

Д.А. Середников, аспирант
Курганский ф-л Института экономики УрО РАН, г. Курган

АНАЛИЗ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЕГИОНАЛЬНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ (НА ПРИМЕРЕ КУРГАНСКОЙ ОБЛАСТИ)

В статье дана оценка состоянию рынка ценных бумаг дотационного региона, а также сформулированы основные направления его развития, которые дадут возможность решить задачу привлечения инвестиционных ресурсов в экономику региона. Делается вывод, что развитие конкурентоспособного рынка ценных бумаг в масштабе страны необходимо начать именно с регионального уровня.

В настоящее время политика Правительства РФ направлена на усиление роли территорий в социально-экономическом развитии общества. Одним из основных направлений реформирования российской экономики является становление региональных сегментов рынка ценных бумаг, так как их развитие позволяет перенести часть ответственности по проведению экономических реформ и стабилизации экономической ситуации с центра на регионы. Рынок ценных бумаг в качестве источника финансирования все активнее начинают использовать региональные эмитенты, особенно те, кто имеет достаточно высокую инвестиционную привлекательность.

При этом формирующиеся рынки ценных бумаг, с одной стороны, должны отвечать региональным интересам, учитывая особенности развития территории; с другой – выступать как часть общероссийского фондового пространства. Региональные органы власти вынуждены самостоятельно отвечать за большую часть программ развития региона. С целью обеспечения гарантии социально-экономического развития регионы вынуждены включать собствен-

ные финансовые механизмы изыскания доходов, вскрытия внутренних резервов, привлечения внешних финансовых ресурсов. Многие из них испытывают значительный дефицит средств на инвестиции. Между тем действующая налоговая система финансирования нужд региона не позволяет полностью решать его финансовые проблемы. В сложившихся условиях одним из важнейших источников поиска финансовых ресурсов для региональных нужд должен стать финансовый рынок, в том числе и рынок ценных бумаг. Для этого есть необходимые предпосылки – наличие средств у одних субъектов экономических отношений и их дефицит у других.

Наличие регионального рынка необходимо признать в силу уже того, что существуют региональные эмитенты и инвесторы как субъекты экономических отношений. Сегодня состояние региональных рынков ценных бумаг определяется тем, что основная часть денежных потоков страны замыкается на Москве и Санкт-Петербурге, где проявляется активность фондовой торговли, существует наиболее развитая инфраструктура. Фондовый рынок в крупных городах Российской Федерации в настоящее

время также развивается достаточно быстрыми темпами, привлекая тем самым значительные инвестиционные ресурсы. Проблемы развития регионального рынка ценных бумаг в отличие от общероссийского усиливаются спецификой его развития: имеющийся промышленный, финансово-экономический, социально-культурный потенциал региона, его структура, темпы и тенденции развития, а также действующая система и механизмы управления.

Рынок ценных бумаг Курганской области зародился в процессе формирования акционерной формы собственности в период приватизации государственных предприятий. Поэтому цель первичных эмиссий на этапе формирования рынка состояла не в привлечении инвестиционных ресурсов, а в преобразовании государственной собственности. Форми-

рование рынка ценных бумаг области происходило в общем русле реформирования экономики, становления рыночных отношений, структурной и институциональной перестройки. Оценку пройденного пути, созданных предпосылок для дальнейшего развития рынка ценных бумаг следует начать с исследования его составных частей. На рис. 1 отражена совокупность основных участников рынка ценных бумаг в зависимости от их функционального назначения.

Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» эмитентами выступают юридические лица или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими. Исходя из этого эмитентами являются государство

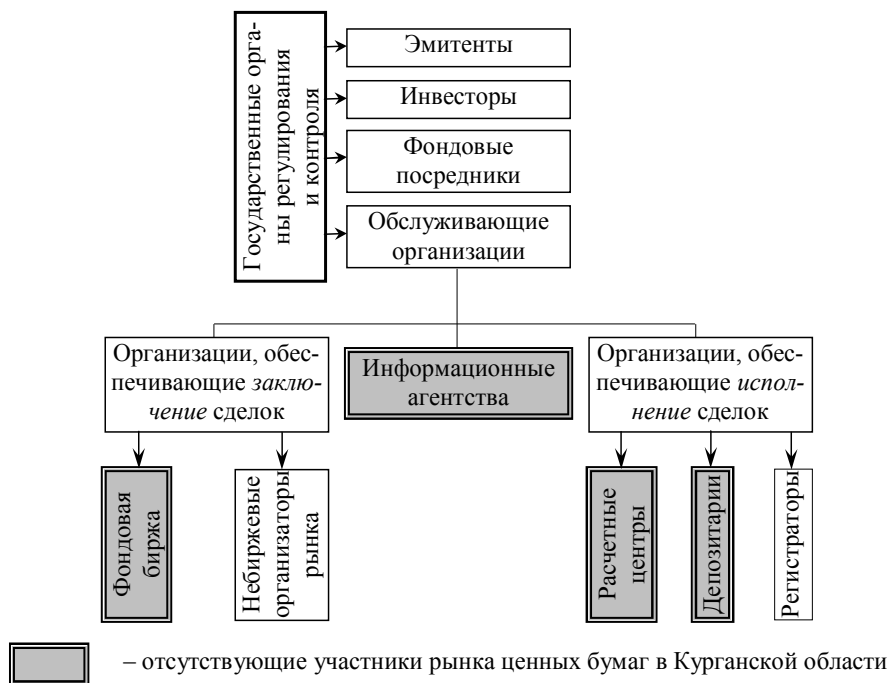


Рис. 1. Участники рынка ценных бумаг

в лице Правительства России и Правительства Курганской области, акционерные общества и кредитные организации. По состоянию на 01.01.2007 г. в области зарегистрировано 17302 предприятий и организаций, из них 11002 – с частной формой собственности.

Количество потенциальных эмитентов в регионе находится на низком уровне, поэтому существование проблемы поиска ресурсов для области в настоящее время остается актуальным¹. Можно выделить две причины этого: во-первых, Курганская область является дотационной территорией, как и большинство регионов России. Значимость данной проблемы отчетливо видна на примере такого показателя, как «доля поступлений из федерального бюджета к доходам консолидированного бюджета»: в 2002 г. – 53,3 %, 2003 – 51,8 %, 2004 – 47,8 %, 2005 – 48,1 %, и в 2006 г. – 44,1 %. Во-вторых, регион имеет сельскохозяйственную направленность, о чем свидетельствует доля таких предприятий и организаций (являющиеся сегодня низкорентабельными) в общей структуре экономики по видам экономической деятельности (на 01.01.2007 – 18,9 %), промышленные предприятия и организации в общей структуре занимают незначительную долю (на 01.01.2007 – 8,9%). До 2000 г. во всех отраслях производственной сферы Курганской области наблюдался спад производства. Особенно интенсивно процесс спада происходил в промышленном производстве. Так, по сравнению с 1990 г., объем промышленного производства в 2006 г. составил всего 47,0 %, что значительно ниже среднероссийского уровня (72,8 %).

Экономическую ситуацию в промышленном производстве области определяют в основном обрабатывающие

¹ Реструктуризация экономики дотационного региона / Под общ. ред. чл.-корр. РАН А.И. Татаркина. М.: ЗАО Экономика, 2005. 663 с.

производства. В 2006 г. по сравнению с предыдущим годом производство на предприятиях этого вида деятельности увеличилось на 3,5 %. Положительная динамика развития отмечается практически во всех отраслях промышленности. Но несмотря на некоторое оживление реального сектора экономики, финансово-экономическая ситуация предприятий продолжает оставаться сложной: многие предприятия обременены долгами. В регионе по итогам 2006 г. 31,7 % предприятий являются убыточными, общая сумма убытка – 1,9 млрд руб. (в РФ 33,1 % убыточных предприятий с общей суммой убытка – 250892 млрд руб.; 33,4 % – убыточных предприятий в УрФО с общей суммой убытка – 21250 млрд руб.).

Одной из перспективных задач приватизации было формирование рынка ценных бумаг как источника финансирования экономики. Акционерные общества, возникшие в области в результате приватизации как эмитенты, характеризуются низкой доходностью, информационной закрытостью. На начало 2007 г. в области было зарегистрировано 154 акционерных обществ, из них 105 – открытые акционерные общества (с общей рыночной стоимостью акций – 8450,68 млн руб.), 49 – закрытые акционерные общества (с общей рыночной стоимостью акций – 883,45 млн руб.). Но для акционерных предприятий области эмиссия акций это редкий способ мобилизации финансовых ресурсов, о чем свидетельствует табл. 1, составленная на основе данных Уральского отделения Федеральной службы по финансовым рынкам.

Из приведенных данных видно, что за период с 2004 по 2006 гг. количество выпусков ценных бумаг было незначительным. Среди способов размещения преобладал способ распределения акций среди учредителей, как и в целом

по УрФО (за 2006 г. – 62,4 % общего количества размещений). Если рассматривать вторичные эмиссии, то по способам размещения акций можно выделить подписку и конвертацию. При подписке акции или облигации размещаются посредством заключения договоров (купли-продажи, мены) между инвесторами и эмитентом либо андеррайтером, реализующими эти ценные бумаги по поручению эмитента.

Размещение путем открытой подписки за указанные периоды на территории области не осуществлялось. В целом по УрФО такой вид размещения занимал незначительную долю. Другие выпуски ценных бумаг осуществлялись путем конвертации акций, то есть замены одних типов и категорий ценных

бумаг другими. Данный способ размещения использовался при конвертации в акции с большей (меньшей) номинальной стоимостью в процессе реорганизации акционерного общества, или преобразования предприятий иных организационно-правовых форм в акционерные общества.

За анализируемый период времени размещение акций происходило также и через приобретение акций акционерных обществ при преобразовании в них государственных (муниципальных) образований и из подразделений (в том числе в процессе приватизации) РФ, субъектов РФ или муниципальных образований. Такой способ размещения за период 2004–2006 гг. на территории области использовался 15 раз.

Таблица 1
Динамика выпусков акций акционерными обществами Курганской области за 2004–2006 гг.

Способ размещения акций	Годы					
	2004		2005		2006	
	Количество выпусков, единиц	Сумма выпусков, млн руб.	Количество выпусков, единиц	Сумма выпусков, млн руб.	Количество выпусков, единиц	Сумма выпусков, млн руб.
1. Приватизация государственных предприятий	5	14,67	6	128,64	4	60,52
2. Распределение акций среди учредителей	16	69,60	9	20,02	15	64,99
3. Распределение акций среди акционеров	-	-	-	-	2	4,49
4. Конвертация акций акционерного общества в акции с большей (меньшей) номинальной стоимостью и при присоединении других обществ	6	8,19	11	26,91	12	4,46
5. Закрытая подписка	7	29,24	4	7,68	7	79,27
6. Открытая подписка	-	-	-	-	-	-
Итого	34	121,70	30	183,25	40	213,73

Анализируя выпуски предприятий–эмитентов Свердловской области, Челябинской области, Тюменской области, Ханты-Мансийского и Ямало-Ненецкого автономных округов, необходимо отметить, что наиболее распространенными способами размещения, связанными с увеличением уставного капитала, остается распределение акций среди учредителей. Небольшое количество выпусков акций предприятиями Курганской области говорит об отсутствии такого источника финансирования инвестиций, как эмиссия ценных бумаг. Только в 2006 г. предприятиями и организациями области средства от эмиссии акций в размере 73,2 млн руб. использовались в качестве инвестиций в основной капитал. Лидером по объемам выпусков акций среди регионов УрФО остается Свердловская область (табл. 2).

Низкий уровень развития рынка корпоративных ценных бумаг, фактически ориентируют хозяйствующих субъектов на изыскание собственных средств либо бюджетного финансирования. Так на долю собственных средств предприятий и организаций в 2001 г. приходилось 64,0 %, а в 2006 г. уже – 36,4 % от общего объема инвестиций в основной капитал (средства от эмиссии акций – 0,7 % от общего объема инвестиций в основной капитал). Инвестиции в основной капи-

тал за 2006 г. составили 10,9 млрд руб. (3431,0 млрд руб. – в целом по Российской Федерации). Только за счет своих финансовых результатов деятельности предприятий и организаций, а также в силу недоступности для многих из них механизма ускоренной амортизации, хозяйствующие субъекты региона не могут самостоятельно активизировать инвестиционную деятельность, что делает проблематичным дальнейшее наращивание объема производства, особенно конкурентоспособных видов продукции, поэтому они прибегают к использованию заемных и привлеченных источников. На их долю в 2001 г. приходилось – 36,0 % общего объема инвестиций в основной капитал, а уже в 2006 г. – 60,9 %.

Дополнительные выпуски акций акционерными обществами в целях привлечения инвестиций в области не стали правилом. На наш взгляд, это объясняется следующими причинами:

- отсутствием вторичного рынка акций, который является необходимым условием эффективного размещения и приобретения акций, незаинтересованностью в раскрытии финансовой информации предприятиями и профессиональными участниками рынка ценных бумаг, недостаточным развитием

Таблица 2
Структура объемов выпусков акций предприятиями УрФО за 2004–2006 годы, %

№ п/п	Регион УрФО	Годы		
		2004	2005	2006
1	Свердловская область	3,7	38,7	39,9
2	Челябинская область	86,3	21,5	20,1
3	Тюменская область	3,1	20,6	16,8
4	Ханты-Мансийский автономный округ	5,7	11,5	17,3
5	Ямало-Ненецкий автономный округ	0,9	5,8	4,6
6	Курганская область	0,4	1,8	1,4
<i>Итого</i>		<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

- коллективных инвестиций;
- относительно высокой стоимостью привлечения денежных средств, недоверием к ценным бумагам, неразвитостью инфраструктуры и субъектов регионального рынка ценных бумаг;
- отсутствием подготовленных кадров в области рынка ценных бумаг и низкой правовой культурой потенциальных инвесторов.

Следует отметить, что Курганская область не располагает стратегически важными источниками сырья, материалов, энергии. Структура эмитентов, ценными бумагами которых относительно активно торговали на внебиржевом региональном рынке, следующая: ОАО «Курганский машиностроительный завод» (производство машиностроительной продукции), ЗАО «Корвет» (производство нефтегазовой арматуры), ЗАО «Курганский автобусный завод», ОАО «Синтез» (производство медикаментов), ОАО «Химмаш» (производство цистерн). Наибольшим спросом у инвесторов пользуются акции предприятий средств связи, химической промышленности. Однако в силу ограниченного количества вторичных эмиссий фондовый рынок служит не средством привлечения инвестиций, а способом перераспределения собственности. В итоге региональный рынок ценных бумаг формируется как *рынок корпоративного контроля*, а не как *рынок денежных ресурсов*.

В регионе практически отсутствует вторичный рынок. В большинстве случаев эмитенты области рассматривают незначительное движение акций как нормальное явление, а любое оживление считается нежелательным из-за вероятности скупки контрольного пакета сторонними инвесторами и утечки информации. Нельзя не учитывать, что специфика эмиссии ценных бумаг как метода привлечения денежных ресурсов

для финансирования инвестиционной деятельности выражается в том, что она сопряжена с дополнительными затратами для эмитента.

В Курганской области практически не используется долгосрочная форма корпоративного займа – выпуск облигаций, которые на региональном рынке ценных бумаг занимают незначительное место. В Курганской области только ОАО «Электросвязь» осуществляло облигационные займы, которые характеризуются небольшими объемами эмиссии. Причины низкой активности предприятий на рынке корпоративных облигаций заключаются, по-нашему мнению, в следующем. Сдерживающим фактором выступает финансовое состояние и неудовлетворительная структура капитала большинства как российских, так и областных предприятий. Стоит также отметить такой неблагоприятный для выпуска облигаций фактор, как повсеместное использование предприятиями *векселей*, выступающих альтернативным по отношению к облигациям инструментом финансирования их деятельности. Предприятия в большинстве случаев предпочитают выпускать именно векселя, поскольку, с одной стороны, на них есть спрос, а с другой — их не регистрируют. Облигации, удостоверяющие отношения займа, являются более строгой ценной бумагой. Невыполнение эмитентом обязательств по обслуживанию долга влечет за собой процедуры взыскания задолженности.

Наличие большого числа сдерживающих факторов не означает, что у рынка корпоративных облигаций нет будущего. Российские предприятия испытывают огромную потребность в инвестициях, и облигации – наиболее эффективный инструмент привлечения средств.

Стоит отметить, что у администрации области есть опыт эмиссии областных облигаций, выпуск которых был утвержд-

ден постановлениями администрации Курганской области. Целью эмиссий областных облигаций 1997 г. являлось погашение задолженности Курганской области федеральному бюджету по товарному кредиту, предоставленному в 1996 г., а в 2006 г. – оптимизация структуры государственного долга и погашение просроченной задолженности перед Министерством финансов РФ. На территории УрФО всего было зарегистрировано 16 эмиссий областных облигаций.

На наш взгляд, размещение облигаций в погашение задолженности Курганской области федеральному бюджету мера вынужденная. Эмиссия таких облигаций не была направлена на финансирование инвестиционных или социальных проектов. Это был первый опыт правительства области по выпуску и размещению облигаций под конкретные цели. Но размещение даже такого количества областных облигаций для дотационного региона является своего рода некоторым достижением. Погашение размещенных облигаций происходило в срок, что в свою очередь повышало уровень доверия государственных органов и юридических лиц к правительству области.

Считаем, что создание значительно числа акционерных обществ, образованных в том числе в ходе приватизации государственных предприятий, обострило проблему формирования эффективного механизма функционирования рынка ценных бумаг. Возникшие при этом институты рынка ценных бумаг в виде *кредитных организаций*, включались в обслуживание регионального рынка, не решая при этом задачи развития экономики региона. Обслуживающая инфраструктура регионального рынка ценных бумаг в Курганской области получила пик своего развития в середине 90-х гг. Сегодня в Курганской области обслужи-

вающая инфраструктура регионального фондового рынка представлена 4-мя кредитными организациями и 23-мя филиалами инорегиональных банков, которые являются активными участниками регионального рынка ценных бумаг.

В области только ОАО АКИБ «КУРГАН» имеет лицензию на осуществление брокерской и дилерской профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В соответствии с лицензией кредитная организация осуществляла операции с прочими акциями, приобретенными для перепродажи. Доверенности 2-х филиалов иногородних банков содержали полномочия на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (брокерской и депозитарной деятельности; брокерской и дилерской деятельности), из которых лишь один филиал осуществлял брокерскую деятельность в течение 2006 г. Банки области не имели и не имеют возможности осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в качестве дилера (отсутствует техническое обеспечение таких операций), поэтому они осуществляли операции на рынке ГКО и ОФЗ-ПК в качестве инвесторов через дилеров г. Москвы. Рынок государственных ценных бумаг в области функционировал только в 1997–2000 гг. и был представлен государственными краткосрочными бескупонными облигациями (ГКО), облигациями федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК), облигациями государственного сберегательного займа (ОГСЗ) и векселями Минфина РФ.

Структура задолженности кредитных организаций области по вложениям в ценные бумаги обусловлена лидирующими позициями Курганского филиала Сбербанка Российской Федерации, приоритетным направлением деятельности которого являлся рынок государственных ценных бумаг, в том числе

вследствие реструктуризации задолженности по ГКО. Другие банки выделяли на инвестирование в государственные обязательства незначительные суммы свободных средств, вследствие чего их доля в совокупном портфеле государственных обязательств была невелика (от 17,0 % до 20,0 %).

Состояние банковской системы и выбранная кредитными организациями инвестиционная стратегия на рынке государственных ценных бумаг во многом воздействовала на экономику области. Увеличивая вложения в государственные ценные бумаги, банки области, с одной стороны, покрывали дефицит государственного бюджета, а с другой стороны, исполняли роль по защите интересов частных инвесторов.

Основным инвестором на региональном рынке ценных бумаг является индивидуальный инвестор и в подавляющем большинстве это работники приватизированных предприятий, получивших свою долю собственности акциями, а также использующие свои сбережения для приобретения ценных бумаг. Даже при невысоком уровне жизни населения в Курганской области вклады в банках составили на 01.01.2007 г. – 7,1 млрд руб. Однако привлекательность сбережений средств в ценных бумагах пока невысока и в этом состоит главная задача формирующегося рынка ценных бумаг.

Единственными институциональными инвесторами на территории области являются *самостоятельные страховые организации и инвестиционные компании*. По состоянию на начало 2007 г. в Курганской области зарегистрировано только 22 филиала инорегиональных страховых организаций. Но с точки зрения инвестиционных возможностей страховые организации области не играют особой роли, ввиду отсутствия у них инвестиционного портфеля.

К группе инвесторов-профессионалов

рынка ценных бумаг, осуществляющих весь комплекс операций на нем, кроме кредитных организаций области относятся инвестиционные компании, осуществляющие свою деятельность как специализированные: ОАО «Инвестиционная компания “Надежда”», ОАО «Виртус» и ОАО «Брик МК». Такие компании, являясь инфраструктурой финансового рынка, занимаются накоплением и размещением денежных средств на фондовом рынке с целью получения дохода.

Федеральные законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг» обязали акционерные общества передавать систему ведения реестра акционеров независимому регистратору. Основная его цель исключить возможные нарушения в учете акций акционерных обществ и защитить права акционеров. Принятие этих законов определило создание в России нового вида деятельности — учета прав на ценные бумаги и прав, вытекающих из владения ценными бумагами. На рынке ценных бумаг области действуют филиалы регистрационных центров: ОАО «Регистратор Р.О.С.Т.» (г. Москва) и ЗАО «Ведение реестров компаний» (г. Екатеринбург).

На территории области осуществляют свою деятельность 2 брокерско-дилерские компании (фондовые посредники), имеющие соответствующие лицензии: ОАО «Консультационно-трастовая фирма «Кон-Траст» и ООО «Предприятие “Акция”». Эти компании предлагают обширный круг услуг на фондовом рынке, в том числе и интернет-трейдинг. Следует отметить, что *расчетно-клиринговые организации и кредитные союзы* на территории области не зарегистрированы, *фондовые биржи и фондовые отделы валютных и товарных бирж* также отсутствуют.

На процесс формирования и раз-

вития рынка ценных бумаг в регионе большое влияние оказали ряд факторов — специфика постперестроечного развития экономики, преобладание агропромышленного сектора в экономике области, недостаточное развитие информационных технологий, используемых региональным рынком ценных бумаг.

Проведенный анализ показал, что, во-первых, региональный рынок ценных бумаг, так же как и российский, находятся на стадии своего развития, поэтому сегодня можно говорить лишь о его потенциальных возможностях. Учет опыта стран с рыночной экономикой при развитии рынка ценных бумаг России позволит, во-первых, избежать организационных ошибок, во-вторых, создать механизм, интегрированный в мировую фондовую систему, способный сдвинуть с места проблему инвестиций в России и ее регионов. Во-вторых, можно сделать вывод, что рынок ценных бумаг в регионе делает первые шаги в плане своего дальнейшего развития, однако на рынке отсутствуют в каких-либо значимых объемах выпуски ценных бумаг с целью привлечения инвестиций. Поэтому *стратегия развития рынка ценных бумаг* должна быть скорректирована с целью формирования механизма привлечения в экономику инвестиционных ресурсов. Кроме того, развитие регионального рынка должно основываться на *научных*

знаниях, что предполагает смену системы экономических потребностей, ведет к прямой ориентации развития производительных сил на непосредственное удовлетворение общественных потребностей².

Анализ представленных параметров состояния и структуры регионального рынка ценных бумаг позволяет с определенной уверенностью судить о слабости его развития. Для его развития требуется прежде всего освоение новых технологий (торговых систем, систем связи и других), для которых необходимы не только значительные финансовые ресурсы, что на сегодняшний день является серьезной проблемой для многих институтов рынка ценных бумаг, но и поддержка со стороны региональных органов власти.

Мы считаем, что развитие конкурентоспособного рынка ценных бумаг в масштабе страны необходимо начать с регионального уровня, чтобы устранить его фрагментарность. Как показывает мировой опыт, процесс реструктуризации начинается с наиболее кризисных территорий, которые могут стать первопроходцами процесса формирования региональных рынков ценных бумаг.

² Ефименков В.И., Пилипенко Е.В. Становление знаний всеобщей производительной силой. Препринт. Екатеринбург: ИЭ УрО РАН, 2005. 85 с.