

Игорь Киндоп

Маленький и незаметный

Низкая ликвидность казахстанского фондового рынка позволила ему без особых потрясений пережить мировой кризис ликвидности. Вопрос предложения биржевых инструментов – в руках государства



ЮЛИЯ КРАВЧЕНКО

С 1 мая представительский список Казахстанской фондовой биржи (KASE) пополнится простыми акциями Kazakhmys Plc – об этом на прошлой неделе сообщила биржа. «Члены рискowego комитета сошлись во мнении включить данные бумаги в корзину индекса KASE в целях повышения репрезентативности индикатора, приближения отраслевой структуры его представительского списка к структуре экономики Казахстана, а также в обоснованном ожидании роста ликвидности простых акций Kazakhmys Plc на KASE», – говорится в сообщении KASE.

Рост ликвидности акций крупной медной компании стал бы приятной новостью для всех игроков фондового рынка. Незрелость рынка ценных бумаг в Казахстане всегда была головной болью для его немногочисленных участников и представителей властных структур, лелеющих мысль о превращении нашей страны в среднеазиатский финансовый центр. Формально эмитентами акций на Казахстанской фондовой бирже (KASE) и СТП РФЦА являются 90 компаний. Но инструменты большинства из них торгуются изредка и представляют собой мертвый груз. Лишь бумаги компаний из финансового сектора и АО «Разведка

Добыча «КазМунайГаз» (РД КМГ) можно назвать ликвидными (см. график 1). Слабость рынка проявилась во время кризиса ликвидности: на фоне ухода инвесторов с августа прошлого года его капитализация резко упала – на 12 млрд долларов (см. график 2). При этом подскочили ставки межбанковского кредитования, что также опосредованно ударило по рынку ценных бумаг (см. график 3). Однако в дальнейшем ситуация стабилизировалась. Несмотря на нисходящий тренд мировых фондовых индексов, таких как FTSE 100 или DJIA, индекс KASE показывает движение в горизонтальном диапазоне (см. график 4). «Парадоксально, но хорошо, что ин-

вестиционный спрос населения невелик, так как в противном случае возникли бы предпосылки для перегрева рынка, подобно тому, что происходило в Китае до начала кризиса ликвидности, – объясняет финансовый аналитик ИФД РЕСМИ Азамат Ескожа. – Сейчас наблюдается какое-то подобие равновесия, когда скудный ассортимент рынка уравнивается незначительной активностью населения на фондовом рынке». Появление на KASE акций ENRC поддержало капитализацию – она выросла за первую половину апреля с 54,5 млрд до 87,5 млрд долларов (ENRC выставила 0,8% акций, капитализация компании – более 30 млрд долл.).

На рынке межбанковского кредитования ситуация также налаживается, и рынок возвращается к своему прежнему состоянию – индикатор Kazprime (отражает ставки межбанковских кредитов) снизился с начала года на более чем 400 пунктов, достигнув 8,43% к середине апреля. Но, несмотря на это, рынок уже показал свою уязвимость. Единственный способ вылечить его – добавить еще ликвидности.

Мал круг этих эмитентов

Главная проблема казахстанского фондового рынка – немногочисленность эмитентов и, как следствие, отсутствие ликвидных инструментов. Индекс KASE рассчитывается по 10 бумагам (при этом три эмитента представлены как обычными, так и привилегированными акциями) (см. таблицу 1). «Сейчас ликвидными можно назвать около 10 инструментов. За ними еще 10 – относительно ликвидные. Остальные же бумаги в листинге “А” и “Б” фактически не торгуются», – констатирует первый вице-президент KASE Идель Сабитов. Для сравнения: в индекс РТС биржи ММВБ входит порядка 50 крупных компаний из 258 представленных в листинге. То же самое и на мировых биржах. Например, FTSE 100 рассчитывается по котировкам сотни компаний, в то время как в листинге на главной площадке присутствует 1109 компаний.

«За всю историю рынка был только один яркий пример IPO – “Разведка Добыча “КазМунайГаз”, – жалуется г-н Са-

Появление
государственных
компаний на
бирже позволит
им повысить
стандарты
корпоративного
управления,
о чем уже долгое
время печется
государство

битов. – Причем из 2,2 млрд долларов привлеченных средств за счет средств казахстанских инвесторов они получили 1,5 млрд, или 67% от объема всего размещения». Хотя крупных компаний вроде более чем достаточно, они предпочитают работать с помощью заемного капитала, чем выпускать акции. А компании-нерезиденты вообще не показывают интереса к отечественной фондовой площадке. «Казахстан является крупной нефтедобывающей державой, при этом на его рынке представлены бумаги всего трех сырьевых эмитентов, ликвидной из которых является только РД КМГ»,

А помнишь, как все начиналось...

Первым казахстанским индексом стал индекс KASE Shares, который был запущен 12 июля 2000 года. Это был композитный индекс, который отражал изменения акций всех эмитентов категории «А». После появления на рынке ликвидных инструментов индекс перестал быть репрезентативным, так как его движение задавалось всего тремя бумагами. С октября прошлого года его сменил индекс KASE, который

включает всего 10 бумаг и рассчитывается в реальном времени. При этом влияние каждой бумаги ограничивается 15% на движение индекса. Акция считается достойной включения в список, если по ней в течение последних шести месяцев не менее десяти участников торгов заключали сделки; ежемесячно заключается не менее десяти сделок; ежемесячный объем торгов превышает 50 млн тенге. ■

Наиболее ликвидные акции за последний год

График 1



Источник: KASE

Уход инвесторов в августе 2007 г. График 2 обрушил капитализацию KASE, а приход ENRC весной 2008-го – резко увеличил



Источник: KASE

– удивляется Андрей Лысенко, заместитель начальника управления аналитических исследований ИГ ИСТ КОММЕРЦ. Как отмечают участники рынка, основная проблема эмитентов при размещении – боязнь недружественного поглощения или контроля. Поэтому ликвидные инструменты представлены крупнейшими казахстанскими холдинговыми группами или государственными компаниями. Прочие игроки предпочитают выходить на рынок с долговыми инструментами или получать листинг в Лондоне.

Многие из наиболее ликвидных акций, представленных на KASE, стали таковыми после получения листинга на Лондонской фондовой бирже. В результате ценовое движение по этим акциям в Казахстане повторяет аналогичную динамику в Лондоне, что также повлияло на устойчивость ценных бумаг данных эмитентов. Особенно это влияние было заметно в период августовского падения.

Именно к таким бумагам относятся лидеры по ликвидности – инструменты РД КМГ и Казкоммерцбанка. Резкие колебания этих бумаг непосредственно отражаются в индексе и вызывают его наибольшие колебания. Так, например,

Если «Самрук»
хотя бы в 2010 году
выведет голубые
фишки на рынок –
отлично.
А если этого
не произойдет,
то не будет у нас
никакого рынка

Резкий рост ставок МБК всегда предшествовал падению индекса KASE



KASE упал синхронно с мировыми индексами только один раз – в августе 2007 года



августовский провал рынка прошлого года сказался на всех участниках фондового рынка, представленных в индексе. Падение же мировых индексов, наблюдавшееся в январе, слабо отразилось на индексе KASE за счет разнонаправленного ценового движения основных торгуемых бумаг. Как видно, сильное падение бумаг РД слабо отразилось на всем индексе (см. график 5). В данном случае сглаживающий эффект оказал рост бумаг банков и особенно акций Казкоммерцбанка. Поддержку индексу в этот период оказало ралли банка, который «загадочным образом» рос как в Казахстане, так и в Лондоне. По неподтвержденным данным, рост котировок был вызван деятельностью ИК «Ренессанс Капитал», которая в интересах своего клиента выкупила на рынке достаточно весомый пакет. Разнонаправленное движение трендов акций Казкоммерцбанка и РД КМГ не позволяет падать всему индексу и определяет его горизонтальное движение в годовом диапазоне. Таким образом, в масштабе всего индекса негативное восприятие рисков отечественных финансовых институтов оказалось скомпенсированным рекордным ростом цен на акции РД КМГ на фоне роста цен на сырье во всем мире. С начала апреля прошлого года до середины января бумаги РД КМГ выросли в цене практически на 60%, и после январского падения они все равно показывают рост в 15% в годовом выражении.

Хотя, как уже говорилось, многие эмитенты KASE имеют двойной листинг в силу своей отдаленности от мировых финансовых центров и низкой ликвидности рынка, отечественный фондовый индекс не показывает значимой зависимости от мировых индексов (см. таблицу 2). «Если влияние и есть, то оно минимально и в большинстве случаев происходит с некоторым запаздыванием», – соглашается Андрей Лысенко. – В большей степени влияющим фактором на рынок является ситуация на сырьевых рынках, нежели динамика фондовых индексов развитых стран».

Быть неплохо голубым

«Сейчас на рынке период ожиданий. С одной стороны, компании, которые раньше кредитовались у банков, испытывают трудности с финансированием и могут выйти на рынок. Но такие компании не самые привлекательные для инвесторов, если им банки кредиты не дают. А на рынке нет никаких гарантий на получение денег. Хорошие компании пока на рынок за деньгами не выходят – они с банками договариваются», – говорит первый вице-президент KASE.

На развитие отечественного фондового рынка может оказать влияние коммерциализация KASE и ее слияние со специальной торговой площадкой – РФЦА. Планируется, что вслед за объединением торговых площадок упростятся и листинговые требования к эмитентам. В будущем рынок будет разбит на три сектора – голубые фишки, компании второго эшелона и стартапы. Но здесь надежда на соответствующие инициативы государства. «Если «Самрук» хотя бы в 2010 году выведет голубые фишки на рынок – отлично. Представьте КТЖ, «Казатомпром» – это потенциальные blue chips. Рынок должен начинаться с голубых фишек», – рассуждает г-н Сабитов. – В этом случае к нам придут инвесторы, дадут рынку ликвидность, а уже потом обратят внимание на второй эшелон. А если этого не произойдет, то у нас не будет никакого рынка». Вывод национальных компаний потребует изменить некоторые законодательные акты, запрещающие государственным компаниям выходить на фондовый рынок. Их появление на бирже позволит повысить стандарты корпоративного управления в нацкомпаниях, о чем уже долгое время печется государство.

Правительство может также оказать серьезную поддержку фондовому рынку в развитии, если пообещает предоставить льготы компаниям, вышедшим на торговую площадку. Одним из условий участия компаний в государственных программах по диверсификации экономики должно стать появление фирмы в листинге. «Правитель-

В индексе KASE большинство акций – банковские

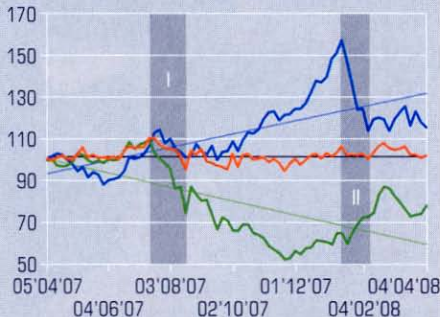
Таблица 1

Акции представительского списка индекса KASE		
Эмитенты	Доля акций, находящихся в свободном обращении, %	Количество акций
Казхателеком*	60,1	403 194
Казкоммерцбанк	46,8	575 000 000
Казкоммерцбанк*	46,7	124 978 795
Банк ЦентрКредит	41,2	130 316 695
Разведка Добыча «КазМунайГаз»	38,6	70 220 935
Народный сберегательный банк Казахстана	28,9	984 016 660
Темірбанк	28,7	19 067 000
БТА Банк	27,1	8 370 158
Темірбанк*	26,2	5 000 000
Казхателеком	22,5	10 922 876
* привилегированные акции		
Источник: KASE		

Дивергенция трендов основных ликвидных инструментов KASE помогает индексу держаться в горизонтальном тренде

График 5

Индекс KASE, котировки акций Казкоммерцбанка (KKGB) и РД «КазМунайГаз» (RDGZ)



100% = 5 апреля 2007 г.

I – августовский провал 2007 года

II – январское обрушение мировых рынков

■ KASE ■ KKGB ■ RDGZ
■ Тренд индекса KASE ■ Тренд акций Казкома
■ Тренд акций РД КМГ

Источник: KASE

ство могло бы поставить такие условия: мы вам будем оказывать поддержку, а вы за 2–3 года проведете IPO на местном рынке и войдите в индекс KASE, – предлагает Идель Сабитов. – В результате у государства появился бы рыночный показатель эффективности деятельности компаний. А компании становились бы публичными, прозрачными, внедряли бы корпоративные стандарты

Фондовые рынки РФ и Казахстана не демонстрируют выраженной корреляции с мировыми индексами

Таблица 2

Корреляция различных международных индексов друг с другом

Индекс	KASE	RTS	УФС (Украина)	FTSE 100	DJIA
KASE	1	-0,136	0,158	-0,151	-0,186
RTS	-0,136	1	-0,206	0,025	0,056
УФС (Украина)	0,158	-0,206	1	-0,078	0,618
FTSE 100	-0,151	0,025	-0,078	1	0,889
DJIA	-0,186	0,056	0,618	0,889	1

Источник: KASE, данные открытых источников

управления – деятельность от этого тоже улучшалась бы. И третий плюс – развивался бы фондовый рынок республики.

Кроме отсутствия ликвидности на рынке есть и другие не менее важные препятствия. «Сильно распространена инсайдерская торговля, когда осведомленные игроки используют преимущество и зарабатывают в ущерб другим участникам рынка, – констатирует финансовый аналитик ИФД РЕСМИ. – Это отнюдь не способствует развитию рынка вследствие опасений о несправедливом асимметричном распределении информации». Фондовый рынок строится на концепции эффективного рынка, суть которой сводится к одинаковому доступу участников торгов к информации. Так, например, в США все крупные транзакции, произошедшие непосредственно перед важными событиями и новостями, расследуются регулятором фондовых рынков США Security Exchange

Commission. Потому соблюдение этой концепции только привлекает на рынок новых игроков. «Также нужно упомянуть несовершенное правовое поле, примерами которого стали недавние тяжбы акционеров АТФБанка», – продолжает г-н Ескожа.

В то кризисное время, в которое мы сейчас живем, вряд ли стоит ожидать массового и добровольного IPO голубых фишек. Но и докризисный период не сильно радовал инвесторов новыми инструментами. Если ситуация не изменится, то отечественный рынок ценных бумаг так и останется на бумаге, а в портфеле госпрограмм появится еще одна невыполненная инициатива – РФЦА. Поэтому при отсутствии желания частных компаний выходить на биржу ситуацию может изменить только размещение национальных компаний. Именно они могут привлечь деньги инвесторов, давно присматривающихся к лакомым кускам государственного пирога. ■