экономики, эффективность производства снижается, котировки их ценных бумаг падают и это вызывает отток капитала в более активные сферы экономики. С изменением приоритетов экономического развития происходит циклический переток капитала в другие сферы и отрасли, в котором рынок ценных бумаг выполняет самую активную функцию, являясь своеобразным регулятором перетока капитала.

Используя рассмотренные выше особенности функционирования рынка ценных бумаг, в том числе и регионального, государственные и территориальные органы управления могут активной вмешиваться в фондовый процесс, обеспечивая, во-первых, за счёт притока дополнительного капитала активное развитие экономики страны и отдельных территорий. И, во-вторых, стимулируя переток инвестиционного капитала в те отрасли и сферы, которые способны оказать катализирующее влияние на развитие экономики.

Показательным примером в этом отношении является экономика Китая, где посредством государственных и региональных

займов сегодня мобилизуется подавляющая часть свободных финансовых ресурсов населения. При этом решаются сразу две задачи. С одной стороны, эти ресурсы направляются на развитие приоритетных инновационных сфер экономики, определенных государственной и региональной стратегией экономического развития. С другой стороны, государственная мобилизация избыточных финансовых ресурсов населения снижает уровень инфляционных тенденций. Естественно, это происходит только в том случае, если мобилизуемые ресурсы эффективно используются, поэтому в Китае сегодня стоит вопрос об определенном снижении и оптимизации масштабов таких мобилизаций.

Таким образом, выступая активными участниками фондового рынка, государство и регионы способны через его механизм реализовать свои инвестиционные интересы экономического развития. При этом инвестиционные интересы территорий, в целом соответствуя государственным, могут в определенной степени отличаться от них, детализируя и дополняя их содержание с учетом ресурсов и возможностей своего экономического развития.

Главной целью развития и совершенствования регионального рынка ценных бумаг является достижение оптимальной мобилизации и использования свободных финансовых ресурсов физических и юридических лиц в интересах обеспечения активного инновационного развития территории и на этой основе устойчивого роста благосостояния его населения. Реализация поставленной цели обеспечивается решением следующих основных задач:

- оптимизации масштабов привлечения свободных финансовых ресурсов для экономического развития территории;
- придания использованию мобилизованных ресурсов инвестиционной и инновационной направленности;
- формирования с использованием ресурсов фондового рынка инвестиционно активных собственников;
- обеспечения эффективного использования мобилизуемых с помощью рынка ценных бумаг финансовых ресурсов.

Исходя из приведённых выше цели и задач, региональный рынок ценных бумаг реализует две основные инвестиционные функции. Первая из них связана с оптимизацией размеров мобилизации финансовых ресурсов посредством выпуска региональных ценных бумаг, эффективным их распределением и использованием, приданием этому процессу инвестиционной и инновационной направленности. Реализация этой функции обеспечивается, во-первых, через формирование прогрессивной региональной законодательной базы, регламентирующей процессы выпуска и функционирования субфедеральных ценных бумаг. Её создание, в частности, предполагает разработку регионального закона, регламентирующего порядок проведения территориальных займов, распределения и использования полученных в ходе их осуществления финансовых ресурсов, выпуска других региональных ценных бумаг, а также разработку пакета региональных законов, определяющих процедуру проведения специализированных целевых территориальных займов и лотерей. И, во-вторых, развитие и совершенствование регионального механизма управления с помощью использования мобилизуемых ресурсов посредством субфедеральных ценных бумаг финансовых ресурсов. В свою очередь, создание такого механизма предполагает формирование специализированной региональной структуры управления фондовыми процессами и внедрение прогрессивных форм и методов программно-целевого управления инвестиционным использованием мобилизуемых ресурсов.

В состав региональной структуры управления фондовыми процессами наряду с органами, осуществляющими законодательную регламентацию и общее руководство этими процессами, такими как Законодательное собрание или Дума субъекта Федерации, региональное отделение федеральной службы по финансовым рынкам и другими, а также функциональными органами территориального управления фондовыми процессами (структурными подразделениями Министров экономики, финансов по управлению государственным имуществом субъекта

Федерации и т. д.) входят территориальные и коммерческие инвестиционно-финансовые институты, уполномоченные региональными органами власти на проведение определённых операций по выпуску и реализации ценных бумаг и обеспечение эффективного использования привлекаемых с их помощью финансовых ресурсов.

Приоритетной формой управления использованием этих ресурсов является конкурсное финансирование за счёт привлекаемых средств отдельных технологических направлений или инвестиционных проектов в рамках региональных целевых программ, определяющих ускоренное инвестиционное развитие территориальной системы. Отбор инвестиционных проектов для регионального финансирования осуществляется по многокритериальной системе с учётом федеральных и территориальных приоритетов экономического развития и оценки эффективности реализации самих проектов.

Второй основной инвестиционной функцией регионального рынка ценных бумаг является координация и стимулирование привлечения финансовых ресурсов для экономического развития предприятий и организаций посредством эмиссии корпоративных ценных бумаг, придание этому процессу инновационной направленности. Типичными методами регионального стимулирования активности инвесторов на рынке корпоративных ценных бумаг является предоставление налоговых льгот по платежам в региональные бюджеты, льготные тарифы на землю и другие объекты территориальной собственности, другие преференции. Имеет значение и частичное участие территорий в финансировании важных для их развития коммерческих объектов.

Результаты проведённого исследования и анализ мирового опыта показывают, что оптимизация использования потенциала и резервов фондового рынка, в том числе и на региональном уровне при условии придания этим отношениям инвестиционного характера, может явиться важным фактором, активизирующим развитие экономики отдельных регионов и страны в целом.