Замира СУНДЕТОВА,
исполнительный директор, «БТА Секьюритис»

В ПОСЛЕДНИЕ НЕСКОЛЬКО ЛЕТ ВСЕ БОЛЬШЕ КАЗАХСТАНСКИХ ИНВЕСТОРОВ ПРОЯВЛЯЮТ ИНТЕРЕС К ВЫХОДУ НА ИНОСТРАННЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛА. СУЩЕСТВУЕТ РЯД ФАКТОРОВ, КОТОРЫЕ ВЫНУЖДАЮТ КАЗАХСТАНСКИХ ИГРОКОВ ИНВЕСТИРОВАТЬ ЗА РУБЕЖОМ.

Казахстанская модель

Становление казахстанского фондового рынка началось в 1993–1994 годах — в период ключевых перемен в стране и преобразования финансовой системы. Однако переломным моментом стал 1998 год, когда пришло время реформирования накопительной пенсионной системы Казахстана. На рынке появились новые и весомые игроки, которые и должны были сыграть роль основных драйверов фондового рынка.

Однако существенного прогресса на рынке капитала не произошло. Спрос был создан, но предложения не появилось. Следующий этап развития начался в 2006 году, когда было проведено IPO компании «Разведка и Добыча «Казмунайгаз» на $2 млрд, встряхнувшее локальные торги. В этот же год было принято решение продать госпакет акций «Казахтелекома». Халык банк и Казкоммерцбанк вышли на рынок долевого капитала, а через несколько месяцев после IPO последовали более масштабные SPO. Правительство, в свою очередь, осуществляло программу развития рынка ценных бумаг РК на 2005–2007 годы.

В тот момент казалось, что фондовый рынок начал вставать на ноги. И действительно, объемы торгов на местной бирже взлетели в два раза, достигнув своего пика в 2008 году, однако доля акций в общем обороте составляла около 10% и до сих пор сохраняется на том же уровне, при этом основные операции проходят по валютам и РЕПО. Тем не менее, среди стран СНГ по общим объемам торгов и капитализации мы опережаем многих, уступая (значительно) лишь России.

Мировой финансовый кризис, безусловно, сказался на инвестиционной активности, в некоторой степени заблокировал дальнейшее развитие рынка капитала и привел к дефолту ряда компаний. В 2008 году в листинге АО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE) было 144 компаний, сейчас эта цифра сократилась до 107, при этом 11 из них допустили дефолт (в общей сложности 33 эмитента — дефолтные). Низкое предложение, в частности на рынке акций, то есть отсутствие новых листингов и дефицит голубых фишек (лишь семь бумаг) вкупе с низкой ликвидностью имеющихся инструментов остались ключевыми проблемами казахстанского рынка.

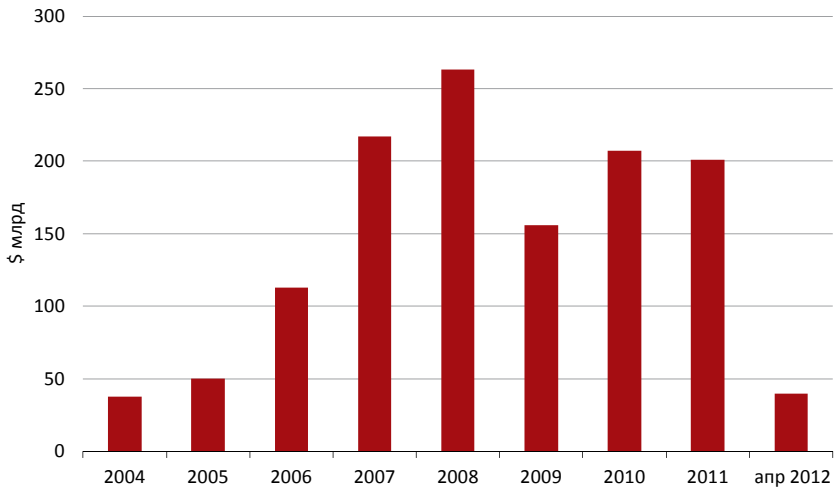
Другой причиной стагнации фондового рынка стало доминирование коммерческих банков, которые через дочерние пенсионные и инвестиционные фонды фактически стали монополистами рынка, оставив не у дел розничных инвесторов, а также фонды и страховые компании, не аффилированные с банками второго уровня. В итоге рыночные механизмы определения цены инструмента оказались под контролем определенных групп. Вторичного рынка на

Таблица 1

Хронология развития казахстанского фондового рынка

Иностранная валюта, $	ГЦБ	Фьючерс USD/KZT	Акции	Еврооблигации Казахстана	Листинговые облигации	РЕПО	IPO РД КМГ	Запуск индекса KASE; коммерциализация KASE	Включение индекса KASE в список DowJones FEAS
1993	1995	1996	1997	1998	1999	1999-01	2006	2007	2011

Источник: KASE



Источник: KASE

Рисунок 1

Объемы торгов на KASE

данный момент практически нет, все скупается теми же пенсионными фондами. Многие сделки осуществляются на фиктивной основе и не подразумевают реальную ликвидность некоторых бумаг. Власти решили заняться этим вопросом и планируют ряд мер, который бы ограничил доли участия акционеров в НПФ до 25%.

Многие эксперты говорят о том, что строительство в Казахстане полноценной рыночной экономики обязательно должно сопровождаться развитием фондового рынка, а развитый фондовый рынок держится на четырех «китах»: высокие объемы предложения, качественные эмитенты, розничный и институциональный спрос. Получается, что пока мы имеем лишь один из этих компонентов, то есть тот самый спрос со стороны пенсионных фондов, которые, в свою очередь, законодательно ограничены в своей инвестиционной политике, а именно имеют возможность инвестировать средства вкладчиков лишь в минимально рискованные активы. Желание направить ликвидность на рынок акций и облигаций есть, однако высоконадежные эмитенты на бирже отсутствуют. А розничные инвесторы пока что предпочитают депозиты.

С другой стороны, многие компании не торопятся фондироваться на рынке капитала из-за той же низкой ликвидности и своего нежелания полностью раскрывать информацию. Более того, в части выпуска акций многие не желают расставаться со своими долями и усложнять структуру акционеров, которая может пополниться множеством миноритарных владельцев, а это создает определенные неудобства. Пока что акцент делается на собственные средства и банковское кредитование, но в то же время постепенно предпочтения смещаются в пользу долгового капитала.

Еще один фактор, не способствующий развитию казахстанской фондовой инфраструктуры, — желание местных компаний выходить на более крупные развитые рынки и размещаться на зарубежных площадках. Это ограничивает приток инвесторов на казахскую биржу, несмотря на то что для них в целом отсутствуют какие-либо ограничения, чего нельзя сказать о ситуации в ряде других стран СНГ. Но, тем не менее, пока KASE сложно конкурировать с той же лондонской площадкой. Более того, в рамках Таможенного союза и Единого экономического пространства серьезными конкурентами казахской биржи могут стать российские биржевые структуры.

Правительство с подачи президента вновь взялось за рынок ценных бумаг. В настоящее время решаются многие вопросы в части регулирования, меняется законодательство. Однако ключевой мерой по повышению статуса KASE стало объявленное поэтапное «народное IPO», которое должно оживить рынок и обеспечить инвесторов предложением от высоконадежных эмитентов.

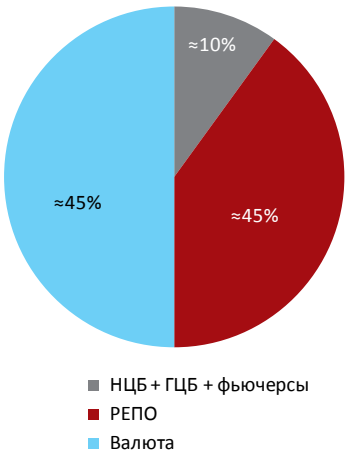
Однако помимо народного IPO необходимы другие меры. В частности, следует активно работать над увеличением free float уже размещенных акций, нужно стимулировать и поощрять эмитентов, которые, в свою очередь, должны становиться более открытыми. Необходим также мощный толчок для компаний второго эшелона, но для тех из них, кто менее всего подвержен влиянию внешней коньюнктуры, то есть представителей несырьевого сектора, средних по размеру компаний.

Институт маркет-мейкерства требует дальнейшего совершенствования для повышения ликвидности ценных бумаг и сужения спредов. Рынок также требует новых инструментов, в частности деривативов и ETF, но параллельно надо решить вопросы по правовому регулированию операций на срочном рынке, в том числе налогообложению. В данный момент нет инструментов, которые позволяли бы зарабатывать на падающем рынке, что приводит к оттоку инвесторов на другие площадки.

В настоящее время обсуждается возможность прямого доступа клиентов к торговой системе биржи при поддержке брокеров. Помимо этого, несмотря на актуальность антикризисных мер, регулятор должен каким-то образом пересмотреть требования к инвестиционной политике институциональных инвесторов. На KASE тем временем ведется работа по внедрению новой системы расчетов, которая соответствовала бы международной практике, а именно увеличиваются сроки расчета сделки, что даст возможность перепродажи бумаг до исполнения. Разрабатываются ограниче-

Рисунок 2

Доля инструментов в общем объеме торгов



Источник: KASE

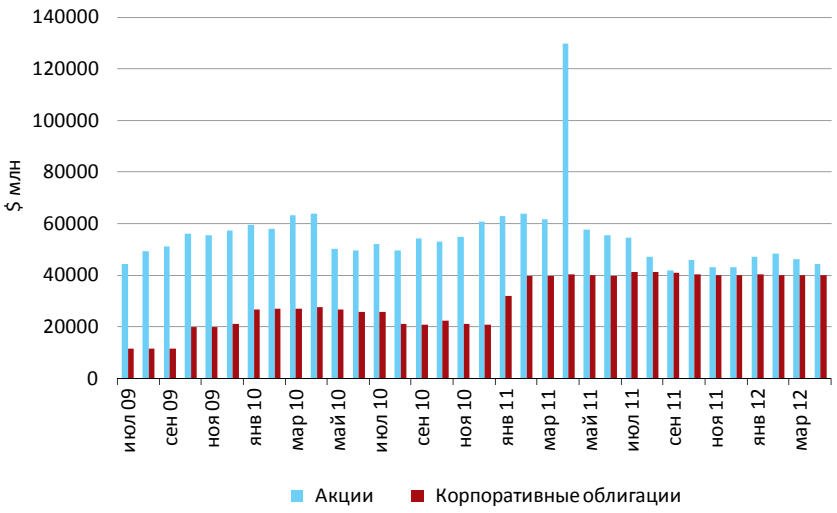
ния в части двойного листинга и меры по стимулированию размещений только на локальном рынке, направленные на переток на KASE внешних инвесторов, которым, в свою очередь, необходимо предоставить удаленный доступ к бирже.

Итак, основными причинами перетока казахстанских инвестиций на зарубежные фондовые рынки являются нехватка местных инструментов и низкая ликвидность. Естественно, в таких условиях внимание казахстанских игроков привлекает в первую очередь российский фондовый рынок, обладающий более впечатляющими оборотами и динамикой. Общий объем торгов на всех рынках ММВБ-РТС в 2011 году составил $10.1 трлн, или 297.9 трлн руб. По объему торгов на фондовом рынке (акции и облигации) ММВБ-РТС по итогам года входит в двадцатку крупнейших бирж мира, а по оборотам срочного рынка — в топ-10 мировых лидеров. Суммарная капитализация торгуемых акций в ММВБ-РТС на конец года составляла около $800 млрд.

При таком сравнении расклад сил явно не в пользу KASE. Зачастую инвесторов из Казахстана не останавливают ни двойное налогообложение, ни неудобства при открытии счета. Кроме того, есть более серьезные несоответствия в казахстанском и российском законодательствах. Так, согласно действующему законодательству Республики Казахстан, брокерская компания открывает для учета и хранения активов клиента, приобретенных на международных рынках, отдельные лицевые счета в казахстанских банках-кастодианах. Аналогичные требования применяются и к российским ценным бумагам. В свою очередь, согласно требованиям российского законодательства, нерезиденты не имеют права открывать счет в Центральном депозитарии Российской Федерации. Для этого им необходимо открыть счет у российского брокера.

После вхождения Казахстана в Таможенный союз, а затем подписания соответствующих соглашений по ЕЭП, вопрос о развитии фондового рынка в РК приобретает особую актуальность. Очевидно, что либерализация интеграционных процессов в рамках Единого экономического пространства несет определенные риски для фондового рынка Казахстана, такие как возможный массовый отток казахстанских инвестиций и размещение отечественных ценных бумаг на российских фондовых биржах. Также необходимо понимать, что российская экономика в большей степени финансируется посредством фондового рынка, тогда как казахстанская экономика — через банковский сектор. Данное различие и предопределило современное состояние и развитие фондовых рынков обеих стран.

Чтобы добиться более динамичного дальнейшего развития отечественного фондового рынка, нам необходимо диверсифицировать отраслевую структуру эмитентов, внедрить новые виды финансовых инструментов. Сейчас некоторые финансисты высказывают мнение, что в условиях, когда экономика и финансовая система Казахстана вынуждены конкурировать с Россией в рамках ЕЭП, нам нужны свои специфические преимущества. И таким преимуществом может стать создание условий для привлечения исламских займов. С учетом перспектив Казахстана как председателя Исламской конференции, а также в связи с его выгодным стратегическим положением в Центральной Азии на стыке нескольких крупных цивилизаций, это может оказаться серьезным плюсом для казахстанской финансовой модели. Таким образом, Казахстан сможет закрепить свое лидерство в регионе Центральной Азии и одновременно получить доступ к новым источникам капитала.



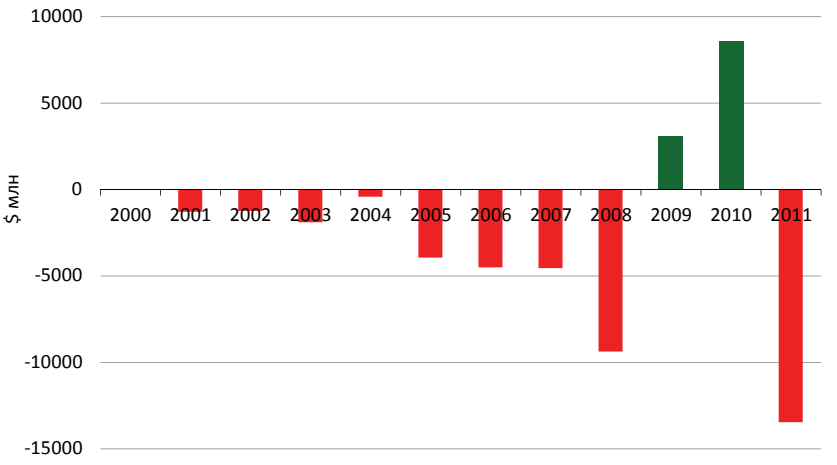
Источник: Bloomberg

Рисунок 3

Рыночная капитализация

Рисунок 4

Порфтельные инвестиции



Источник: Нацбанк РК