

УДК 336.763 (574)

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ КАЗАХСТАНСКИХ ЭМИТЕНТОВ НА KASE

Акбаев Е.Т., Аканаева Т.А., Артакшинова В.С.

*Карагандинский Государственный университет имени Е.А. Букетова,
Караганда, e-mail: akanaeva_007@mail.ru*

Статья посвящена основным проблемам и трудностям размещения ценных бумаг казахстанскими эмитентами на фондовом рынке, в частности на Казахстанской фондовой бирже (KASE). Посредством использования экономико-математического инструментария приводится анализ транзакционных затрат эмитента и листинговых сборов, связанных с размещением и поддержкой ценных бумаг в официальном списке KASE. Авторами отмечены специфика размещения акций казахстанских эмитентов и определены пути решения проблем биржевого рынка РК.

Ключевые слова: ликвидность фондового рынка, эмитенты, инвесторы, финансовые инструменты, транзакционные затраты, листинг

ACTUAL PROBLEMS OF PLACING OF THE KAZAKHSTAN'S ISSUERS SECURITIES' ON THE KASE

Akbaev E.T., Akanaeva T.A., Artakshinova V.S.

*Karaganda State University named after academician Y.A. Buketov,
Karaganda, e-mail: akanaeva_007@mail.ru*

Article is dedicated to the problems and difficulties of placing of the Kazakhstan's issuers securities' on the stock exchange, and particularly on the Kazakhstan Stock Exchange (KASE). Through using economic-mathematical instruments provides the analyses of issuer's transaction costs and listing fees, which are related with placing and supporting of the securities in the KASE's official list. Placing specificity of the Kazakhstan's issuers' shares and ways to solve the problems were noted by authors.

Keywords: liquidity of the stock exchange, issuers, investors, financial instruments, transaction costs, listing

Финансовый кризис, разразившийся на мировом финансовом рынке, оказал негативное влияние на казахстанский фондовый рынок, тем самым притормозив его дальнейшее развитие. Это отразилось, главным образом, на доходности банковских акций. При этом первичный рынок акций, как и рынок производных финансовых инструментов, так и остались на прежнем неразвитом уровне. В настоящее время ключевыми характеристиками развития биржевого рынка Казахстана можно назвать следующие: динамично растущий финансовый сектор; наличие крупных институциональных инвесторов; активный рынок облигаций; быстро развивающийся внебиржевой рынок валютных деривативов; недостаток финансовых инструментов и активных участников рынка.

Цель данного исследования – определить и проанализировать основные проблемы размещения ценных бумаг казахстанскими эмитентами на KASE (АО «Казахстанская фондовая биржа»), а также предложить пути дальнейшего развития биржевого рынка Казахстана.

Ликвидность фондового рынка является показателем его развитости и зрелости. Ликвидность фондового рынка обычно оценивают по количеству совершаемых сделок (объём торгов) и величине спреда – разли-

цы между максимальными ценами заявок на покупку и минимальными ценами заявок на продажу. Чем больше сделок и меньше разница, тем больше ликвидность.

В Казахстане проблема ликвидности одна из самых острых. Основная причина низкого уровня ликвидности отечественного фондового рынка заключается как в ограниченном количестве качественных интересных эмитентов, так и в отсутствии серьезных игроков. На сегодняшний день только порядка 10 компаний можно назвать более или менее торгуемыми (табл. 1) [1].

В основном все крупные пакеты акций, как правило, сосредоточены в руках стратегических инвесторов, которые не имеют проблем с фондированием и не желают терять контроль над своими компаниями. Соответственно им нет необходимости идти на фондовый рынок, делать свою компанию прозрачной, платить дивиденды и т.д. С другой стороны, отсутствие ликвидного рынка и спекулятивной составляющей не привлекает частных инвесторов, которые предпочитают торговать российскими акциями, так как там больше возможности для спекуляции.

С целью повысить ликвидность рынка, в том числе за счет привлечения новых эмитентов и инвесторов, включая иностранных, сделать структуру списков

ценных бумаг более удобной и понятной, благодаря разделению ценных бумаг по видам, KASE (АО «Казахстанская фондовая биржа») с 2010 года ввела новые листинговые требования к эмитентам, чьи ценные бумаги предполагаются к включению или включены в официальный список фондовой биржи [2]. Действительно, давно назрела необходимость повысить уровень защиты субъектов рынка ценных бумаг, обеспечить его прозрачность, честные правила торговли и независимую экспертизу. Эмитенты долговых ценных бумаг и другие активные заемщики должны всерьез задуматься о формировании позитивной кредитной истории с целью улучшения условий финансирования в будущем, в том числе, с целью привлечения средств иностранных инвесторов. Для казахстанских компаний должны стать реальными такие понятия как «качество корпоративного

управления», «информационная прозрачность», «репутация компании». Но, проанализировав основные положения листинговых правил и требований к эмитентам, исходя из принципа соблюдения баланса между выгодами и затратами, приходишь к выводу: фондовый рынок по величине предварительных и текущих затрат стал еще более недоступен для подавляющего большинства отечественных предприятий. О том, что затраты по выходу на организованный фондовый рынок РК являлись чрезмерными еще в докризисный период и мнение респондентов сегодня никак не связано с общим спадом экономики. Это свидетельствует тот факт, что еще в 2004 году, в Программе развития рынка ценных бумаг Республики Казахстан на 2005–2007 годы, издержки листинговых компаний уже классифицировались как крупнейшие и значительные.

Таблица 1

Представительский список Индекса KASE по состоянию на 26.10.2014 г.

Эмитент	Код	Акции	Fi	Ri
АО «Банк ЦентрКредит»	CCBN	1 624 568 000	27,2	1,0000000
EURASIAN NATURAL RESOURCES CORPORATION PLC	GB ENRC	1 287 750 000	18,6	0,2944371
KAZAKHMYS PLC	GB KZMS	535 420 180	43,1	0,1364243
АО «Народный сберегательный банк Казахстана»	HSBK	10 911 224 990	24,7	0,6725071
АО «Кселл»	KCLL	200 000 000	25,0	0,5736678
АО «Казкоммерцбанк»	KKGB	778 625 062	7,3	1,0000000
АО «Казхателеком»	KZTK	10 736 188	21,2	1,0000000
АО «КазТрансОйл»	KZTO	384 635 599	10,0	1,0000000
АО «Разведка Добыча «КазМунайГаз»	RDGZ	70 090 842	38,5	0,1217986

Анализ показателей затрат листинговых компаний, предоставленных в ходе опроса, проведенного Комитетом по контролю и надзору финансового рынка и финансовых организаций Национального банка Республики Казахстан, показывает, что проведение первоначального предложения, а также поддержка ценных бумаг в официальном списке организатора торгов, сопряжены со значительными издержками.

Для акционерного общества, ценные бумаги которых включены в официальный список Казахстанской фондовой биржи по категории «А», транзакционные затраты составляют:

- единовременные – от 376 тыс. тенге до 114 млн тенге;
- ежегодные – от 4,9 млн тенге до 61,5 млн тенге;
- суммарные – от 8,2 млн тенге до 157,7 млн тенге [3].

Средний показатель обязательных ежегодных затрат составляет 22,4 млн тенге, что составляет 0,06% от среднего значения собственного капитала листинговых компаний и 0,32% от среднего значения общих расходов за год.

Крупнейшими статьями затрат компаний, ценные бумаги которых включены в официальный список Казахстанской фондовой биржи по категории «А», являются оплаты услуг инфраструктурных организаций: комиссионные вознаграждения, выплачиваемые финансовым консультантам (обязательное требование для нефинансовых организаций), аудиторам («большая четверка» и для корпоративных ценных бумаг резидентов Республики Казахстан – любая из аудиторских организаций, соответствующих критериям Всемирного Банка, которые установлены им для аудиторских организаций в целях аудита про-

ектов, реализуемых в Республике Казахстан за счет кредитов или грантов Всемирного Банка), андеррайтерам, маркет-мейкерам (обязательное требование), а также единовременные затраты, связанные с переходом АО на международные стандарты финансовой отчетности (далее – МСФО) – приобретение и установка программного обеспечения, обучение специалистов. Значительную статью расходов составляет публикация информации о своей деятельности в соответствии с требованием законодательства [4].

Для акционерного общества, ценные бумаги которого включены в официальный список Казахстанской фондовой биржи по категории «В», транзакционные затраты составляют:

– единовременные – от 550 тыс. тенге до 6,9 млн тенге;

– ежегодные – от 261,1 тыс. тенге до 15,5 млн тенге;

– суммарные – от 305,8 тыс. тенге до 22,3 млн тенге.

Средний показатель обязательных ежегодных затрат составляет 3,7 млн тенге, что составляет 0,1% от среднего значения собственного капитала компаний и 0,5% от среднего значения общих расходов за год.

Для нелистингового акционерного общества среднее значение ежегодных затрат составляет 260,3 тыс. тенге, что составляет 0,6% от минимального уставного капитала АО.

Приведенные данные свидетельствуют о том, что затраты акционерного общества существенно возрастают при включении акций в наивысшую категорию официального списка Казахстанской фондовой биржи. Однако, несмотря на существующие проблемы, прошлый опыт размещения по-

казывает, компании все-таки неплохо заработали на отечественном рынке. Так, в результате первичного размещения акций (IPO) казахской компании АО «Разведка Добыча КазМунайГаз» в конце сентября 2006 года на фондовом рынке удалось привлечь 2,3 млрд долларов, из них в Казахстане – 1,5 млрд долларов [5]. В декабре 2012 года в рамках реализации государственной программы «Народное IPO» АО «КазТрансОйл» разместило через торговую систему KASE методом подписки 38 млн. 463 тыс. 559 штук простых акций на сумму 27,9 млрд тенге. В размещении приняли участие 32 члена биржи, через которых были удовлетворены заявки десяти пенсионных фондов Казахстана и 34038 казахстанцев – физических лиц [6].

В Казахстане, к сожалению, пока преобладает практика, когда самые крупные и интересные компании стараются размещать свои акции на зарубежных площадках, в частности на Лондонской фондовой бирже (АО «КазМунайГаз», АО «Казахмыс PLS», ENRC, АО «Казкоммерцбанк», АО «Альянс банк» и другие), несмотря на то, что затраты там значительно выше, чем у нас. Например, при размещении ценных бумаг на 175 млн долларов издержки составят примерно 230 тыс. долларов, что составляет 0,13% от зарегистрированного объема. При размещении ценных бумаг на 1 млрд долларов на мировых рынках издержки составят примерно 40 тыс. долларов, что составит 4% от объема размещения. При меньших суммах эмиссии издержки будут выше.

В табл. 2 отображены примерные затраты эмитентов при выходе на отечественный и зарубежный рынки, в табл. 3 – листинговые сборы.

Таблица 2

Основные статьи затрат эмитентов

	Статьи затрат	Стоимость, долл	Итого
В Казахстане	аудит (1 раз в год в зависимости от состояния отчетности и размера компании)	20 000 – 350 000	от 46 000 долларов
	услуги казахстанского финансового консультанта (с подготовкой проспекта выпуска)	25 000	
	листинговые сборы		
На мировых рынках	аудит	от 2 000 000	7 500 000 долларов
	подготовка проспекта выпуска	от 450 000	
	юридический консультант	3 000 000	
	листинг – партнер (менеджер)	2 000 000, независимо от консультантов + 2,5% от объема размещения	
	листинговые сборы	1 200 – 625 000	
	многочисленные поездки за рубеж	от 50 000	

Примечание: Рассчитано авторами по данным Банка международных расчетов и Всемирной федерации бирж.

Таблица 3

Листинговые сборы фондовых бирж

Сборы	KASE*	ММББ**	Deutsche Boerse	LSI		HKSE	
				Main***	Alternative	Main***	Alternative
Вступительный, тыс долл	1,0-39,0	0,6-2,2	1,2-8,6	46,7-623,0	13,2	38,9-85,7	15,6-43,6
Ежегодный, тыс. долл	1,0-19,5	0,2-0,6	7,8-15,6	7,8-39,0	10,1	21,8-54,5	15,6

Примечание: *Зависит от объема выпуска;

**Возможность выхода казахстанских компаний на российский рынок пока отсутствуют;

***Зависит от капитализации;

Рассчитано авторами по данным Банка международных расчетов и Всемирной федерации бирж.

Таким образом, очевидно, что размещаться на отечественном рынке дешевле. Правда, сегодня в условиях кризиса цены на развитых рынках тоже могут поменяться. Но в докризисные времена (2006–2008 годы) эмитенты мотивировали свой выбор в пользу зарубежных площадок как минимум двумя факторами. Во-первых, там инвесторская база шире, чем у нас, что предполагает более высокий спрос и, соответственно, выгодную цену. Во-вторых, раскрытие информации о компании на всемирно известных биржевых площадках дает компании узнаваемость среди мирового делового сообщества, т.е. более престижно.

На сегодняшний день у небольших акционерных компаний есть возможность выходить на рынок, включая свои ценные бумаги в официальный список KASE по третьей категории (star up). Там требования по листингу мягче, кроме того, на KASE действуют налоговые льготы. Тем более, что сейчас, когда ситуация на мировых рынках сильно изменилась под влиянием кризиса, заимствования на национальном рынке могут стать более привлекательными для казахстанских эмитентов.

Но кроме этих компаний существует еще целый ряд акционерных обществ, пока не рассматривающих для себя вопрос выхода на фондовый рынок. У нас пока не является обычной практикой предложение компанией своих акций широкому кругу инвесторов (не считая народного IPO, которое стартовало в декабре 2012 года). Большая часть акций размещается в частном порядке, т.е. предлагаются акции ограниченному

кругу лиц по заранее обговоренным ценам, условиям входа новых акционеров и т.д.

Исходя из вышеизложенного, считаем, что для решения проблем размещения ценных бумаг казахстанских эмитентов на KASE необходимо:

1) своевременно внести требуемые изменения в нормативные и правовые акты в целях обеспечения условий необходимых для успешного размещения ценных бумаг эмитентов;

2) пересмотреть тарифы листинговых сборов на KASE;

3) создать условия для снижения транзакционных затрат отечественных эмитентов;

4) стимулировать участие физических лиц (населения) в инвестиционных процессах;

5) повысить качество корпоративного управления на казахстанских предприятиях, приняв наиболее эффективные модели руководства.

Список литературы

1. www.kase.kz. Список инструментов по видам и категориям.
2. Листинговые правила. Утверждены решением Биржевого совета АО «Казахстанская фондовая биржа» (протокол от 05 ноября 2009 года № 29 (з)).
3. Правила определения размеров, сроков и порядка уплаты листинговых сборов. – Утверждены решением Биржевого совета АО «Казахстанская фондовая биржа» (протокол заседания от 06 октября 2011 года № 26).
4. О требованиях к эмитентам и их ценным бумагам, допускаемым (допущенным) к обращению на фондовой бирже, а также к отдельным категориям списка фондовой биржи.
5. www.nomad.su. РД «КазМунайГаз» разместила более 23 миллионов простых акций.
6. www.kaztransoil.kz. Пресс-служба АО «Казтрансойл» сообщает о результатах финансовой деятельности.