

**А. Е. Миллер, А. А. Миллер**

Омский государственный университет им. Ф. М. Достоевского (Омск, Российская Федерация)

## ОЦЕНКА РОЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УВЕЛИЧЕНИИ ДОХОДОВ РЕГИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТОВ<sup>1</sup>

*В статье рассматривается актуальная проблема увеличения доходов региональных бюджетов. Предметом исследования выступает рынок ценных бумаг как механизм перераспределения финансовых ресурсов. Цель работы — обоснование действенной эффективной схемы взаимодействий рынка ценных бумаг и регионального бюджета, осуществимой в текущих условиях. При исследовании указанного выше предмета за основу была взята гипотеза о тесной взаимосвязи государственного и негосударственного звеньев системы финансов. Теоретической основой выступает теория фондового рынка; для достижения поставленной цели применяется институционально-функциональный подход к исследованию государственных финансов. В результате исследования определены возможные точки соприкосновения рынка ценных бумаг и региональной финансовой системы, выявлен резерв повышения результативности рынка ценных бумаг в регионах Западной Сибири, построена модель, отражающая зависимость налоговых доходов бюджета от темпов развития региональной экономики, определены перспективные направления по развитию рынка ценных бумаг в интересах региональной экономики и региональной финансовой системы, произведена оценка возможного эффекта от развития регионального рынка ценных бумаг на доходы регионального бюджета. Указанные выше результаты рекомендованы к применению при разработке региональной финансовой политики и программ социально-экономического развития регионов. Долгосрочное стимулирование роста доходов региональных бюджетов является весьма сложным процессом, однако при должной проработке организационных вопросов реализация предложенной схемы взаимодействия рынка ценных бумаг и региональной финансовой системы способна обеспечить стабильное увеличение налоговых доходов в краткосрочном периоде и снизить остроту проблемы финансирования расходов регионального бюджета.*

**Ключевые слова:** региональный бюджет, рынок ценных бумаг, налоговые доходы, региональная экономика, паевые инвестиционные фонды, инвестиционная активность

### Введение

Нестабильная ситуация в мировой и национальной экономиках приводит к сокращению доходной базы бюджетов всех уровней при одновременной потребности в увеличении бюджетных расходов. Особенно остро данная проблема проявляется на региональном уровне, поскольку необходимость поиска дополнительных источников доходной части регионального бюджета сочетается с вмененной региону обязанностью осуществлять трансферты

в пользу местных бюджетов. Такая ситуация требует активизации действий региональных властей по поиску неиспользованных возможностей увеличения доходов регионального бюджета.

Немаловажным является и то, что актуальность данного вопроса в современных условиях не уменьшается, а наоборот, устойчиво растет. Регионы сталкиваются с сокращением доходов из-за уменьшения налоговой базы (преимущественно по налогу на прибыль организаций), что обусловлено общим снижением деловой активности. При этом финансовая нагрузка на бюджет постоянно увеличивается из-за необ-

<sup>1</sup> © Миллер А. Е., Миллер А. А. Текст. 2015.

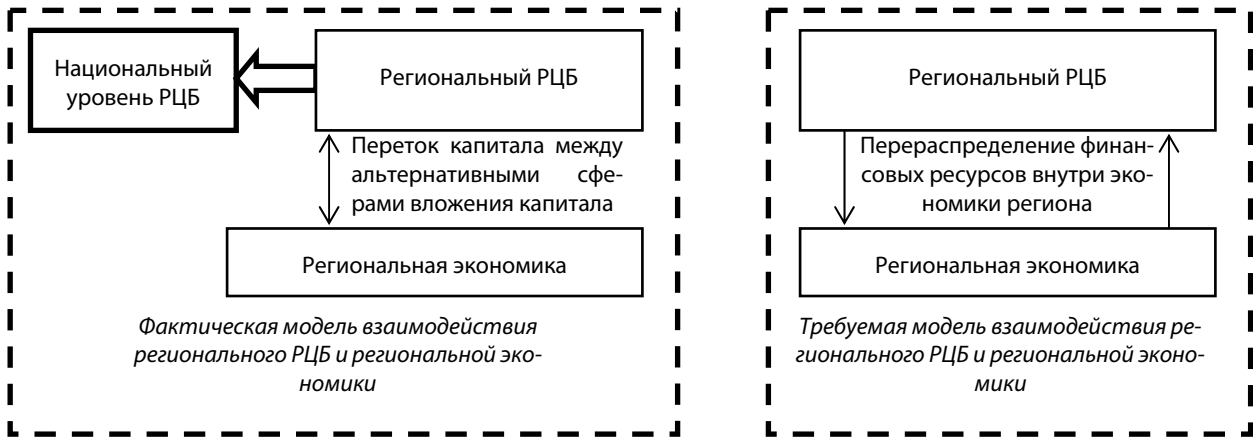


Рис. 1. Фактическая и требуемая модели взаимодействия рынка ценных бумаг и региональной экономики

ходимости индексации расходов на уровень инфляции. Постоянное нарастание финансовых проблем формирует потребность в нетрадиционном подходе к вопросу увеличения налоговых доходов регионального бюджета.

Под региональным рынком ценных бумаг понимается условно выделяемый локальный рынок ценных бумаг, функционирование которого выражается в деятельности региональных субъектов рынка ценных бумаг (РЦБ) [1]. Эмпирические исследования подтверждают зависимость количественных и качественных характеристик региональных рынков ценных бумаг от функционирования региональных экономик [2, с. 42]. Однако при этом фактически наблюдается отсутствие взаимосвязей непосредственно между рынком ценных бумаг и экономикой региона (рис. 1).

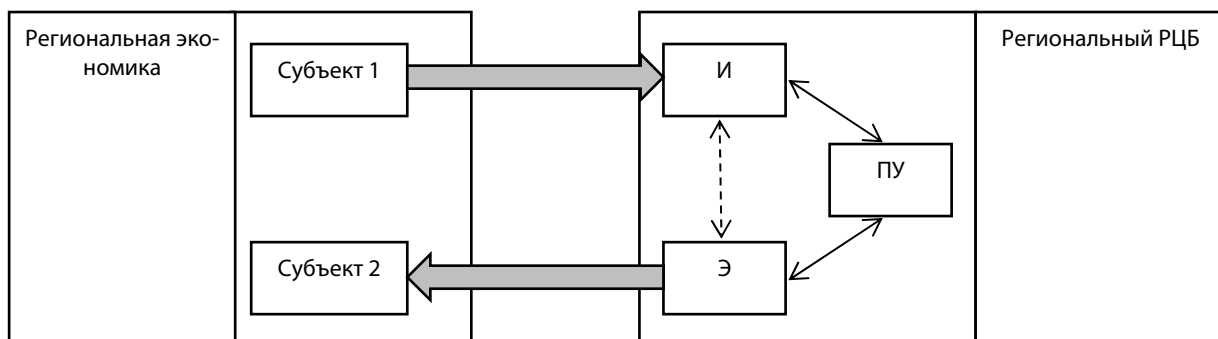
Региональный РЦБ и региональная экономика в современных условиях выступают альтернативными сферами вложения капитала, между которыми происходит переток финансовых ресурсов, выравнивающий нормы прибыли. Причиной такой ситуации является спекулятивная направленность деятельности на рынке ценных бумаг. В настоящее время рынок ценных бумаг представлен преимущественно отношениями по поводу обращения ценных бумаг на вторичном рынке. Финансовые ресурсы, аккумулируемые региональным рынком ценных бумаг, не направляются на развитие экономики региона, а перетекают на национальный уровень для спекулятивных операций на организованном РЦБ. Такая модель взаимодействия фактически подавляет перераспределительную функцию РЦБ в пользу коммерческо-спекулятивной функции. Региональные инвесторы и профессиональные участники РЦБ оказываются оторванными от региональных эмитентов в силу своей вовлеченности во взаимодействие с национальным уровнем ор-

ганизованного рынка ценных бумаг. При данной модели взаимодействия позитивный эффект для региональной экономики от функционирования регионального рынка ценных бумаг ограничивается небольшим увеличением налоговых поступлений регионального бюджета (с доходов от операций с ценными бумагами, а также с имущества компаний — профессиональных участников РЦБ) и потребительских расходов (в результате потребления полученных на РЦБ доходов). В то же время, с позиций региональной экономики, финансовые ресурсы отвлекаются на спекулятивные операции, что снижает инвестиционный потенциал экономики региона.

### Материалы и методы

Теоретической основой исследования является теория финансов, позволяющая обосновать функциональные взаимосвязи между сферами государственных и негосударственных финансов, влияние финансового рынка на развитие экономики, а также функции и задачи рынка ценных бумаг.

Обозначенная выше проблема рассматривается в качестве одной из наиболее острых в отечественной экономической науке: в современных условиях в России рынок ценных бумаг не является эффективным механизмом перераспределения инвестиций. При этом как в зарубежной, так и отечественной науке отмечается большой потенциал рынка ценных бумаг в части возможности стимулировать экономический рост (см. работы Р. Дж. Тьюэлза [3], Дж. Розенбаума [4], В.В. Морозова [5]). По сути, РЦБ выступает альтернативным региональному нефинансовому сектору рынком, который отвлекает на себя значительную часть финансовых ресурсов [6]. Недостаток финансирования в рамках экономики всего региона приводит к снижению деловой активности и,



Обозначения: И – инвестор, Э – эмитент, ПУ – профессиональный участник РЦБ

**Рис. 2.** Схема взаимодействия субъектов региональной экономики на региональном рынке ценных бумаг

как следствие, замедлению темпов структурной перестройки региональной экономики. Соответственно, важнейшей целью развития и совершенствования регионального РЦБ является налаживание качественного взаимодействия региональной экономики и регионального рынка ценных бумаг.

В требуемой (то есть наиболее эффективной с точки зрения воздействия на экономику) модели взаимодействия рынок ценных бумаг выступает механизмом перераспределения финансовых ресурсов внутри экономики (рис. 1). Кроме того, на рисунке 2 показано, что посредством регионального рынка ценных бумаг возможно перераспределение финансовых ресурсов между субъектами региональной экономики. Субъект № 1 на рынке ценных бумаг выступает инвестором, а субъект № 2 — эмитентом. В результате их взаимодействия на рынке ценных бумаг (напрямую либо с участием фондового посредника) происходит перемещение финансовых ресурсов от одного субъекта к другому [7].

Необходимо отметить, что модель взаимодействия регионального рынка ценных бумаг и региональной экономики, отраженная на рисунке 2, в наибольшей степени соответствует теоретическому назначению рынка ценных бумаг. В данном случае региональный РЦБ выступает механизмом, с помощью которого свободные финансовые ресурсы юридических лиц и населения преобразуются в инвестиции [8].

Рынок ценных бумаг находится в процессе своего непрерывного развития (как на национальном уровне в целом, так и на региональном уровне). В настоящее время в научной литературе и на практике отсутствует единый подход к группировке и содержанию факторов развития регионального рынка ценных бумаг. В зависимости от территории воздействия факторы подразделяются на национальные (влияющие на развитие рынка ценных бу-

маг по всей территории страны) и региональные (оказывающие влияние на развитие рынка ценных бумаг в пределах отдельного региона) [9, 10]. В региональных рамках предложено выделить общие и специфические факторы развития. К общим относятся экономические факторы, то есть факторы, обусловленные функционированием и развитием региональной экономики. Специфическими являются факторы, обусловленные особенностями деятельности субъектов регионального рынка ценных бумаг. Выделенные особенности деятельности способны усиливать или, наоборот, снижать степень влияния экономических факторов на развитие регионального рынка ценных бумаг.

К национальным факторам развития регионального РЦБ относятся: законодательство о ценных бумагах и уровень развития рынка ценных бумаг, переход к мегарегулированию финансовых рынков, степень прозрачности рынка ценных бумаг и его открытости для инвесторов, традиционные ценности населения, конъюнктура на мировом и национальном финансовом рынке, а также глобализация и интеграция финансовых рынков. При этом действие первых трех факторов обусловлено наличием (и изменением) норм и правил осуществления деятельности на рынке ценных бумаг. Действие двух последних факторов обусловлено влиянием на рынок ценных бумаг общей экономической и финансовой ситуации в стране и мире.

Региональные факторы развития регионального рынка ценных бумаг делятся на общие (экономические) и специфические. К общим региональным факторам развития относятся: уровень экономического развития региона, инвестиционный климат в нем, отраслевая структура экономики в регионе и процессы реорганизации. Действие указанных факторов зависит от уровня развития регионального рынка ценных бумаг от уровня развития региональной экономики.



Рис. 3. Схема влияния факторов развития на региональный РЦБ (сост. на основе [11, с. 55])

Действие специфических факторов развития регионального рынка ценных бумаг, с одной стороны, обусловлено деятельностью региональных и квазирегиональных участников рынка ценных бумаг, а с другой — раскрывает особенности деятельности региональных и квазирегиональных участников рынка с учетом характера их заинтересованности в развитии регионального РЦБ.

Таким образом, специфические факторы характеризуются рядом особенностей:

1. Особенности деятельности региональных участников, имеющих прямой интерес в развитии регионального рынка ценных бумаг; они определяют следующие факторы: выбор формы привлечения финансирования региональными эмитентами, инвестиционная активность населения и региональных коллективных инвесторов, предложение услуг региональными профессиональными участниками рынка ценных бумаг и др.

2. Особенности деятельности региональных участников, имеющих косвенный интерес в развитии регионального рынка ценных бумаг, обуславливают учет развития рынка ценных бумаг в стратегии социально-экономического развития региона и мероприятия региональных властей, территориальных отделений регулирующих органов и филиалов саморегулируемых организаций.

3. Особенности деятельности квазирегиональных участников рынка ценных бумаг, а именно: экспансия квазирегиональных профессиональных участников рынка ценных бумаг на региональный рынок, спрос со стороны квазирегиональных инвесторов на ценные бумаги региональных эмитентов и услуги региональных профессиональных участников РЦБ, предложение ценных бумаг квазирегиональных эмитентов на региональном рынке.

Я.М. Миркин выделяет фундаментальные факторы, воздействующие на рынок ценных бумаг только на национальном уровне. Однако ученый раскрывает содержание оказываемого на РЦБ влияния: «Фундаментальный характер факторов проявляется в том, что они существенным образом влияют на экономические интересы субъектов, действующих на фондовом рынке, изменяя их экономическое поведе-

ние в масштабах, приводящих к глубоким изменениям в самом рынке ценных бумаг как системе» [11, с. 55]. В рамках исследуемой проблемы целесообразно адаптировать предложенную Я.М. Миркиным схему влияния факторов применительно к региональному РЦБ (рис. 3).

Следовательно, актуализируется задача обоснования степени влияния различных форм деятельности участников рынка ценных бумаг на развитие региональной экономики с использованием эмпирического материала по состоянию региональных рынков ценных бумаг и региональных экономик в Российской Федерации за период с 2011 по 2014 гг.

### Результаты

Проведенный анализ инструментов рынка ценных бумаг применительно к региональной финансовой системе позволил выделить три основных направления воздействия рынка ценных бумаг на региональный бюджет:

1. Выпуск региональных долговых ценных бумаг (источник финансирования дефицита бюджета).

2. Приватизация региональных государственных предприятий посредством акционирования.

3. Косвенное воздействие, которое выражается в первоначальном стимулировании экономики региона, что впоследствии обеспечивает долгосрочный и устойчивый рост налоговых поступлений в региональный бюджет.

Применительно к первому направлению воздействия рынка ценных бумаг на региональный бюджет следует отметить, что в Западной Сибири долговые ценные бумаги как источник финансирования дефицита регионального бюджета достаточно активно применяются в Новосибирской, Омской и Томской областях (табл. 1).

Вместе с тем, государственные долговые ценные бумаги являются именно источником финансирования дефицита, а не доходом соответствующего бюджета. В данном аспекте выпуск облигаций субъектов РФ не имеет принципиальных преимуществ перед банковским кредитованием (хотя и предполагает более низкую процентную ставку за обслуживание



долга). По сути, речь идет о разовом финансировании расходов бюджета, следствием которого становится не только необходимость возврата долга, но и потребность в последующем поиске еще большего объема доходов для того, чтобы профинансировать расходы бюджета следующих периодов и регулярно оплачивать проценты по своему долгу.

Соответственно, не отрицая безусловного положительного эффекта от выпуска долговых ценных бумаг для финансирования долгосрочных инвестиционных проектов [12], данное направление в текущих условиях рекомендуется использовать лишь для решения временных бюджетных проблем (в рамках 1-2 лет) либо для инвестиционных целей (то есть ценные бумаги изначально выпускаются для наращивания инвестиций в региональную экономику).

Аналогичная ситуация и в части второго направления — акционирования и последующей приватизации государственных предприятий, принадлежащих субъектам РФ. Безусловно, оптимизация структуры собственности субъекта РФ может быть целесообразна (особенно в ситуациях, когда эта собственность не приносит существенного дохода и не служит для социальных целей). Однако поступления от приватизации имеют разовый характер, и для поддержания постоянного уровня доходов требуется регулярная продажа объектов, являющихся собственностью региона. Это, в свою очередь, способно оказать негативное влияние на объем других неналоговых доходов регионального бюджета (например, на объемы перечислений чистой прибыли государственных предприятий в региональный бюджет). Поэтому механизм приватизации также рекомендуется применять либо в течение короткого временного промежутка, либо для целей инвестирования в региональную экономику.

Следовательно, проблема поиска дополнительных и относительно стабильных источников формирования доходной части регионального бюджета значительно обостряется.

В этой связи актуализируется решение проблемы эффективного стимулирования региональной экономики с помощью пока еще относительно слабо используемого источника доходной части — регионального рынка ценных бумаг. Региональный РЦБ и региональная экономика в современных условиях выступают конкурирующими сферами вложения капитала, между которыми происходит переток инвестиционных ресурсов, выравнивающий нормы прибыли. Причиной такой ситуации является спекулятивная направлен-

Таблица 1

**Номинальная сумма долга по государственным ценным бумагам регионов Западной Сибири на 01.01.2014 г.**

Регион Западной Сибири	Номинальная сумма долга по ценным бумагам субъектов, тыс. руб.	% от общего объема государственного долга субъекта РФ
Алтайский край	—	—
Кемеровская обл.	1 000 000	2,4
Новосибирская обл.	5 000 000	20,4
Омская обл.	5 000 000	16,9
Томская обл.	8 893 469	60,8
Республика Алтай	—	—
<b>ВСЕГО</b>	<b>19 893 469</b>	<b>17,5</b>

Источник: Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: <http://minfin.ru/ru/> (дата обращения : 18.10.2014 г.).

ность деятельности на рынке ценных бумаг. Региональная экономика выступает в качестве сферы использования и обращения реального капитала (инвестированного в основные средства и авансированного в оборотные средства).

Необходимо подчеркнуть, что именно в этом направлении и реализуются взаимосвязи между динамикой валового регионального продукта и налоговых доходов регионального бюджета. Воздействие регионального рынка ценных бумаг на доходы регионального бюджета является косвенным: развитие регионального рынка ценных бумаг приводит к стимулированию региональной экономики, что, в свою очередь, оказывает положительное воздействие на рост налоговых доходов.

Рынок ценных бумаг в настоящее время представлен преимущественно отношениями по поводу обращения ценных бумаг на вторичном рынке. То есть на региональном РЦБ обращаются финансовые активы, связанные не с приростом реального капитала экономических субъектов региона, а лишь с перераспределением имущественных и неимущественных прав по ценным бумагам. В результате финансовые ресурсы, аккумулируемые региональным рынком ценных бумаг, не направляются на развитие экономики региона, а перетекают на национальный уровень для спекулятивных операций на организованном РЦБ. Такая модель взаимодействия фактически подавляет перераспределительную функцию РЦБ в пользу коммерческо-спекулятивной функции. Региональные инвесторы и профессиональные участники РЦБ оказываются оторванными от региональных эмитентов в

Таблица 2

Отношение объемов финансовых ресурсов (в разрезе направлений использования) к инвестициям в основной капитал по регионам Западной Сибири (по данным 2011 г.), %

Регион	Прирост финансовых активов населения («потерянные» инвестиции в основной капитал)	Вклад рынка ценных бумаг в осуществление инвестиций в основной капитал	В том числе путем размещения выпуска на организованном рынке ценных бумаг
Республика Алтай	9,34	0,51	—
Алтайский край	4,38	0,97	—
Кемеровская область	3,86	0,63	0,01
Новосибирская область	1,75	2,26	0,01
Омская область	6,46	1,24	—
Томская область	2,73	0,98	—

Источник: расчеты авторов.

силу своей вовлеченности во взаимодействие с национальным уровнем организованного рынка ценных бумаг. При данной модели взаимодействия позитивный эффект для региональной экономики от функционирования регионального рынка ценных бумаг ограничивается небольшим увеличением налоговых поступлений регионального бюджета (с доходов от операций с ценными бумагами (по налогу на прибыль организаций, НДФЛ и в меньшей степени — по региональным и местным налогам), а также с имущества компаний — профессиональных участников РЦБ) и потребительских расходов (в результате потребления полученных на РЦБ доходов). В то же время, с позиций региональной экономики финансовые ресурсы отвлекаются на спекулятивные операции, что снижает инвестиционный потенциал экономики региона.

Масштаб потерь финансовых ресурсов, которые недополучает экономика региона из-за обозначенной выше проблемы, предлагается оценить на основании данных таблицы 2 (оценка осуществлена по 2011 г.; в настоящее время в связи с переходом функций регулятора РЦБ Банку России еще не организована новая информационная база по рынку ценных бумаг).

Показатель прироста финансовых активов отражает объем денежных средств, направленных на банковские вклады, приобретение ценных бумаг и иностранной валюты. В зависимости от региона величина этого прироста в 2011 г. составляла 1,75–9,34 % от общего объема инвестиций в основной капитал. Реальный вклад рынка ценных бумаг в осуществление инвестиций в основной капитал за тот же период составил лишь 0,51–2,26 % от общего объема инвестиций в основной капитал. При этом только в Новосибирской области вклад рынка ценных бумаг в инвестиции в основной капи-

тал превысил величину прироста финансовых активов. Соответственно, в настоящее время региональный рынок ценных бумаг играет незначительную роль в обеспечении региональной экономики необходимым объемом инвестиций. Данная ситуация означает, что ключевым проблемным моментом в привлечении инвестиций в региональную экономику является направление финансовых ресурсов не в сферу реальной экономики, а в сферу финансового рынка.

Таким образом, в современных условиях в России рынок ценных бумаг выступает не эффективным механизмом перераспределения финансовых ресурсов, а альтернативным региональному нефинансовому сектору рынком, который отвлекает на себя часть финансовых ресурсов. Недостаток финансирования в рамках экономики всего региона приводит к снижению деловой активности и, как следствие, замедлению темпов структурной перестройки региональной экономики. Соответственно, важнейшей целью развития и совершенствования регионального РЦБ является налаживание качественного взаимодействия региональной экономики и регионального рынка ценных бумаг.

### Обсуждение и заключение

Наличие резерва роста инвестиций в региональную экономику повышает актуальность вопроса целенаправленного развития рынка ценных бумаг с целью активизации данного резерва. При этом необходимо отметить, что большинство озвучиваемых на практике мероприятий (совершенствование законодательства о ценных бумагах, дальнейшее развитие саморегулирования участников финансового рынка, защита прав инвесторов и др.) соответствует национальным факторам развития рынка ценных бумаг. Таким образом, сам факт

реализации этих мероприятий и их результативность зависят от действий федеральных органов регулирования финансового рынка.

В связи с этим, следует обратить внимание на комплекс инструментов, доступных на региональном уровне и усиливающих воздействие региональных специфических факторов. Основным видом функциональных взаимосвязей в данном случае выступает взаимодействие региональных эмитентов и инвесторов (как региональных, так и квазирегиональных) по поводу перераспределения финансовых ресурсов. Также целесообразно акцентировать внимание на взаимоотношениях между региональными эмитентами и региональными и квазирегиональными профессиональными участниками РЦБ по поводу размещения ценных бумаг, на взаимоотношениях между инвесторами и профессиональными участниками по поводу приобретения ценных бумаг региональных эмитентов, а также на комплексе взаимоотношений с национальным уровнем рынка ценных бумаг в части обращения ценных бумаг на организованном рынке и вопросов регулирования и саморегулирования рынка.

В рамках достижения поставленной цели предлагается выделение следующих направлений развития рынка ценных бумаг:

— создание институциональных условий для формирования ресурсной базы (для финансирования финансово-хозяйственной деятельности региональных эмитентов);

— содействие региональным эмитентам в привлечении финансовых ресурсов на организованном рынке ценных бумаг.

Среди конкретных инструментов следует выделить венчурные паевые инвестиционные фонды, публичное размещение ценных бумаг региональных эмитентов, а также установление налоговых льгот для эмитентов и региональных инвестиционных фондов и управляющих компаний в части компетенций законодательных органов региона. В данном подходе внимание акцентируется на стимулировании деятельности участников рынка ценных бумаг, которые, как известно, и обеспечивают реализацию функций рынка ценных бумаг [13].

Обеспечение хозяйственной деятельности эмитентов ресурсной базой предполагает комплекс организационных мер органов исполнительной власти региона в части создания институциональных условий по аккумулярованию необходимого объема финансовых ресурсов, которые в дальнейшем могут быть направлены на финансирование при-

оритетных для региона отраслей экономики. Инструментом развития регионального рынка ценных бумаг в этом случае выступают региональные фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций или региональные фонды прямых инвестиций. Данные фонды, аккумулируя финансовые ресурсы инвесторов, могут в дальнейшем направлять денежные средства на финансирование деятельности региональных эмитентов. Инвестирование посредством фонда особо рискованных (венчурных) инвестиций или фонда прямых инвестиций предполагает долгосрочный характер инвестирования средств в объекты инвестиций (в данном случае — акции акционерных обществ и доли обществ с ограниченной ответственностью, а также простые векселя). Если паевой инвестиционный фонд соответствующих категорий осуществляет финансирование деятельности малых и средних предприятий, компании — объекты инвестиций сохраняют льготы в соответствии с законом о развитии малого и среднего предпринимательства.

Для обеспечения заинтересованности эмитентов — потенциальных объектов инвестирования фонда и потенциальных инвесторов в эффективном функционировании регионального инвестиционного фонда рекомендуется предусмотреть меры налогового и неналогового стимулирования соответствующего взаимодействия между субъектами, испытывающими потребность в финансовых ресурсах (эмитентами), и субъектами, желающими инвестирования временно свободные денежные средства.

Еще одним направлением развития рынка ценных бумаг в интересах роста региональной экономики является содействие региональным эмитентам в выходе на организованный рынок ценных бумаг. Инструментом развития регионального РЦБ в данном направлении выступает эмиссия ценных бумаг региональными эмитентами с целью их дальнейшего публичного размещения [14]. Это обеспечивает увеличение налоговых поступлений в региональный бюджет, рост занятости, улучшение инвестиционного климата, структурную перестройку экономики. Следовательно, указанные инструменты способны повысить инвестиционный потенциал региона за счет обеспечения важных для региона предприятий необходимыми финансовыми ресурсами.

На характер и темпы экономического роста в регионах могут оказать влияние институты коллективного инвестирования, особенно фонды прямых инвестиций и венчур-

ные фонды (фонды особо рискованных инвестиций). Данные фонды, выступая инвесторами на рынке ценных бумаг, способны эффективно предоставлять финансовые ресурсы предприятиям приоритетных отраслей региональной экономики. Например, с 2006 г. в регионах России формируются региональные венчурные фонды инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере.

Эти фонды финансируют деятельность инновационного малого бизнеса, распределяя свои инвестиции среди множества предприятий. В перспективе деятельность таких институтов коллективного инвестирования способна существенно повлиять на уровень экономического развития региона в целом и рынка ценных бумаг в частности. В Западной Сибири региональные венчурные фонды инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере функционируют в Новосибирской и Томской областях.

Инвестиции через фонды прямых инвестиций и венчурные фонды имеют специфические характеристики. Данные фонды могут аккумулировать значительный объем финансовых ресурсов и диверсифицировать свои вложения для распределения риска между объектами инвестирования. Эти коллективные инвестиции носят долгосрочный характер, кроме того, на активы акционерных и закрытых паевых инвестиционных фондов не распространяется ограничение доли в капитале юридического лица при отнесении этого лица к малым и средним предприятиям<sup>1</sup>. Деятельности данных фондов присущ крайне высокий риск, но при этом и потенциально высокая доходность. Определенные проблемы в распространении данных фондов вызывают ограничения на круг инвесторов: эти фонды предназначены только для квалифицированных инвесторов, минимальная сумма инвестиций обычно составляет 100 тыс. руб. Данные требования направлены на ограничение доступа к инвестициям в акции и паи этих фондов со стороны мелких инвесторов, не обладающих достаточной финансовой грамотностью. Однако, значительный объем финансовых ресурсов, распределенный среди множества инвесторов, остается невостребованным. Решение данной проблемы возможно при привлечении финансового посредника, который, аккумулируя свободные денежные средства множества

инвесторов, не признаваемых квалифицированными, сам выступал бы в качестве квалифицированного инвестора. Поэтому при формировании подобных фондов целесообразно привлечение страховых и кредитных организаций, так как, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг», кредитные и страховые организации признаются квалифицированными инвесторами<sup>2</sup> и могут выступать не как профессиональные участники РЦБ, а как корпоративные инвесторы, кредитные и страховые организации имеют возможность аккумулировать свободные денежные средства физических и юридических лиц и осуществлять инвестирование в фонды прямых и венчурных инвестиций, принимая финансовые риски на себя.

Наибольшим потенциалом в реализации данного механизма коллективного инвестирования обладают коммерческие банки в силу большего доверия населения и, как следствие, более значительного объема аккумулируемых ресурсов.

Применение положений теории финансов в настоящем исследовании позволяет построить следующую модель формирования налоговых доходов регионального бюджета, отражающую зависимость налоговых доходов от величины валового регионального продукта и удельного веса налоговых доходов в структуре ВРП:

$$\Delta \text{НД} = d_{\text{нал}} \cdot \Delta \text{ВРП} \quad (1)$$

где  $\Delta \text{НД}$  — изменение общего объема налоговых доходов региона;  $d_{\text{нал}}$  — фактический удельный вес налоговых доходов в структуре валового регионального продукта;  $\Delta \text{ВРП}$  — изменение общего объема валового регионального продукта.

При этом удельный вес налоговых доходов в структуре ВРП учитывает поступления как от налогов на доходы (НДФЛ, налог на прибыль организаций), так и от налогов на имущество организаций. Этот показатель отражает, какая часть созданного в регионе валового продукта в дальнейшем поступает в региональный бюджет в качестве налогов. Значение показателя зависит не только от налоговых ставок, но и от эффективности функционирования самой экономики: чем выше средняя рентабельность экономики региона, тем больше объем совокупной прибыли предприятий и, соответственно, выше поступления по налогу на прибыль организаций.

<sup>1</sup> Подпункт 1 пункта 1 статьи 4 Федерального закона от 24.07.2007 г. № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» (ред. от 28.12.2013).

<sup>2</sup> Статья 51.2 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 21.07.2014).



Прогнозные показатели первичного влияния повышения результативности функционирования РЦБ в регионах Западной Сибири (по данным 2012 г.)

Регион	Резерв повышения результативности функционирования РЦБ по привлечению инвестиций в регион, млн руб.	Долгосрочный прирост ВРП в результате влияния инвестиций (эффект мультипликатора), млн руб.*	Среднесрочный удельный вес налоговых доходов регионального бюджета в ВРП, %	Прирост налоговых доходов, млн руб.
Республика Алтай	980,7	1 510,2	9,9	149,5
Алтайский край	1 408,3	2 168,7	8,8	190,8
Кемеровская область	7 675,8	11 820,8	10,0	1182,1
Новосибирская область	3 229,6	4 973,6	11,4	567,0
Омская область	5 074,0	7 814,0	7,7	601,7
Томская область	2 807,0	4 322,8	8,5	367,4

\* При условии полной мобилизации резерва повышения результативности РЦБ региона.

Источник: расчеты авторов.

Согласно кейнсианской теории, приток инвестиций в экономику стимулирует рост валового внутреннего продукта (на региональном уровне — валового регионального продукта), что впоследствии также способствует дополнительному увеличению инвестиционных ресурсов. Использование методики эконометрических расчетов на практике позволило определить, что значение мультипликатора инвестиций в целом по Российской Федерации составляет 1,54 [15]. Статистические данные по регионам РФ позволяют рассчитать среднесрочный удельный вес налоговых доходов регионального бюджета в структуре ВРП. Прогноз прироста ВРП и налоговых доходов в результате использования резерва повышения результативности регионального рынка ценных бумаг представлен в таблице 3.

Наиболее существенный прирост ВРП и налоговых доходов в абсолютном выражении прогнозируется в Кемеровской, Омской и Новосибирской областях. Данные высокие показатели обусловлены большим объемом выявленного резерва повышения результативности функционирования региональных рынков ценных бумаг.

Предложенный прогноз учитывает только первоначальный эффект от мобилизации резерва финансовых ресурсов (избыточных сбережений) для целей развития региональной экономики через механизм рынка ценных бумаг. Полный эффект в результате множественного действия мультипликатора будет проявляться в долгосрочном периоде. Также необходимо учитывать, что используемые в расчете значения мультипликатора применимы для экономики в целом. В то же время, рынок ценных бумаг является наилучшим механизмом для финансирования компаний инноваци-

онной направленности. Согласно экспертной оценке Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ), средняя внутренняя норма доходности по венчурному инвестированию составляет 35 % годовых<sup>1</sup>, и в случае направления средств, являющихся резервом повышения результативности функционирования РЦБ, на финансирование региональной экономики отдача может быть более существенной. В частности, применяя приведенную выше внутреннюю норму доходности, предлагается определить влияние венчурного финансирования на развитие региональной экономики. В качестве вариантов расчета предлагается использовать две величины возможного фонда венчурных инвестиций: 280 млн руб. (средняя сумма региональных фондов венчурных инвестиций в России) и полный объем резерва повышения результативности функционирования РЦБ (табл. 4).

При первом варианте (учреждение фонда с первоначальной стоимостью активов 280 млн руб.) прогнозируется увеличение вклада эмитентов, финансируемых из регионального венчурного фонда инвестиций, в формирование валового регионального продукта, с 0,03 % до 0,08 % (в 2,6 раза) за период с 2015 г. по 2019 г. Прирост налоговых доходов к концу 2019 г. составит 39,5 млн руб.

Согласно второму варианту расчета (направление всего резерва повышения результативности функционирования РЦБ), вклад эмитентов-объектов инвестирования регионального венчурного фонда в формирование ВРП увеличивается с 0,61 % до 1,61 % (также приблизительно в 2,6 раза). Итоговый прирост

<sup>1</sup> Помощь малому бизнесу [Электронный ресурс]. URL: <http://bishelp.ru/> (дата обращения 18.10.2014).

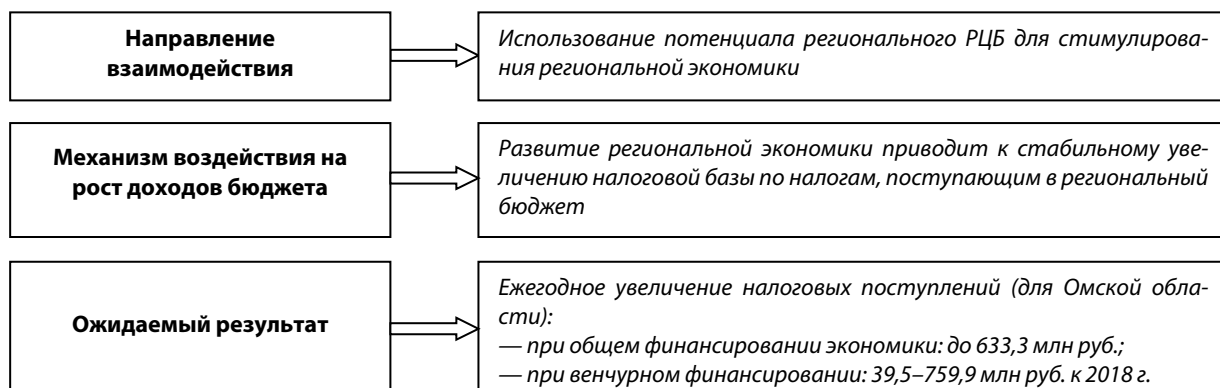
Таблица 4

**Прогнозные показатели результативности развития регионального РЦБ (на примере Омской области)**

Показатель	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Вариант 1. Учреждение венчурного фонда с первоначальной стоимостью активов 280 млн руб.</i>					
Стоимость чистых активов регионального венчурного фонда, млн руб.	280,0	378,0	510,3	688,9	930,0
Часть ВРП, производимая компаниями, финансируемыми из фонда (эффект в конкретный год), млн руб.*	157,4	211,3	283,9	381,6	513,2
Вклад эмитентов, финансируемых из регионального ИФ, в формирование ВРП, %	0,03	0,04	0,05	0,07	0,08
Увеличение налоговых доходов регионального бюджета (исходя из среднесрочного удельного веса налоговых доходов в ВРП на уровне 7,7 %), млн руб.	12,1	16,3	21,9	29,4	39,5
<i>Вариант 2. Учреждение венчурного фонда с первоначальной стоимостью активов, равной всей сумме резерва повышения результативности функционирования РЦБ</i>					
Стоимость чистых активов регионального венчурного фонда, млн руб.	5 384,1	7 268,5	9 812,5	13 246,9	17 883,3
Часть ВРП, производимая компаниями, финансируемыми из фонда (эффект в конкретный год), млн руб.*	3 025,9	4 063,2	5 459,2	7 338,6	9 869,1
Вклад эмитентов, финансируемых из регионального ИФ, в формирование ВРП, %	0,61	0,77	0,98	1,26	1,61
Увеличение налоговых доходов регионального бюджета (исходя из среднесрочного удельного веса налоговых доходов в ВРП на уровне 7,7 %), млн руб.	233,0	312,9	420,4	565,1	759,9

\* Так как венчурные инвестиции предполагают сравнительно длительный срок отдачи инвестиций, расчет ежегодного ВРП носит условный характер.

Источник: расчеты авторов.



**Рис. 4.** Приоритетная схема взаимодействия рынка ценных бумаг и региональной финансовой системы

налоговых доходов составляет 759,9 млн руб. (хотя вероятность реализации такого варианта минимальна). С целью балансировки рисков вложения средств в венчурные проекты целесообразно распределение инвестиционных ресурсов между ценными бумагами большого количества эмитентов инновационной направленности. Увеличение вклада эмитентами ценных бумаг (то есть объектов инвестирования венчурных фондов) в формирование валового регионального продукта в 2,6 раза каждые пять лет является очень хорошим показателем в долгосрочной перспективе.

Следовательно, стимулирование инвестиций (в том числе и венчурных) в региональную экономику через институты коллективного инвестирования способно оказать значительное позитивное влияние на структурную перестройку экономики и заложить основу для стабильного социально-экономического развития региона.

Результаты исследования позволяют сформулировать базовую схему взаимодействия рынка ценных бумаг и региональной финансовой системы. Наиболее эффективным направлением указанного взаимодействия яв-

ляется использование потенциала регионального рынка ценных бумаг для стимулирования развития региональной экономики. Рост экономики региона в дальнейшем формирует основу для стабильного прироста налоговых доходов регионального бюджета (рис. 4).

Немаловажным является тот факт, что указанная схема предполагает не разовое формирование некоего объема дополнительных доходов, а стабильный рост налоговых доходов в результате увеличения налоговой базы (как следствие развития региональной экономики). Этим предлагаемый вариант взаимо-

действия выгодно отличается от других возможных предложений по увеличению доходов регионального бюджета.

Стимулирование роста доходов регионального бюджета является крайне сложным процессом как с точки зрения планирования результатов, так и с точки зрения организации самого процесса. Вместе с тем, увеличение налоговых доходов посредством развития региональной экономики с максимальной вероятностью обеспечит достижение поставленной цели.

### Список источников

1. Горловская И. Г., Миллер А. А. Концептуальные основы формирования и развития регионального рынка ценных бумаг // Известия УрГЭУ. — 2012. — № 6(44). — С. 37-44.
2. Миллер А. А. Региональные особенности функционирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации // Вестник Омского университета. — 2011. — № 1. — С. 38-43. — (Экономика).
3. Teweles Richard Jack, Bradley Edward S. (1982) The Stock Market. Wiley, 344 p.
4. Rosenbaum J. (2009). Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. Wiley Finance, 344 p.
5. Морозов В. В. Инвестиционный потенциал и резервы регионального рынка ценных бумаг // Вестник УГТУ. — 2007. — № 2. — С. 87-92.
6. Россохин В. В. Финансовые ресурсы России и причины их сверхконцентрации в ограниченном количестве активов на рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. — 2008. — № 9. — С. 33-37.
7. The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain / Bert Scholtens, Dick Wensveen. Vienna: SUERF, 2003.
8. Kidwell David S., Blackwell David W., Whidbee David A., Sias Richard W. (2012) Financial Institutions, Markets, and Money (11th Edition). John Wiley & Sons, Inc., 708 p.
9. Родионова Н. К. Развитие рынка ценных бумаг. Региональные управляющие воздействия: автореф. дис. ... канд. экон. наук. — Тамбов, 2006. — 25 с.
10. Пилипенко Е. В., Середников Д. А. Система внутренних и внешних источников развития рынка ценных бумаг в регионе // Сибирская финансовая школа. — 2008. — № 4. — С. 81-86.
11. Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг. Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития: дис. ... д-ра экон. наук. — М., 2003. — 583 с.
12. Fabozzi F. J. (2012) Bonds markets, analysis and strategies (8th Edition). New Jersey, Prentice-Hall International, Inc., 744 p.
13. Горловская И. Г. Теория и методология исследования РЦБ-услуг / Федер. агентство по образованию, Урал. гос. экон. ун-т. — Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2009. — 196 с.
14. Игнатова Т. В., Болдырева Л. В. Роль рынка ценных бумаг в обеспечении эффективного развития региональной финансовой системы // Финансы и кредит. — 2011. — № 22. — С. 17-23.
15. Рашидов О. И., Рашидова И. А., Шатохин М. В. Анализ взаимосвязи инвестиций и ВРП по областям Центрального Черноземья // Экономические науки. — 2012. — № 62. — С. 169-174.

### Информация об авторах

**Миллер Александр Емельянович** — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономики, налогов и налогообложения, Омский государственный университет им. Ф. М. Достоевского (Российская Федерация, 644077, г. Омск, пр. Мира 55а; e-mail: aem55@yandex.ru).

**Миллер Андрей Александрович** — кандидат экономических наук, преподаватель кафедры финансов и кредита, Омский государственный университет им. Ф. М. Достоевского (Российская Федерация, 644077, г. Омск, пр. Мира 55а; e-mail: andremiller@yandex.ru).

For citation: *Ekonomika regiona* [Economy of Region]. — 2015. — № 3. — pp. 216-227

**A. Ye. Miller, A. A. Miller**

### Evaluation the Role of Securities Market in Increasing the Regional Budget Revenues

*In the article, the relevant problem of increasing the regional budget revenues is investigated. The subject matter of the research is the securities market as a mechanism for the redistribution of financial resources. The purpose of the research is justification of the*

effective scheme feasible in the current environment of the interaction of the securities market and the regional budget. In the study of the above-mentioned subject, the hypothesis of a close relationship between state and non-state finance system was taken as a basis. The theoretical principle of the research supports the theory of the stock market; to achieve the purpose, the institutionally-functional approach to the study of state finances is applied. As the result of the research, possible common grounds of the securities market and the regional financial system are identified; the reserve of improving efficiency of the securities market in the Western Siberia regions are revealed; the model reflecting the dependence of tax revenues from the pace of regional economic development is constructed; promising areas for development of the securities market for the benefit of the regional economy and regional financial system are formulated; the possible effect from the development of regional securities market on regional budget revenues is estimated. The results mentioned above are recommended to be applied when developing regional financial policies and programmes of region socio-economic development. A long-term stimulation of the growth in incomes of regional budgets is a very complex process, but with the proper elaboration of organizational issues, the implementation of the proposed scheme for interaction of the securities market and the regional financial system is capable to provide a steady increase in tax revenue in the short term and alleviate the problem of financing costs of the regional budget.

**Keywords:** regional budget, securities market, tax revenue, regional economy, mutual funds, investment activity

## References

1. Gorlovskaya, I. G. & Miller, A. A. (2012). Kontseptualnyye osnovy formirovaniya i razvitiya regionalnogo rynka tsennykh bumag [Conceptual bases of formation and development of regional security market]. *Izvestiya UrGEU [News of Ural State Economic University]*, 6(44), 37-44.
2. Miller, A. A. (2011). Regionalnyye osobennosti funktsionirovaniya rynka tsennykh bumag v Rossiyskoy Federatsii [Regional features of security market in the Russian Federation]. *Vestnik Omskogo universiteta [The Bulletin of Omsk State University]*, 38-43. (Ekonomika [Economics]).
3. Teweles, R. J. & Bradley E. S. (1982) *The Stock Market*. Willey, 344.
4. Rosenbaum, J. (2009). *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions*. Wiley Finance, 344.
5. Morozov, V. V. (2007). Investitsionnyy potentsial i rezervy regionalnogo rynka tsennykh bumag [Investment potential and reserves of regional security market]. *Vestnik UGTU [The Bulletin of Ural Technical University]*, 2, 87-92.
6. Rossokhin, V. V. (2008). Finansovyye resursy Rossii i prichiny ikh sverkhkontsentratsiy v ogranichenom kolichestve aktivov na rynke tsennykh bumag [Financial resources of Russia and the reason of their superconcentration in limited quantity of assets on security market]. *Finansy i kredit [Finance and the credit]*, 9, 33-37.
7. Scholtens, B. & Wensveen, D. (2003). *The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain*. Vienna: SUERF.
8. Kidwell, D. S., Blackwell, D. W., Whidbee, D. A. & Sias, R. W. (2012). *Financial Institutions, Markets, and Money* (11th ed.). John Wiley & Sons, Inc., 708.
9. Rodionova, N. K. (2006). *Razvitie rynka tsennykh bumag: regionalnyye upravlyayushchie vozdeystviya: avtoref. dis. ... kand. ekon. nauk [Development of securities market: regional control activities: published summary of a PhD thesis]*. Tambov, 25.
10. Pilipenko, Ye. V. & Serednikov, D. A. (2008). Sistema vnutrennikh i vneshnikh istochnikov razvitiya rynka tsennykh bumag v regione [System of internal and external sources of the region security market development]. *Sibirskaya finansovaya shkola [Siberian financial school]*, 4, 81-86.
11. Mirkin, Ya. M. (2003). *Rossiyskiy rynek tsennykh bumag: vliyanie fundamentalnykh faktorov, priority i mekhanizm razvitiya: dis. ... d-ra ekon. nauk [Russian security market: influence of fundamental factors, priorities and mechanism of development: published summary of a Doctoral thesis]*. Moscow, 583.
12. Fabozzi, F. J. (2012) *Bonds markets, analysis and strategies* (8th ed.). New Jersey: Prentice-Hall International, Inc., 744.
13. Gorlovskaya, I. G. (2009). *Teoriya i metodologiya issledovaniya RTsB-uslug [Theory and methodology of research of the security market services]*. Feder. agentstvo po obrazovaniyu, Ural. gos. ekon. un-t [Ural State Economics University]. Ekaterinburg: Ural. Gos. Ekon. Un-t Publ., 196.
14. Ignatova, T. V. & Boldyreva, L. V. (2011). Rol rynka tsennykh bumag v obespechenii effektivnogo razvitiya regionalnoy finansovoy sistemy [Role of securities market in effective development of the regional financial system]. *Finansy i kredit [Finances and the credit]*, 22, 17-23.
15. Rashidov, O. I., Rashidova, I. A. & Shatokhin, M. V. (2012). Analiz vzaimosvyazi investitsiy i VPR po oblastyam Tsentralnogo Chernozemya [The analysis of interrelation of investments and Gross Regional Product in the Central Chernozem regions]. *Ekonomicheskie nauki [Economic sciences]*, 62, 169-174.

## Authors

**Miller Aleksandr Yemelyanovich** — Doctor of Economics, Professor, Head of the Department of Economics, Tax and Taxation, Omsk F. M. Dostoevsky State University (55a, Mira St., Omsk, 644077, Russian Federation; e-mail: aem55@yandex.ru).

**Miller Andrey Aleksandrovich** — PhD in Economics, Teacher, Departement of Economics, Tax and Taxation, Omsk F. M. Dostoevsky State University (55a, Mira St., Omsk, 644077, Russian Federation; e-mail: andremiller@yandex.ru).