

Государство, не бросай фондовый рынок

Реанимировать теряющий силы рынок ценных бумаг можно лишь государственной поддержкой



09 декабря 2013

Фондовый рынок Казахстана находится в начале очередного витка развития. Старая модель, ориентированная на функционирование за счет средств институциональных инвесторов, прежде всего НПФ, себя изжила. С учетом особенностей экономики Казахстана новая модель фондового рынка может быть рассчитана лишь на средних и мелких инвесторов, покупающих ценные бумаги средних компаний. Привлечь такого инвестора возможно за счет реализации на бирже акций национальных компаний — «голубых фишек». После этого пристегнуть к фондовому рынку софинансирование второй части программы индустриализации. Но решения по развитию фондового рынка будут работающими лишь при участии государства.

Тренд на понижение

За последнее десятилетие казахстанский фондовый рынок добился впечатляющих результатов. На заре его становления, в 1993–2003 годах, совокупный объем торгов во всех секторах биржевого рынка составлял 80,9 млрд долларов. А только в 2007 году он составил 217 млрд долларов и на пике в 2008 году — 263 млрд долларов. Примечательно, что серьезный вклад в торговый оборот внесли негосударственные ценные бумаги. Рынок корпоративного долга построили под потребность институциональных инвесторов, в первую очередь НПФ и банков. В итоге годовой объем операций вырос с 76,9 млрд в 2003 году до 313,2 млрд тенге в 2012 году. Индекс акций KASE_Shares также продемонстрировал ошеломительное движение вверх: в 11,1 раза с января 2005 по апрель 2006 года и в 1,2 раза с апреля 2006 по февраль 2007-го. Успехи связаны прежде всего с волевым решением государства заниматься фондовым рынком, ростом экономики и формированием новых классов инвесторов, инвестировавших средства в недооцененные акции казахстанских компаний.

В 2006 году рынок акций прибавил в весе благодаря многочисленным паевым инвестиционным фондам (ПИФ), аккумулировавшим средства населения. В 2007 году рынок пожинал успехи удачного глобального IPO национальной компании РД КМГ, прошедшего в октябре 2006 года. Тогда казахстанские инвесторы купили 67,4% объема размещения, или 2,2 млрд долларов. В 2012 году новую волну инвесторов принесли очередные IPO. Почти одновременно на рынок вышли акции сотового оператора Kcell и в рамках программы «Народное IPO» акции национальной компании «КазТрансОйл», являющиеся в настоящее время самыми ликвидными.



На этом белая полоса фондового рынка закончилась. В 2013 году он несет большие потери. Пенсионная реформа осложнила перспективы рынка корпоративных бумаг. Из-за снижения инвестиционной активности НПФ торги корпоративными облигациями показали рост относительно аналогичного периода прошлого года лишь благодаря первичным размещениям. Немногочисленные эмитенты, преимущественно банки, воспользовались шансом привлечь деньги пенсионных фондов, еще не передавших активы государственному фонду. В итоге за январь-ноябрь объем торгов корпоративными облигациями вырос в тенговом эквиваленте на 26,9% — до 346 млрд тенге. Сектор акций снизился за этот же период на 28,9% — до 115,2 млрд тенге.

Стало понятно, что индустрия паевых инвестиционных фондов (ПИФы), на которые возлагались надежды как на источник привлечения средств населения на фондовый рынок, не оправдала себя. Управляющие компании так и не смогли вернуть доверие инвесторов после нескольких кризисных лет. Как следствие, активы и паи ежеквартально сокращаются в объемах.

Программа «Народного IPO» не получила логичного продолжения, и до сих пор нет ясности по перспективам ее дальнейшей реализации. Увеличение доли Национального банка в капитале Казахстанской фондовой биржи (KASE) с 25 до 50,1% делает бесперспективной и бессмысленной идею вхождения в капитал KASE какой-либо из ведущих бирж мира. Разговоры об этом велись давно и были поддержаны участниками рынка. Такой шаг позволил бы

казахстанской площадке получить доступ к современным технологиям и капиталу, а также стимулировал бы интерес к ней со стороны иностранных инвесторов. Уместно вспомнить, что в 2007 году KASE говорила о планах провести собственное IPO и выйти на рынок в качестве образцовой «голубой фишки». Вместо этого в 2013 году биржа отдала мажоритарный пакет регулятору.

Системные проблемы некому решать

Несмотря на позитивные итоги прошлых лет, основной проблемой казахстанского фондового рынка по-прежнему остается низкая ликвидность и нерыночное ценообразование финансовых инструментов, сформированные рядом системных причин: недостатком в обращении свободных акций и консерватизмом местных инвесторов, держащих бумаги в портфелях. За двадцать лет дефицит свободного инструментария так и не был преодолен. Частный бизнес не видит в фондовом рынке альтернативу банковскому кредитованию, не желает раскрывать о себе информацию и делиться собственностью, боясь потери контроля над бизнесом.

На эти «родовые» травмы в последние несколько лет наслоились новые проблемы: изменение правил инвестирования пенсионных активов, ужесточение денежно-кредитной политики и правил работы брокеров-дилеров, удорожание местной базы фондирования и падение скорости роста списков частных эмитентов.

Решение большинства этих проблем — смена парадигмы фондового рынка. От жесткого государственного регулирования — к либерализации для создания рынков капитала средним компаниям, бумаги которых могли бы покупать массовые розничные инвесторы. На самом деле предпосылки для этого созданы. Жесткий контроль был оправдан при вложении пенсионных активов в бумаги частного сектора. С созданием Единого накопительного пенсионного фонда и отказом его от членства на фондовой бирже строгость регулирования потеряла свою актуальность. Развивать фондовый рынок перспективно за счет средств спекулянтов и долгосрочных инвесторов из населения и нерезидентов, для чего следует ослабить «государственную хватку» и передать большую часть контроля за качеством инструментов рыночным структурам — рейтинговым агентствам, инвестиционным компаниям. Понятно, что либерализация регулирования должна сопровождаться мерами по кардинальному улучшению судебной защиты инвесторов и повышению доверия к судебной системе, реальному применению компаниями норм корпоративного управления и другими важными шагами.

Вопрос в том, кто станет инициатором этих идей. Исходя из масштаба задач роль лидера должно взять на себя государство. Однако создается впечатление, что государство не отдает себе отчета в том, что же делать с фондовым рынком: как его развивать и за счет каких ресурсов. Похоже, что после провала идеи РФЦА интерес к фондовому рынку со стороны государства снизился. Получается, что финансовый центр как «витрина» финансовых достижений заманчив и привлекателен для чиновников, а обычный фондовый рынок как альтернатива привлечения капитала и инвестирования — не очень.



Сегодняшняя главная проблема фондового рынка — отсутствие института, отвечающего за его развитие. Ранее эту задачу возлагали на РФЦА. Теперь рынком занимается Национальный банк, и пока что без каких-либо позитивных результатов. После создания мегарегулятора комитет по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка РК (КФН) осуществляет только государственный контроль и надзор. Сам Национальный банк сосредоточен на минимизации рисков в финансовой системе страны. В выборе между развитием фондового рынка и безопасностью финансовой системы страны приоритет всегда отдается последней.

Вместе с тем последняя программа развития РЦБК была написана в 2004 году и закончила свое действие в 2011 году. По словам главы Национального банка Кайрата Келимбетова, над новой программой на средне- или долгосрочную перспективу в главном банке страны работают. Но идеи и предложения будущей программы публично не обсуждаются. Признанный идеологический лидер развития рынка, фондовая биржа, «скована по рукам и ногам» государственным участием и не может оппонировать Национальному банку даже в случае принятия невыгодных для нее и рынка решений.

Каждый сам за себя

Нельзя сказать, что игроки фондового рынка не имеют представления о том, как развивать фондовый рынок и не желают в этом участвовать. Предложения от рынка есть. В конце октября Ассоциация финансистов Казахстана (АФК) направила в Национальный банк свод консолидированных предложений по актуальным вопросам развития рынка ценных бумаг РК, подготовленный на основании поступивших от членов АФК предложений.

Однако высказанные предложения в большей степени носят технический, а местами даже местечковый характер — по улучшению инвестиционных возможностей разных категорий инвесторов. Меры помогают «расшить» проблему ликвидности, но не решают глобальной задачи: формирования канала предложения и перераспределения денежных средств.

В частности, брокеры хотят получить доступ к первичному размещению ГЦБ и на валютную секцию биржи. Компаниям по общему страхованию важно добиться снижения требований по рейтингам долговых ценных бумаг иностранных эмитентов, а также снять запрет на приобретение GDR. Банки для преодоления острого кризиса тенговой ликвидности предлагают проработать вопрос о возможности обеспечить доступ банков к средствам Национального банка против залога корпоративных облигаций не ниже определенного рейтинга. Также банки выступают за либерализацию законодательства на рынке консультирования и андеррайтинга, с тем чтобы полноценно оказывать эти услуги: с потерей пенсионного бизнеса им необходимо восстановить баланс сил.

Внимания заслуживают лишь три, на наш взгляд, серьезных предложения. Первое касается государственного органа, ответственного за развитие рынка ценных бумаг Казахстана. По мнению профессиональных участников, функции и полномочия по регулированию и развитию фондового рынка следует возложить на КФН. Тогда как KASE готова взять

на себя функции по идеологическому обеспечению развития национального фондового рынка, для чего требуется предоставление ей больших полномочий по регулированию этого рынка.

Второй запрос относился к созданию долгосрочной программы развития рынка ценных бумаг, ориентированной именно на развитие, а не на исправление ошибок и недоделок предкризисного периода. Третье предложение ставило вопрос углубления партнерства KASE с иностранными фондовыми биржами путем продажи крупного пакета ее акций или иными способами, выходящими за рамки обычного обмена опытом и информацией и подготовки кадров.

Позиция Национального банка по этим трем вопросам показала готовность к компромиссу, обсуждению по нестратегическим вопросам развития рынка и жесткость в отношении ключевых положений текущей модели регулирования.

Регулятор поддержал предложение АФК создать рабочую группу для разработки государственной программы развития рынка ценных бумаг. Но отказал признать за КФН право регулировать и развивать рынок, мотивировав отказ тем, что предложение противоречит государственной политике по регулированию и надзору финансового рынка и финансовых организаций, в соответствии с которой «осуществление регулирования финансового рынка не должно приводить к конфликту интересов при проведении его надзора, а также к нарушению баланса между сокращением рисков в финансовой системе и развитием самой системы». По мнению регулятора, следует сохранить единую модель регулирования и надзора в отношении всех секторов финансового рынка и не выводить политику регулирования и надзора рынка ценных бумаг в отдельный сегмент.

Инвесторская база биржевого рынка акций в 2007–2012 годах

Сравнительный брутто-оборот торгов акциями на KASE в разрезе основных категорий инвесторов в 2007 и 2012 гг.

Категория инвестора	2007 год		2012 год	
	оборот, млрд тенге	доля, %	оборот, млрд тенге	доля, %
Клиенты брокеров/дилеров	1838,7	84	333,6	95,8
в т.ч. физические лица	660,9	30,4	149,4	42,9
ООУИПА за счет ПА	91	4,2	12,8	3,7
Брокеры/дилеры	191,5	8,8	12,9	3,7
БВУ	53,4	2,5	2	0,6
Итого:	2174,6	—	348,4	—
в том числе нерезиденты	440,8	—	7,8	—

Источник: KASE

Инвесторская база биржевого рынка акций в 2007–2012 годах

Точно так же регулятор был категоричен и в отношении углубленного партнерства KASE с иностранными площадками. Согласно закону «О рынке ценных бумаг» доля регулятора в капитале организатора торгов должна составлять более 50% от общего количества голосующих акций. В принципе ответ ожидаем, поскольку поправки в закон принимались как раз с целью усилить влияние государства на биржевой рынок, имеющее стратегическое значение. Через него проходит почти весь объем операций с ценными бумагами и финансовыми инструментами.

Нужны нестандартные решения

Тем не менее спрос на фондовый рынок как на поставщика ликвидности в реальный сектор по-прежнему высок. Казахская экономика переживает тяжелое посткризисное восстановление с замедлением экономического роста. Основной приток капитальных инвестиций в экономику поступал последнее время от государства, а также от прямых иностранных инвестиций и части денег небольшой группы частных казахстанских инвесторов. При таком массовом вливании иностранного и государственного капитала в экономику средства инвесторов фондового рынка были просто не нужны. Сейчас ситуация несколько меняется.

Экономика нуждается в деньгах, чтобы реализовывать инфраструктурные проекты и выстраивать внутренний рынок. Необходимые средства можно взять на местном фондовом рынке — у населения и профессиональных инвесторов, не делая глобальную ставку на иностранных инвесторов и крупный бизнес.

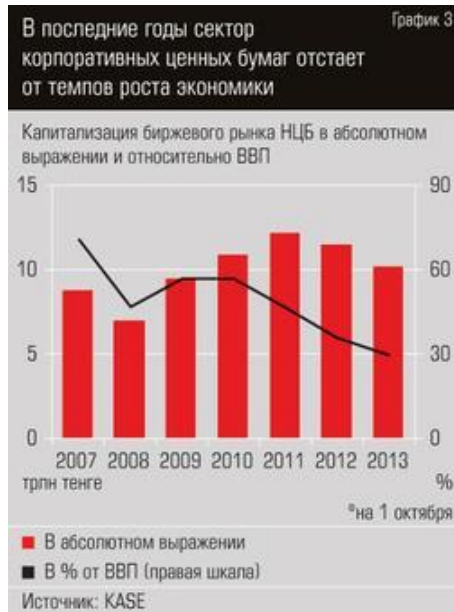
Замедление роста мировой экономики демонстрирует отток иностранного капитала с развивающихся рынков, которые выглядят менее привлекательными по сравнению с развитыми. В этой связи стало сложно привлекать иностранных портфельных инвесторов и надо больше рассчитывать на собственные силы.

«К сожалению, мы забыли об огромной армии инвесторов с фондового рынка, которые могли бы участвовать в строительстве нашей экономики. Мы сделали первый шаг — провели народное IPO, показали рядовым гражданам, как работают национальные компании и как они могут осваивать деньги розничных инвесторов. Сейчас важно не останавливаться на достигнутом и заводить на рынок новых эмитентов и инвесторов, тем самым привлекая дополнительные деньги в казахстанскую экономику», — полагает председатель правления компании «Сентрас Секьюритис» Талгат Камаров.

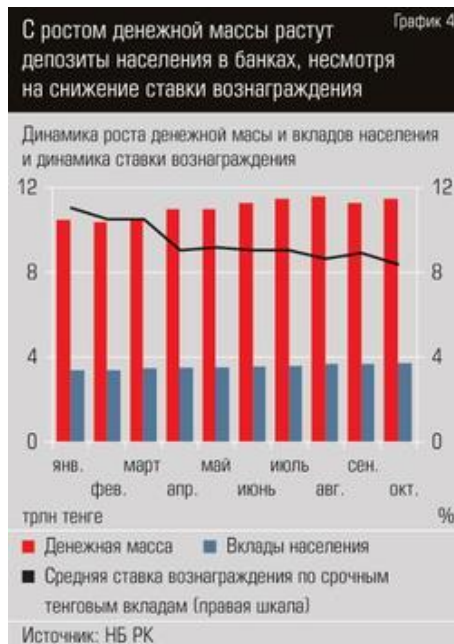
По мнению эксперта, народное IPO — наиболее важный и верный путь развития фондового рынка. Индивидуальный инвестор не искушен в тонкостях инвестирования и хочет видеть результаты в краткосрочной перспективе. Показывать требуемые результаты сейчас могут прежде остальных национальные компании. «Менталитет населения таков, что измеряет эффективность фондового рынка краткосрочными спекулятивными ожиданиями. Со временем инвестор начнет понимать, что в будущем вложения окупаются с большей доходностью. И для этого важно формировать стратегический долгосрочный инвестиционный портфель: покупать ценные бумаги растущих компаний. Индустриальные проекты, реализуемые в Казахстане, курируются местными и столичными чиновниками. Поэтому многие «новорожденные» предприятия не имеют достаточной корпоративной защиты от недобросовестных менеджеров. Такие проекты гибнут из-за коррупции и лжепредпринимательства», — рассуждает Талгат Камаров. —

Если бы частные портфельные инвесторы получили доступ к таким проектам, развивая в них корпоративное управление, злоупотреблений со стороны менеджмента было бы меньше. Проекты ФИИР отобраны не только ради того, чтобы обеспечить экономику Казахстана местным содержанием, а еще чтобы быть рентабельными и коммерчески успешными. Значит, они должны быть привлекательны для инвестирования в них частного капитала и быть публичными. Биржа готова к приему таких эмитентов».

Нужно политическое решение правительства о том, чтобы такие проекты реализовывались при участии частного акционерного капитала, а для этого они должны быть прозрачными не только для Счетного комитета, но и для всего гражданского общества. Финансовые данные таких компаний должны быть публичными, и по результатам их деятельности должно складываться общественное мнение. Если окажется, что проект менее успешен, он меньше привлечет денег со стороны инвесторов из-за меньших ожиданий по этому проекту. Должна сформироваться внутренняя конкуренция за деньги инвестора. «Конечно, в ФИИР есть разные проекты — те, которые больше нужны государству для инфраструктуры, они могут быть менее рентабельны с коммерческой точки зрения, но оправданы стратегически. Можно отобрать интересные в коммерческом плане проекты, которые принесли бы доход еще и частным инвесторам. Начать можно с привилегированных акций, гарантирующих минимальную доходность, а затем предложить портфельным инвесторам простые акции, чтобы они могли участвовать в управлении обществом», — предлагает Талгат Камаров.



В свою очередь директор агентства «Эксперт РА Казахстан» Адиль Мамажанов считает, что ключевые параметры экономики Казахстана обуславливают неблагоприятную среду для естественного развития рынка ценных бумаг: «Это и ограниченная емкость внутреннего рынка, и очень высокая концентрация, и сырьевая направленность экономики (всего 200 крупнейших компаний дают 74% ВВП Казахстана), и высокая концентрация собственности. В совокупности с имеющимися уровнем коррупции, размером теневой экономики и ментальностью, все это обуславливает и низкую предпринимательскую инициативу, ограниченное количество конкурентоспособных предприятий. Кроме того, очень крупный бизнес имеет возможность фондирования на международных рынках капитала, а менее крупный и средний бизнес предпочитают традиционное банковское финансирование, либо находит прямые инвестиции», — объясняет эксперт.



По его словам, до тех пор пока все эти базовые экономические условия будут сохраняться, развитие рынка ценных бумаг будет носить искусственный характер, то есть будет осуществляться по инициативе государства, если оно заинтересовано в таком развитии. «По итогам действий государства в этой области за последнее время трудно сделать однозначный вывод о том, заинтересовано ли государство в развитии рынка ценных бумаг или нет. Следует также отметить, что в Казахстане традиционно сильно банковское лобби, которое не всегда заинтересовано в усилении роли рынка ценных бумаг как альтернативного банковскому механизму финансирования экономики», — говорит г-н Мамажанов. — Для формирования более устойчивого и сбалансированного финансового сектора, необходимого для создания долгосрочных условий финансирования экономики, требуется большее внимание государства к рынку ценных бумаг, который сегодня находится на грани выживания. Пусть это будут искусственные меры. Возьмите, к примеру, взрывной рост автомобильной промышленности. Пока что это заслуга роста заградительных тарифов на импортную продукцию; насколько конкурентоспособными окажутся наши авто без таких тарифов, покажет время. Но без таких мер у казахстанского автопрома не было бы шанса на впечатляющую динамику развития. Точно так же правительство может принять меры, стимулирующие выход компаний на IPO, на рынок ценных бумаг. Логично предложить, чтобы развитием фондового рынка, поскольку он относится к рынку капитала, занимались профильные

ведомства — Министерство экономического развития и торговли или холдинг «Байтерек».

Директор департамента аналитики компании Private Asset Management Дамир Сейсебаев считает, что реанимировать фондовый рынок Казахстана можно через паевые инвестиционные фонды. «В настоящее время в связи с объединением пенсионных фондов и отказом от членства на KASE фондовый рынок лишился крупного инвестора, что поставило под сомнение его дальнейшие перспективы развития. Более того, программа «Народное IPO», призванная перераспределить и увеличить благосостояние наших граждан, а также реанимировать фондовый рынок, после мощного старта сбавила обороты, ее дальнейшие перспективы выглядят туманными. Фондовый рынок получил еще один весомый удар после того, как ENRC, крупнейшая по капитализации компания, решила провести делистинг акций с LSE и KASE.

«В связи с объединением НПФ повышаются риски, в том числе операционный риск. Ошибка одного фонда теперь будет стоить дороже, чем ошибка одного фонда из десяти. Прежняя система была более гибкой и перераспределяла риски между фондами. Предполагаю, что объединенный фонд будет придерживаться консервативной политики, что может означать невысокую доходность», — говорит Дамир Сейсебаев. — Ситуация на фондовом рынке является критической. На рынке нет инвестора, нет и желающего разместить свои бумаги эмитента. Сложные времена требуют нестандартных решений. Отбросив технические моменты, я считаю, что есть одно структурное разрешение образовавшейся ситуации, удовлетворяющее все стороны. А именно: ЕНПФ может приобрести ПИФы управляющих компаний, скажем, 20–30% от его портфеля, что сделает его более гибким, а рынку предоставит необходимую

ликвидность. Получив инвестора, рынок начнет развиваться. ЕНПФ занимался бы инвестированием в гособлигации и инфраструктурные проекты, а за рисковую часть портфеля отвечали бы управляющие компании, имеющие опыт управления портфелями, в том числе занимались бы поддержкой программы «Народное IPO». Банки также могли бы получать длинные средства, необходимые для кредитования экономики, через выпуск облигаций, которые приобретали бы ПИФы. Я думаю, что такая схема могла бы сделать более гибким ЕНПФ, снизить его риски, в том числе операционные, оказать мощную поддержку программе «Народное IPO» и фондовому рынку и повысить доходность пенсионных накоплений».

За последние 10 лет KASE значительно увеличила листинговые показатели

Количество эмитентов и выпусков корпоративных ценных бумаг, штук		
	2002 год	за 9 месяцев 2013 года
Число листинговых компаний	78	126
Количество выпусков ценных бумаг	124	347
Количество выпусков акций	102	101
Количество выпусков облигаций	231	246
Биржевой оборот, млрд долларов	24,6	164,2
Источник: KASE		

За последние 10 лет KASE значительно увеличила листинговые показатели

Ситуация, складывающаяся на казахстанском фондовом рынке, далеко не однозначная. Статистика показывает снижение торговой активности, а предложения части игроков рынка таковы, что они готовы зарабатывать даже больше на внешних рынках, чем на локальном.

Модель рынка с более рискованной инвестицией требует не только мужества регулятора, но и желания участников рынка делить не только прибыль, но и риски с массовым инвестором. Насколько они готовы к этому, покажет время.

Татьяна Батищева