

# У нас нет инструментов, позволяющих зарабатывать на падающем рынке



ИНТЕРВЬЮ С РУСЛАНОМ ДЗЮБАЙЛО,  
НАЧАЛЬНИКОМ ОТДЕЛА АНАЛИЗА KASE

На протяжении 15 лет эксперты финансового рынка сетовали на то, что фондовый рынок Казахстана отстает по развитию не только от мировых бирж, но даже от соседней России. Мировой финансовый кризис дал единственный повод радоваться этому факту: рынок хоть и пострадал, но не так, как в России или в США. В очередной раз о проблемах рынка и его итогах развития за год мы поговорили с Русланом Дзюбайло, начальником отдела анализа KASE

**Существует мнение (в частности, г-н Сайденов сказал об этом на банковской конференции 24 сентября), что фондовый рынок Казахстана не развит до такой степени, чтобы пострадать от финансового кризиса. Вы согласны с этим?**

Безусловно, казахстанский фондовый рынок еще не развит в полной мере. Тем не менее, как показывают факты, мировые финансовые события оказали весьма существенное влияние на отечественный фондовый рынок. Действительно, в Казахстане пока слабая инвесторская база и мы не можем в результате противостоять движениям других инвесторов, даже если, на наш взгляд, их поведение не оправдано. У нас подчас трудно закрывать убыточную позицию ввиду низкой ликвидности рынка, поэтому риски инвесторов выше, многие юридические вопросы рынка находятся в стадии «созревания» и поэтому участники фондового рынка менее защищены, чем на рынках развитых. Нет и срочного рынка, на котором можно страховать от рисков, почти нет инструментов и технологий, позволяющих зарабатывать на падающем рынке, и многого другого. Именно поэтому, несмотря на то, что источник всех проблем и паники находится в Европе и США, по глубине падения цен на фондовом рынке мы уступаем, пожалуй, только России.

Наш фондовый рынок переживает не лучшие времена. Развитие его замедлилось. Нельзя и отрицать, что падение нашего фондового рынка все-таки ударило по доходности пенсионных фондов. Тем не менее предпринимаемые усилия по его спасению, безусловно, будут иметь результат, но, возможно, не так скоро, как хотелось бы.

**Каковы критерии «развитости» фондового рынка на какой ступени своего развития находится казахстанский рынок?**

Критериев для определения уровня развитости фондового рынка существует множество. Одним из наиболее часто используемых является показатель отношения капитализации рынка акций к ВВП страны. У нас, в Казахстане, этот показатель в 2007 году составлял 52,4%. Это относительно невысокое значение показателя, так как в России он в 2007 году составлял 77,4%, в Великобритании – 146,1%, в США – 127,59%, в Японии – 103,81%.

Охарактеризовать степень развитости рынка можно и с помощью анализа инвесторской базы этого рынка. В частности, потенциал рынка можно оценить исходя из примерной емкости первичного рынка, то есть зная, какое количество денег может быть привлечено в ходе первичных или вторичных размещений на данном рынке. По нашим данным, денежная емкость казахстанского первичного рынка акций не превышает на данный момент 1,5 млрд долларов. В других странах (и в частности, в России) этот показатель на порядок выше.

О степени развитости фондового рынка можно судить и по показателю вовлеченности населения на фондовый рынок. В Казахстане, по самым оптимистичным подсчетам, на рынке работает 0,03% процента населения Казахстана. В России в торги на рынке акций вовлечены 0,4% населения, в США – около 11%, в Японии – 27,4%, в Австралии – 31,1%.

Существуют также и неколичественные показатели развитости рынка, такие как аналитический потенциал рынка и прочие. Однако следует учесть, что большинство из таких факторов не находится под влиянием биржи и зависит от общего экономического и демографического состояния страны.

**Каковы ключевые проблемы рынка? К каким биржам мы близки по своей инфраструктуре и ментальности инвесторов и эмитентов?**

Основными проблемами отечественного фондового рынка можно назвать низкую ликвидность казахстанских ценных бумаг, недостаточное количество инструментов на рынке для инвесторов, низкую активность казахстанских компаний-эмитентов в вопросах финансирования на фондовом рынке. Возможно, большое влияние на это также оказывает несовершенство законодательного и налогового стимулирования участников рынка.

В этом году KASE получила статус аффилированного члена Всемирной федерации бирж (WFE), что стало результатом нашей 15-летней работы. Данный статус присваивается только тем биржам, которые уже зарекомендовали себя на международной площадке, достигли определенных результатов в плане соответствия международным стандартам, и является последним шагом для получения полного членства в этой организации. Для сравнения, в данный момент аффилированными членами WFE являются LME (London Metal Exchange), MMB5, PTC, NYMEX (New York Mercantile Exchange) и другие.

**Чем казахстанский фондовый рынок отличается от других рынков СНГ, в чем его специфика?**

Если сравнить с другими фондовыми рынками стран СНГ, то можно с уверенностью сказать, что сегодня казахстанский фондовый рынок по обороту торгов на рынке акций, облигаций, репо и др. уступает лишь российским фондовым площадкам. Во многом это заслуга отечественных пенсионных фондов, которые в свое время выступили основными «двигателями» развития всех секторов казахстанского рынка.

На данный момент пенсионные фонды оказывают несколько иное воздействие на отечественный рынок. Фактически некоторые аспекты деятельности казахстанских НПФ сейчас несколько замедляют дальнейшее развитие фондового рынка. К примеру, требования, предъявляемые к НПФ, тормозят введение на отечественном рынке системы коротких продаж, введение системы клиринга и системы расчетов T+3, которые приняты во всем мире.

Несмотря на географическую близость России и Казахстана, а также схожесть инфраструктуры казахстанского и российского финансовых рынков, конъюнктура местного рынка не зависит от российского. Ведь основная активность торгов по казахстанским ценным бумагам приходится на Лондонскую фондовую биржу (LSE), сильно интегрированную в финансовые системы европейских стран и США. Потому и основные риски для нас исходят оттуда.

## Какова процедура приостановки торгов на KASE?

В мировой практике решение о приостановлении торгов нередко принимается регулятором рынка. К примеру, в Российской Федерации решение о приостановлении торгов принимается Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). Помимо этого в правилах этой же службы четко прописан механизм приостановки торгов, а также условия, при которых торги могут быть приостановлены.

На данный момент в Казахстане торги может приостанавливать только KASE. Согласно нормативным документам биржи торги приостанавливаются по решению Биржевого совета в случае:

- существенного ухудшения качества обращаемых инструментов до степени, существенно угрожающей интересам инвесторов;
- отклонения цен по сделкам более чем на 50% в течение одной торговой сессии;
- в других случаях, существенно угрожающих интересам участников торгов, инвесторов и биржи.

Тем не менее, если в казахстанское законодательство будут внесены соответствующие поправки, АФН получит вполне легитимное право принимать решение о приостановлении торгов на бирже.

## Насколько приостановка торгов вообще «полезна» и актуальна для казахстанского рынка, на ваш взгляд?

На наш взгляд, единовременная приостановка торгов на всем рынке акций смысла не имеет. Четыре из восьми акций, входящих в корзину индекса KASE, также имеют параллельный листинг (в форме акций или депозитарных расписок) на Лондонской фондовой бирже (LSE). Доля влияния таких акций на индекс на данный момент составляет 56,5%. Таким образом, вполне очевидно, что приостановка торгов по этим акциям и по рынку в целом не уберет отечественный фондовый рынок от обвального падения. Возможность арбитража между Лондоном и Алматы моментально корректирует цены акций в Казахстане до уровня цен этих же акций на LSE. В случае если торги все же будут приостановлены на какой-то срок, то в момент их последующего открытия акции начнут торговаться с тех уровней, на которых они находятся на LSE. Получается, что в данном случае приостановка торгов не будет иметь желаемого эффекта.

В отношении ценных бумаг, обращающихся только на внутреннем рынке Казахстана, ситуация мало чем отличается. Приостановка торгов по ликвидным бумагам несет в себе смысл дать возможность инвестору не совершать необдуманных панических действий по продаже бумаг при падении рынка. Ввиду еще более малого количества сделок с этими ценными бумагами, чем с акциями казахстанских компаний, которые имеют параллельный листинг на LSE, у инвестора более чем достаточно времени, чтобы оценить свою дальнейшую стратегию в отношении локально обращающихся ценных бумаг.

При этом надо четко понимать, что приостановка торгов на нашем биржевом рынке акций будет иметь негативное влияние на весь финансовый рынок. Кроме того, принятие столь крайних мер может вселить еще большую панику у инвесторов.

## Насколько точно индекс KASE отражает положение экономики страны? Можно ли считать его индикатором экономического развития?

Индекс KASE по своим техническим параметрам соответствует всем мировым индексам. Фактически методика этого индикатора ничем не уступает методике расчета ведущих мировых индексов. К примеру, отечественный индекс рассчитывается на основе цен (а не заявок, как это было при KASE\_Shares). В качестве весовых факторов берется капитализация того или иного компонента индекса, предусмотрено также ограничение доли влияния каждого инструмента в индексе по уровню free-float для данного инструмента.

Однако для того, чтобы индекс в действительности смог адекватно отображать ситуацию в экономике, и сам индекс, и рынок, который он отображает, должны соответствовать как минимум следующим критериям:

- индекс должен рассчитываться на основе достаточно большого числа инструментов. Ввиду низкой ликвидности на отечественном рынке KASE рассчитывается только по параметрам 8 акций. Для сравнения: в S&P 500 входит 500 акций, в FTSE 100 – 100 акций, в индекс MMB5 – 30;
- рынок, описываемый индексом, должен быть представлен в полной мере всеми секторами экономики этой страны. Фактически же казахстанский рынок крайне скупо представлен казахстанскими системообразующими компаниями. К примеру, стратегически важный нефтяной сектор представлен в индексе только компанией РД КазМунайГаз. Помимо этого слабо представлены и другие секторы экономики: сельскохозяйственный, металлургический и т.д.

- рынок должен иметь широкую инвесторскую базу и достаточную ликвидность, для того чтобы цены на бирже адекватно отображали состояние компаний и экономики в целом.

К сожалению, состояние этих составляющих казахстанского фондового рынка оставляет желать лучшего.

С учетом вышеизложенного, индекс KASE на данной стадии развития фондового рынка Казахстана не может служить индикатором состояния экономики страны. При этом данный индикатор может быть использован для отображения настроений на рынке, а также в качестве инструментообразующего – для создания на его базе интересных для международных игроков рынка инструментов. В частности, нами уже заключено соглашение с ABN AMRO BANK N.V., London Branch о возможности создания для его клиентов производных продуктов на базе индекса KASE.

**Какие важные события произошли в этом году, которые повлияли на развитие фондового рынка Казахстана?**

1. В конце июля текущего года произошел второй виток мирового финансового кризиса. Вызвано это было проблемами с американскими ипотечными организациями Fannie Mae и Freddie Mac, банкротством Lehman Brothers, Indy Mac, крайне тяжелым финансовым положением крупнейшего в мире страховщика AIG и многим другим. Как ни странно, казахстанский фондовый рынок отреагировал на эти события достаточно резко, если иметь в виду серьезное снижение индекса KASE. Для фондового рынка влияние было существенным. Однако ввиду того, что нынешнее состояние фондового рынка пока не влияет на состояние экономики страны, какой-то негатив из-за этого для экономики фактически несущественен.

2. Была отменена норма АФН, предписывающая казахстанским НПФ инвестировать только в бумаги, эмитированные компаниями, имеющими рейтинговую оценку. Принятие данной меры в прошлом году значительно сократило инструментальную базу НПФ, и, как следствие, сократило объемы торгов на рынке акций и облигаций. Можно считать, что отмена этой нормы была, несомненно, позитивным событием.

3. Государство предприняло ряд мер по поддержке финансовой системы страны. В частности, было принято решение о выделении средств из Национального фонда страны, об увеличении размера гарантированной суммы физических лиц и др. Бурной реакции на рынке это не вызвало, однако мы уверены, что в средне- и долгосрочной перспективе это окажет очень позитивное влияние.

4. Введение новых листинговых правил. Пропала неопределенность, присутствовавшая в связи с этим на рынке, что, в свою очередь позитивно скажется на эмиссионной активности на рынке акций и облигаций.

5. Скачок инфляции в 2007 году. Высокие темпы инфляции в конце 2007 и в 2008 году серьезно повлияли на конъюнктуру денежных рынков, рынков государственных и корпоративных облигаций. Требования инвесторов к доходности ценных бумаг существенно возросли, в связи с чем выпуск облигационных программ на первичном рынке стал менее привлекательным.

6. Случай технического дефолта инфраструктурных облигаций. Ситуация с инфраструктурными облигациями Досжан ТемирЖолы поставила под сомнение перспективы государственно-частного сотрудничества, а также подорвала доверие инвесторов к таким проектам.

**Какие важные события произошли в этом году на бирже, повлиявшие или могущие повлиять на ее дальнейшую деятельность?**

Прежде всего хочется отметить введение в действие регуляторами рынка новых листинговых требований. Данное обстоятельство разрешило длительную неопределенность на рынке, благодаря которой эмитенты не знали, на какой площадке и по каким требованиям проходить процедуру листинга. Это сдерживало развитие рынка и биржи.

В рамках подготовки к IPO KASE впервые за всю свою историю обеспечила аудиторскую проверку с соответствующим заключением консолидированной финансовой отчетности за три последних полностью истекших года по Международным стандартам финансовой отчетности. Кроме того, биржей был подготовлен бизнес-план на 2008–2010 годы (он сейчас корректируется и дорабатывается), в котором были рассмотрены различные модели развития KASE. Все это позволило более профессионально взглянуть на бизнес биржи, ее роль в развитии финансового рынка Казахстана, а также более точно опреде-

**Какую роль сыграли для биржи ее коммерциализация и вхождение государства в капитал?**

литься с потребностью KASE в ресурсах, которые необходимы для дальнейшего развития.

В текущем году, опять же в рамках подготовки IPO, биржа осуществила сплит своих акций, в результате чего эти акции по стоимости стали доступны розничному инвестору. Данное обстоятельство способно сыграть положительную роль при публичном размещении акций KASE, если решение о таком размещении будет принято акционерами биржи.

В текущем году KASE ввела в эксплуатацию новый веб-сайт, выполненный по последнему слову информационных технологий.

Коммерциализация биржи оказала определенное, но не решающее, влияние на работу организации. Отказ от некоммерческого статуса позволил привлечь дополнительный капитал для своего развития, а также повысить заинтересованность акционеров биржи в количественном и качественном развитии казахстанского организованного фондового рынка.

Что касается планов биржи в вопросах развития ее на ближайшие годы, KASE намерена в рамках принятой в 2007 году стратегии предпринять следующие шаги:

- расширить перечень доступных финансовых инструментов. Для этого планируется возродить рынок производных финансовых инструментов, организовать листинг паев ПИФов, а также проведение активных PR и маркетинговых мероприятий для привлечения на фондовый рынок большего числа эмитентов;
- развивать свои технологии. В частности, планируется введение клиринга, неттинга и прочих систем, принятых во всем мире;
- проводить прочие мероприятия, нацеленные на дальнейшее увеличение качества предоставляемых услуг, а также привлечение новых инвесторов на рынок.

По нашему мнению, вхождение в капитал биржи АРД РФЦА не оказало сколько-нибудь заметного влияния на деятельность KASE. Во всяком случае, пока.

**Возвращаясь к нынешней ситуации на рынках, на ваш взгляд, что должны вынести профучастники из этого кризиса?**

Хотелось бы, чтобы данный кризис послужил примером для понимания того, что не существует активов, на которые цены росли бы вечно, на рынке ценных бумаг можно и потерять. Хотелось бы также, чтобы инвесторы поменяли свое осознание и отношение к риску, а также научились принимать собственные инвестиционные решения, основываясь на фактах, а не на настроениях зарубежных инвесторов.

## подписка 2009

на журналы «Личные деньги» и «РЦБК» принимается во всех отделениях связи

для журнала «Личные деньги» 75339  
 для комплекта «Личные деньги + РЦБК» 75393  
 для журнала «РЦБК» 75853, 95853

**Личные Деньги | РЦБК**

Подписной индекс в каталогах: «Евразия пресс», «Казпочта», «Эврика-Пресс», «Kaz Press»