

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ  
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО  
ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ  
ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Кафедра «Ценных бумаг и финансового инжиниринга»

**Дипломная работа**

на тему:

**«Проблемы и перспективы обращения  
российских ценных бумаг на фондовых биржах  
азиатско-тихоокеанского региона»**

**Выполнил:**  
студент группы РЦБ5-6  
Бузник Г. В.

**Проверил:**  
Ст. преп. Макеев А. В.

Москва 2009

## Оглавление

Введение .....	3
Глава 1. Особенности выхода компании на фондовые рынки стран азиатско-тихоокеанского региона.....	6
1.1 Краткая характеристика экономических и финансовых систем стран АТР.....	6
1.2 Потенциальные группы инвесторов в ценные бумаги и их предпочтения .....	19
1.3 Особенности условий размещения бумаг на фондовых рынках стран АТР.....	24
Глава 2. Выгоды финансовых рынков стран азиатско-тихоокеанского региона для российских компаний.....	31
2.1 Факторы, влияющие на размещения ценных бумаг на фондовых биржах АТР российских компаний .....	31
2.2 Результаты, достигнутые российскими компаниями по привлечению капитала в странах АТР .....	38
Глава 3. Анализ российской практики выпуска и обращения ценных бумаг на фондовых площадках стран азиатско-тихоокеанского региона.....	43
3.1 Определение стратегии выхода на фондовый рынок АТР для российского эмитента .....	43
3.2 Рекомендации по планированию размещений с учетом сложившихся мировых тенденций.....	49
Заключение .....	53
Список литературы .....	55
Приложение 1 .....	58
Приложение 2 .....	59

## Введение

В результате мирового финансового кризиса в мире многое изменилось. Дестабилизация валютно-финансовых отношений и крайне высокая волатильность на рынках капитала повлияла на возможность мировых финансовых рынков выполнять одну из основных своих функций – перераспределение капитала для развития производительных сил. Поставлена под сомнение способность доллара полностью обеспечивать полный спектр услуг по международным расчетам, что автоматически создало вопрос о неэффективности концентрации операций по переливу капитала только на западных рынках. Дезинтермедиация теперь набирает ход не только как выражение передачи функции посредничества от банковских институтов фондовым биржам, но и передачи путей движения потоков капиталов от текущих крупнейших центров перераспределения капитала новым финансовым центрам, а также интеграция этих центров в систему мировых финансовых потоков.

Рост стоимости привлечения капитала за рубежом<sup>1</sup>, а зачастую невозможность его привлечения, и сокращение интереса западных инвесторов к российским компаниям, выразившееся в чистом оттоке капитала в 129,9 млрд. USD за 2008 год<sup>2</sup>, вынудило отечественных эмитентов искать выход из сложившегося положения. Одним из наиболее перспективных направлений видится взаимовыгодное сотрудничество со странами Азиатско-Тихоокеанского региона. Такие компании, как Газпром и Роснефть, уже реально рассматривают IPO на Токийской, Гонконгской или Сингапурской биржах как возможность диверсификации источников заимствований. Параллельно идет взаимодействие на уровне регуляторов. 25.11.2008 президент группы ММВБ К. Корищенко подписал с генеральным

---

<sup>1</sup> См. Приложение 1

<sup>2</sup> <http://www.rg.ru/2009/01/14/kapital.html>

директором Группы Токийской фондовой биржи (TSE) Ацуси Сайто (Atsushi Saito) меморандум о взаимопонимании, главной целью которого является намерение связать рынки двух стран, активизировать взаимное движение капиталов между Россией и Японией. В силу этого исследование возможностей размещения российских ценных бумаг на фондовых площадках стран азиатско-тихоокеанского региона является актуальным.

В основе такого сотрудничества лежит изменение глобальной расстановки сил. Для России это является своего рода попыткой диверсифицировать рынки и возможностью реализации финансовых планов в случае охлаждения отношений с западными странами, которое наблюдается в последнее время. Страны восточной Азии также получают возможность снижения рисков, связанных с западными контрагентами, особенно в части рисков валютных колебаний. Надо заметить, что после расцвета Китая возникает объективная необходимость к трансформации существующей схемы движения финансовых средств в Азиатском регионе и эмитенты из России могут сыграть в этом важную роль.

Данная работа представляет собой исследование азиатских фондовых рынков с точки зрения выхода на них российских эмитентов. В результате мы выделим наиболее перспективные фондовые рынки Азии для размещения, определив, какие выгоды могут получить российские эмитенты от размещения на азиатской фондовой площадке, какие цели лучше всего согласуются с ожиданиями азиатских инвесторов и стратегических партнеров, а также какой стратегии должен придерживаться эмитент для того, чтобы достигнуть поставленных целей. Методами, которыми мы будем руководствоваться в рамках нашего исследования, являются: системный подход к проблеме на всех этапах работы, исторический анализ экономического развития стран АТР и их финансовых рынков, обобщение и

классификация информации о привлеченных российскими компаниями средств из стран АТР. Также, по мере необходимости, мы будем прибегать к методам математической статистики.

В первой главе мы рассмотрим фондовые рынки АТР, являющиеся объектом нашего исследования. Мы начнем с макроэкономической характеристики субъектов региона, далее рассмотрим, на что ориентированы инвесторы в данном регионе. Уже после этого мы более детально рассмотрим инфраструктуру и регулятивные рамки непосредственно фондовых рынков, определив для себя наиболее перспективные для взаимодействия в обозримом будущем.

Вторая глава предполагает более глубокое рассмотрение интересов российских эмитентов и их ключевые потребности, которые можно было бы удовлетворить путем эмиссии ценных бумаг на азиатских фондовых площадках. Мы выявим основные факторы, влияющие на решение российских эмитентов о возможном размещении, а также посмотрим на результаты привлечение капитала российскими компаниями на иностранных рынках капитала в форме ценных бумаг.

Наконец третья глава представляет собой синтез полученных выводов и определение наилучшего порядка выхода на рынки АТР для отечественных эмитентов с учетом сложившихся мировых тенденций и возможных сценариев, ориентированных на фазу завершения кризиса и начинающегося подъема.

## **Глава 1. Особенности выхода компании на фондовые рынки стран азиатско-тихоокеанского региона**

### ***1.1 Краткая характеристика экономических и финансовых систем стран АТР***

Несмотря на разные пути исторического развития модель построения экономики в странах АТР очень похожа. Все развитые страны региона имеют экспортно-ориентированную модель экономического развития. При этом одним из основных контрагентов ключевых стран региона являются США. Для торговли используются преимущественно морские пути.

На сегодняшний день страны АТР располагают значительными показателями. На площади в 14,7 млн. кв. км проживают 2,15 млрд. человек. На АТР приходится 60% мирового ВВП, 49% мировой торговли, 40% населения, 46% прямых зарубежных инвестиций.<sup>3</sup> Официальный совокупный ВВП стран Азии составляет около 13 трлн. USD, однако по паритету покупательной способности он составляет около 17 трлн. (для сравнения ВВП США – 14,33 трлн., ЕС – около 19 трлн.) За 5 лет с 2003 года средний темп роста в регионе 4,77% (у Китая 9,8%). По данным на июль 2008 года страны АТР импортировали товаров и услуг на 4 трлн. USD, а экспортировали на сумму 5,7 трлн. USD.<sup>4</sup> При этом оборот внутри региона превышает 2,1 трлн. USD, что говорит о значительной интеграции. Большая часть ключевых торговых партнеров – сами страны АТР. Чистый импорт нефти стран АТР составляет около 14 млн. баррелей нефти в день, причем на Китай, Японию и Южную Корею приходится около 80% этого объема. Собственные потребности в нефти регион обеспечить не может. Вообще

---

<sup>3</sup> Суэтин А.А. Международный финансовый рынок.

<sup>4</sup> <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>

ключевые страны региона испытывают недостаток в природных ресурсах, что означает их сильную зависимость от мировой конъюнктуры на сырьевых рынках. Тихоокеанский бассейн – третий по значению центр экономической интеграции мира, в котором, функционируют две крупных субрегиональных группировки – АСЕАН, НАФТА.

С учетом экономических характеристик можно выделить несколько групп стран в рамках АТР. Во-первых, это Япония, входящая в «большую семерку», относящаяся к развитым странам и близкая по своим производственным и финансовым показателям к развитым странам. Во-вторых, это страны НИС первого поколения – Южная Корея, Тайвань<sup>5</sup>, Гонконг и Сингапур. В-третьих, страны НИС второго поколения – Малайзия, Таиланд, Индонезия, Филиппины. В-четвертых, это Китай. Отдельно имеет смысл рассмотреть Вьетнам, Лаос, Камбоджу, Мьянму (как страну, входящую в круг АСЕАН) и Северную Корею.

Страны АТР искусственно занижают курсы своих валют для того, чтобы привлекать иностранные инвестиции. Основным средством расчетов для данного региона по-прежнему выступает доллар США и пока на замену ему не может стать ни йена, что связано с трудностями экономического развития Японии, ни юань, крепко привязанный к доллару США. Это привело к тому, что страны, накопившие большие объемы валютных резервов, сегодня испытывают трудности с внутренним спросом, что в условиях мирового кризиса и резких изменений в мировой торговле, а именно сокращения спроса на их продукцию, приводит к спаду производства и безработице.

Говоря о роли Америки в развитии АТР, необходимо отметить, что на

---

<sup>5</sup>В работе мы придерживаемся не столько юридического соответствия тех или иных государств или образований, считающих себя государствами, сколько экономических особенностей, позволяющих рассматривать последние как субъект международных экономических отношений.

сегодняшний день с Азиатскими странами Тихого океана совокупный оборот у США составляет около 2,5 трлн. USD, из которых экспорт составляет 1,5 трлн. Таким образом, попытка перестроить хозяйственные связи или стимулировать внутреннее потребление приводит к тому, что надо перераспределить 2,5 трлн. USD.<sup>6</sup> Далекое не все американские товары можно заменить товарами собственного производства.

Стратегическим средством ликвидации экономической отсталости является индустриализация. Изменение ценового паритета с начала 50-х гг. сократило экспортную выручку развивающихся стран от продажи сырья, уменьшило импортные возможности и заставило обратиться к строительству предприятий для промышленности и населения. При низкой стоимости рабочей силы индустриализация вела к быстрому повышению производительности труда, потребления, накопления, экономическому росту.

Реализация такой стратегии позволила войти в число передовых стран Японии, НИС первой и второй группы. Путь догоняющего развития неровен, что приводит к периодически возникающим экономическим кризисам.

Во второй половине XX века с той или иной скоростью все азиатские страны перешли от импортозамещающей модели развития к ее синтезу с экспортно-ориентированной. Импортозамещающая модель – государство вводит протекционистские тарифы, таким образом стимулирует отечественных производителей. Экспортно-ориентированная модель подразумевает привлечение иностранного капитала к экспортному производству за счет более льготных условий. При этом основой экономики служит дешевая рабочая сила, либо иные факторы производства. За счет комбинации протекционистских тарифов в ключевых отраслях и

---

<sup>6</sup><https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>



стимулирования экспортно-ориентированных отраслей азиатские страны потеснили ключевых конкурентов на мировых рынках, создав диспропорции в мировой торговле.

Азиатско-тихоокеанский регион стал воплощением политики неокOLONиализма, проводимой США, источником дешевой рабочей силы и возможности приложения капитала. Экспортно-ориентированные страны приняли за основу догоняющую модель развития, принявшись за приобретение технологий у «старого света», и сегодня механизм сохраняет свою направленность. Япония последовала примеру США, вынеся часть производств в страны НИС первого и второго поколения, в итоге появился крепко интегрированный и завязанный на США регион. Модель предполагает наличие рынка сбыта товаров и в основном морские пути сообщения в основе мировой торговли. В подтверждение этого можно добавить, что уровень развития стран в регионах, удаленных от морей Тихого океана, в разы хуже. Лаос, Камбоджа практически не торгуют, ВВП Лаоса в 12 раз меньше вьетнамского.<sup>7</sup>

*Формирование экспортно-ориентированной экономики на базе торговых связей с США можно проанализировать на примере Японии, которая встала на этот путь раньше всех и может наглядно продемонстрировать плюсы и минусы такого подхода. После Второй мировой войны по ряду причин, в том числе и из геополитических соображений, Япония стала де-факто подконтрольным США государством – поток американских инвестиций в сочетании с дешевой рабочей силой сделали Японию лакомым кусочком для нарождающихся транснациональных корпораций. Помимо этого войной был частично разрушен традиционный*

---

<sup>7</sup> Шанин В.А. Юго-Восточная Азия: Тайланд. Бирма. Лаос. Вьетнам. Камбоджа. Малайзия. Сингапур. Индонезия.

экономический уклад. Обратной стороной этого стали быстрые темпы роста промышленности, производительности труда в послевоенные годы и возрастание инвестиций. Темп роста ВВП Японии в период с 1961 по 1973 годы составлял около 9,6% (что сопоставимо с сегодняшним ростом Китая), а промышленное производство росло на 12,2% в год. Правда, данный рост был косвенно связан с военным конфликтом во Вьетнаме и привлечением средств США и Францией для финансирования данного конфликта. Япония по понятным причинам не имела возможности силового участия во Вьетнамском конфликте, но концентрировала часть экономических потоков, а как результат и развитие региона оказались под влиянием данного события.

В результате регионального разделения труда Япония должна была превратиться в потребителя американского оборудования. Подход американцев предусматривал использование дешевой рабочей силы для производства потребительских товаров (сначала бытовой электроники, потом автомобилей, электроники новых поколений), в то же время таким образом укреплялась роль американской валюты как инструмента расчетов. В Японию продавались частично устаревшие технологии. К середине 80-х годов пропорции в мировой торговле и потоках капитала несколько изменились, что связано с выходом Японии на уровень развитых держав. В то же время роль США ослабла. Япония достигла стадии, на которой необходимо радикально изменить ее политику роста, ведомого экспортом. Япония стала представлять угрозу для США на мировых рынках.<sup>8</sup>

Лучше всего сложившиеся противоречия в международной торговле можно продемонстрировать на примере взаимных претензий США и Японии, выработанных на консультациях 1989 года. США требовали адекватного

---

<sup>8</sup> Федотов В.П. Становление и развитие восточноазиатского сообщества как интеграционного объединения в АТР.

роста цен на японские товары в связи с ревальвацией иены, снижения протекционистских барьеров на пути американской продукции, снижения доли сбережений среди японцев и стимулирования внутреннего спроса, снижения цен на недвижимость, ужесточения антимонопольной политики. В ответ Япония требовала снижения дефицита бюджета в США, стимулирования капиталовложений в американскую экономику, повышения производительности труда в Америке и доступа к американским технологиям. Фактически получалось, что японцы требовали сохранения текущей структуры взаимной торговли. Более того, в результате защитных мер со стороны США, направленных на сокращение импорта из Японии (квоты на ввоз японских автомобилей, технику, штрафы японских компаний за демпинг, 10% таможенный налог), японские компании открывали производство на территории США, ввозя японское оборудование.<sup>9</sup> Поэтому требования по стимулированию производства в США косвенно относились и к тем японским компаниям, которые работали в Америке.

Также как совокупность внешних политических и экономических условий привела к появлению «японского чуда», внешние условия и остановили стремительный рост. Появившиеся в результате развала Советского Союза новые страны, а также смягчение политики Китайских властей относительно западного капитала привели к оттоку капитала из Японии в конце 80-х годов (в 1985-1986 годах с японского рынка акций ушло 60 млрд. USD). Результатом этого стал резкий рост ставок по долгосрочным кредитам и существенное падение темпов прироста ВВП. Япония, по сути, сохранила экспортную направленность, отчасти интегрировав НИС в механизм экспорта, но так и не сумев стимулировать внутренний спрос, что привело к образованию ловушки ликвидности и остановке японского

---

<sup>9</sup> Горюнова Н. П. Финансовые кризисы на развивающихся рынках

локомотива.<sup>10</sup> Следствием этого явились и сокращение спроса на иены в мировой торговле, и утрата части позиций на мировых рынках из-за возникших новых источников рабочей силы.

Япония сегодня – развитая страна с ВВП большим 4,8 трлн. долл. с низким темпом роста 0,7%. Бюджет страны составляет около 25% ВВП. За счет ценных бумаг связанных с государственным долгом, а также высокой доли сбережений величина внутреннего долга страны достигает 170% ВВП. Страна имеет самую низкую инфляцию в регионе 1,8%. Денежная масса сопоставима по размерам с ВВП, однако количество выданных кредитов превышает М2 в 2 раза. Капитализация рынка составляла на июль 2008 года 4,4 трлн. USD. Страна является нетто-экспортером, имея при этом 954 млрд. USD резервов на июль 2008<sup>11</sup>. Объем вложений за рубеж превышает объем вложений в Японию в 5 раз. Основным объектом инвестиций являются страны АТР, а также США.

*Модель макроэкономической политики США по созданию внешних рынков сбыта была использована Японией в полной мере, когда часть производств и операций по экспорту и реэкспорту были перенесены в новые индустриальные страны (НИС). И если Гонконг и Сингапур превратились в центры мировой торговли, то Южная Корея и Тайвань, получив технологии, стали демонстрировать высокий рост производительности труда и стремление к выходу на мировые рынки. Эти территории, как и Япония, стали придерживаться практики протекционизма некоторых отраслей, совмещенной с экспортно-ориентированной экономикой. Основными направлениями экспорта были Япония и США.*

Сегодня ВВП этой группы стран составляет около 1,7 трлн. USD. Они

---

<sup>10</sup> Стиглиц Дж. Ю. Глобализация: тревожные тенденции

<sup>11</sup> <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>

по-прежнему сохраняют высокие темпы роста. Темп роста реального ВВП в Южной Корее – 4,3% на середину 2008 года. В странах сохраняется средний уровень инфляции - 3-4%. Доля внутреннего долга к ВВП высока только в Сингапуре, в остальных странах она не превышает 30%. В Южной Корее отношение кредитов к М2 составляет примерно 1,6, что тоже затруднит положение страны в период кризиса.<sup>12</sup> Гонконг и Сингапур как страны ориентированные на реэкспорт имеют низкое соотношение М2 к ВВП. Страны этого блока уже не привлекают в большом объеме инвестиции. В Южной Корее и Тайване преобладают вложения за границу.<sup>13</sup>

Одной из наиболее развитых стран региона является Республика Корея. Модель развития страны во многом схожа с японской, хотя в основе интеграции лежат не банки, а промышленные конгломераты. Южная Корея также специализируется на автомобильной промышленности, занимая 5-е место в мире, лидер в области судостроения, имеет 7-е место в текстильной промышленности (правда, на сегодняшний день больше осуществляет инвестиции в текстильное производство за рубежом, в том числе и в страны АТР (Вьетнам)). Важно отметить успехи этой страны в микроэлектронике. Корея является главным производителем чипов памяти. Рынок оборудования для полупроводниковой промышленности составлял в Корее в 2005 году 1,9 млрд. USD. Республика Корея на сегодняшний день имеет одну из наиболее развитых систем телекоммуникаций в мире (10 оптоволоконных подводных кабелей, 6 спутников, больше 35 млн. пользователей интернет). Основной проблемой этой страны является бедность природными ресурсами, что также вынуждает зависеть от конъюнктуры мировых цен на сырье. Также достаточно высокая инфляция (5%). Крупнейшими торговыми партнерами

---

<sup>12</sup> Шмелев. Валютно –кредитные аспекты международной экономической интеграции освободившихся государств.

<sup>13</sup> Суэтин А.А. Международный финансовый рынок.

НИС первого поколения выступают страны АТР – Китай, Япония, Гонконг, Тайвань, а также США. Активно развиваются торговые связи с Евросоюзом, особенно в части обмена технологиями. Стоит особо отметить, что Корея на сегодняшний день занимается экспортом оборудования, что вполне может характеризовать ее как развитую страну. Также высокое технологическое развитие и упор на информационные технологии позволяет предположить, что Корея быстро оправится от текущего экономического кризиса и, возможно, даже освоит новые рынки.

*Страны НИС второго поколения выгодно отличаются от стран первого поколения объемами природных богатств, однако надо учесть, что политика несколько изменилась. Передовые технологии в эти страны уже отдавать не стали, постаравшись перенести наиболее просто осваиваемые производства потребительских товаров и полуфабрикатов, чтобы интегрировать производства в этих странах в имеющиеся структуры мировой экономики. В основном в развитии стран НИС второго поколения преуспела Япония. Так 20% экспорта Индонезии составляют поставки в Японию, причем основа их приходится на поставки минерального сырья. Тем не менее, совокупный ВВП этих стран превышал 1,3 трлн. USD на середину 2008 года. В странах этой группы темпы роста реального ВВП составляют около 5-6%, однако возможно это достигалось за счет роста цен на сырье. Также инфляция составляет 6-8%. Чистый импорт данной группы стран 70 млрд. USD. НИС второго поколения все еще являются привлекательными для иностранных инвестиций, хотя кризис 1997-1998 годов нанес удар по финансовой сфере. Впрочем, страны этой группы оправились от последствий кризиса за 1-1,5 года.<sup>14</sup> По-прежнему у этих стран низкий уровень ЗВР, что*

---

<sup>14</sup> Петрунин. Особенности влияния внешней торговли на экономическое развитие стран Восточной и Юго-Восточной Азии

не позволяет говорить о них как о рынках с низким уровнем риска, правда в условиях современного кризиса они, будучи интегрированы в сеть стран АТР, защищены в большей мере. Плюс сказывается опыт, полученный во время предыдущих кризисов.

*Особую роль среди стран АТР играет Китай.* Начало его роста было заложено еще в 1978 году, когда к власти пришел Дэн Сяопин. США активно взаимодействовало с Китаем, отчасти рассматривая его как противовес НИС и Японии в регионе. В 80-х США охотно обучают китайских специалистов. Большое влияние на развитие Китая оказали китайские кварталы в городах США, а также китайцы, проживающие по различным причинам в странах АТР. Реформы Дэн Сяопина были продолжены Цзянь Цзэмином и Ху Дзиньтао. Несмотря на события на площади Тяньаньмэнь в июле 1989 года и некоторого охлаждения в отношениях с развитыми странами, политический курс привел Китай к экспортно-ориентированной модели. Результатом этого стали быстрые темпы роста ВВП Китая – с 1991 по 2001 средний темп роста составлял более 10%, с 2002 по 2005 около 9%. К июлю 2008 года экономика Китая демонстрировала рост в 9,8%. Китай быстро справился с инфляцией, проведя резкую девальвацию юаня и закрепив искусственно заниженный курс. Это привело к формированию ситуации уже рассмотренной выше на примере Японии. Кризис конца 90-х годов не так сильно затронул Китай именно из-за жестких ограничений на инвестиции, а также за счет того, что именно Китай стал одной из принимающих капитал стороной.

Китай сегодня – страна с населением в 1,33 млрд. человек. ВВП Китая на июль 2008 года составлял 4,22 трлн. USD, однако по паритету покупательной способности он составлял 7,8 трлн. USD, что отражает реальное соотношение курсов. Бюджет Китая немногим больше 800 млрд. USD, что составляет около 20% ВВП. Денежный агрегат М2 сопоставим с

ВВП и составлял 4,3 трлн. USD на июль 2008.<sup>15</sup> Капитализация рынка на тот период была больше 6 трлн. USD. К концу сентября она сократилась до 5 трлн. USD. Экспорт Китая превышал импорт примерно на 300 млрд. USD на июль 2008 года. Основным контрагентом в части экспорта выступали США. Китай на начало кризиса скопил больше 2 трлн. USD золотовалютных резервов. Часть из них уже потрачена на борьбу с кризисом. Внешний долг Китая составляет около 400 млрд. USD.

Надо заметить, что в Китай вынесли часть своих производств японские и корейские корпорации, тем не менее, несмотря на то, что в настоящее время в КНР действуют 4 специальные экономические зоны (регионы) — Шэньчжэнь, Чжухай, Шаньтоу, Сямэнь, 14 зон свободной (беспошлинной) торговли, 53 зоны высоких и новых технологий, более 70 научно-технических зон для специалистов, получивших образование за границей, 38 зон переработки продукции, ориентированной на экспорт, Китай все еще значительно отстает технологически.<sup>16</sup> Особенно это проявляется в диспропорции в развитии между районами. Так сильно развитому побережью противостоят относительно неразвитые западные районы Китая. Это создает поле для расширения сырьевой базы и спроса внутри Китая, особенно в период кризиса. При этом интересно, что, например, в Китае, товары, произведенные в других странах, ценятся выше в 2-3 и более раза. Текущая торговая и промышленная структура Китая создает определенные трудности для быстрого развития отношений с Россией. Несмотря на то, что лимит дешевой рабочей силы в Китае не исчерпан, замедление экономического роста и потребность в платежеспособном спросе на внутреннем рынке — острые проблемы, стоящие перед Китаем сегодня.

---

<sup>15</sup> <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>

<sup>16</sup> В. Романюк Мифы и реалии китайского чуда



*Еще одной перспективной страной, на которую стоит обратить пристальное внимание, является Вьетнам.* По своим показателям сейчас он близок к странам НИС второго круга в начале их бурного развития. ВВП Вьетнама превышает 200 млрд. USD, рост реального ВВП с 2000 года составляет около 6-7% в год. В стране сейчас наблюдается достаточно высокий уровень инфляции (около 24%), который отпугивает капитал, однако при резкой дефляции донга возможно улучшение ситуации. Во Вьетнаме огромный потенциал для роста денежной массы и объемов кредитования. Сейчас Вьетнам экспортирует сырую нефть, морепродукты, рис, кофе, каучук, чай, одежду и обувь. Основные партнеры по экспорту (в 2006) — США (21%), Япония (12%), Австралия (9%). Основные импортеры в 2006 году — Китай (18%), Сингапур (13%), Тайвань (12%).<sup>17</sup> Потенциал вьетнамского рынка значим для крупнейших игроков в регионе, и поэтому после кризиса Вьетнам, возможно, окажется в числе наиболее развитых рынков.

*Лаос, Камбоджа, Мьянма* являются слаборазвитыми страны и пока не представляют интереса внутри региона, хотя и таят в себе потенциал. Совокупный ВВП стран около 30 млрд. USD, высокая инфляция, низкая степень вовлечения в мировую торговлю и удаленность от основных транспортных путей делают их пока непривлекательными для инвестиций.

*Северная Корея* не рассматривается сегодня инвесторами как возможный объект для вложения средств главным образом из-за политического режима и ограничений. В случае смягчения или смены режима Северная Корея может очень быстро интегрироваться в экономику региона, однако пока это невозможно.

---

<sup>17</sup> Шанин В.А. Юго-Восточная Азия: Тайланд, Бирма. Лаос. Вьетнам. Камбоджа. Малайзия. Сингапур. Индонезия.

*Кратко подводя итог*, модель производства в странах АТР за последние полвека можно охарактеризовать как экспортно-ориентированную. Развитые страны пользовались относительно дешевой рабочей силой, обратив в плюс ее низкое качество, способствовавшее быстрой порче товаров длительного пользования. Технический прогресс, достигший огромной скорости внедрения новинок в производство, требовал постоянной замены товаров, сочетающих в себе новые функции, что предполагало сокращение срока службы устройств и как результат приводило к постоянному обновлению технического ряда. Низкое качество характеристик, связанных со сроком службы, было плюсом в таком механизме воспроизводства. Причины быстрого прогресса тех или иных стран можно объяснить притоком в них капитала. Также в принципе можно и объяснить проблемы с экономикой Японии, когда США перенесла производства и перелила капитал в Китай, за считанные годы создав конкурента. Экономический кризис стран АТР должен рассматриваться в непрерывной взаимосвязи с их бурным ростом и постепенной трансформацией.

Сегодня страны АТР, воевавшие за зарубежные рынки, вынуждены трансформировать свои экономики из-за спада у основного потребителя их товаров - США. Требование перестроить экономику в кратчайшие сроки может побудить страны предпочесть иные рынки. В частности одним из таких рынков вполне может стать Россия. Активизировавшиеся отношения с Китаем, Японией, Южной Кореей по поводу поставок сырья сегодня закладывают основы для более активного экономического взаимодействия. Правда необходимо помнить, что для полноценного сотрудничества все еще недостаточно развита транспортная инфраструктура и торговые связи, а перестроить их с учетом уже сложившейся системы связей в регионе, а также

сложностей с валютной политикой и долларовыми резервами будет достаточно сложно.

### ***1.2 Потенциальные группы инвесторов в ценные бумаги и их предпочтения***

Специфика экономического развития в странах АТР и, особенно, высокая доля сбережений в структуре доходов определяют особенности инвестиций в этих странах. В данной главе нас интересуют инвестиционные возможности населения стран АТР и их предпочтения по инструментам и срокам инвестирования. Естественно в каждой стране особенности свои, но можно выделить и общие черты.

Важно сразу заметить, что в Азиатских странах, как развитых, так и развивающихся, высок контроль над собственностью, а рынки привлечения инвестиций носят вспомогательный характер и дают мало возможностей влиять на политику компании. Власть и принятие решений концентрируется в руках менеджмента и иных сил, влияющих на менеджмент, поэтому инвестиции в азиатские компании требуют готовность инвестора в случае чего узнать менеджмент. Такой подход приводит к тому, что в азиатские компании предпочитают инвестировать более крупные институциональные инвесторы, а также торговые партнеры. Отчасти этим же объясняется распыление пакетов акций между дружественными компаниями. Это же накладывает специфику и на инвесторов этого региона – объектом их инвестиций будут скорее партнеры в тех или иных отраслях, а также дочерние предприятия или предприятия с совместным участием.

Это приводит к тому, что срок владения ценными бумагами в Азии в целом дольше, а инвесторы при негативных результатах деятельности не бросаются изымать капитал. Также и на выплату дивидендов уходит меньшая

доля прибыли. Общим результатом такой политики является низкая доходность по долевым инструментам, более продолжительные сроки владения инвестиционными инструментами и большая популярность рынка долговых инструментов, особенно в Японии и Корее.

Второй существенной особенностью является значительная роль государства в финансовых потоках страны. Правда роль эта может проявляться по-разному, либо как в Китае через достаточно жесткое законодательство и контроль за деятельностью предприятия, либо как в Японии через значительную эмиссию государственных ценных бумаг и существенный государственный долг перед собственным населением (170% ВВП).

Третий и важный момент заключается в том, что основной проблемой стран АТР является экспортно-ориентированная экономика и попытка пробиться на иностранные рынки. Поэтому в качестве объектов инвестиций за рубежом они будут предпочитать либо прямые инвестиции в предприятия, занимающиеся продажей и продвижением их потребительских товаров, либо компании, осуществляющие приобретение их оборудования для изготовления товаров по технологиям стран АТР. Отчасти именно поэтому активизируются связи между АТР и Африканскими странами. Так, Китай стал крупнейшим поставщиком товаров в Африку уже в 2004 году. Тогда страны Африки импортировали из Китая товаров на 10 млрд. USD.<sup>18</sup>

И, наконец, наиболее важный для России аспект – активные инвестиции в поставщиков энергоресурсов и электроэнергии. Это связано с тем, что регион испытывает дефицит в основных видах топлива, черных и цветных металлах. Поэтому крупными инвесторами в поставщиков сырья будут выступать крупнейшие компании по перераспределению ресурсов

---

<sup>18</sup> М. Завадский «Проблема 2009»

внутри стран и по потреблению ресурсов. Еще одной целью для инвесторов могут стать аграрные компании.

Теперь более детально рассмотрим специфику инвесторов по странам. Поскольку в Японии крупные капиталы контролируются банками (чаще всего городскими банками) и страховыми компаниями, выступающими ядрами для интеграции кейрецу<sup>19</sup>, то наиболее вероятно, что именно через них будут осуществляться инвестиции. В силу специфики менталитета японские граждане вряд ли будут инвестировать в иностранные предприятия. Пенсионные фонды достаточно жестко зарегулированы, поэтому на средства пенсионных фондов в Японии нельзя рассчитывать. Страховые компании и банки очень часто заинтересованы в управлении сроками инвестиций, поскольку как депозиты, так и страховые полисы имеют ограниченный срок существования. В результате японские компании очень часто ставят целью гарантированный доход, а также, поскольку ставки доходности в стране не очень высокие, наибольшее внимание японские банки будут уделять долгосрочным и среднесрочным облигациям, особенно еврооблигациям. В качестве обеспечения могут выступать будущие потоки, возникающие в рамках экономических соглашений. Однако необходимо учитывать, что традиционный рейтинг S&P или другого агентства не оказывает на японских инвесторов такого же магического эффекта, как на американских институциональных инвесторов.

В Южной Корее структура собственности и инвестиционные предпочтения близки к тем, что в Японии.<sup>20</sup> Поскольку уставные капиталы перекрестно контролируются конгломератами, то проникновение на рынок затруднено. Даже несмотря на либерализацию рынка в 90-х годах остаются

---

<sup>19</sup> Б. Б. Рубцов. Современные фондовые рынки.

<sup>20</sup> Костюнина Г.М. Азиатско-тихоокеанская экономическая интеграция

ограничения на иностранные вложения в некоторые отрасли (например, телекоммуникационную). Однако сегодня Корея уже нетто-экспортер капитала, причем реципиентом этого капитала пока является Китай. Сегодня рынок Кореи открыт для прямых и портфельных иностранных инвесторов. Наиболее вероятно, что инвесторами за рубеж в Корею могут выступать конгломераты, а также страховые компании. В отличие от Японии основной проблемой в развивающихся странах АТР является то, что не существует достаточно долгосрочных инструментов с фиксированным доходом. Например, в Южной Корее в 2006 году страховое свидетельство выдавалось на срок в 7 лет, а средняя дюрация активов составляла 3,5 года. Это создает благоприятную почву для сотрудничества.

В Гонконге и Сингапуре больше свободы в инвестициях капитала, чем в других азиатских странах. Эти страны отлично подходят для размещения долевых ценных бумаг. В Сингапуре пайщикам Центрального накопительного фонда разрешили инвестировать часть сбережений во взаимные фонды, хотя большая доля Центрального накопительного фонда Сингапура инвестируется в нерыночные правительственные ценные бумаги. Сингапур как один из крупнейших центров финансовой интеграции вполне может выступить центром по привлечению инвестиций в бумаги эмитентов других стран. Собственно тогда крупными инвесторами будут азиатские фонды или компании, а также международные институциональные инвесторы. В этом случае большее значение приобретет рейтинг выпуска. Гонконг больше выступает как «финансовые ворота» Китая, а значит, инвесторы Гонконга и Китая будут преследовать близкие цели.

На нынешнем этапе экономического развития Китая наибольшее значение придается стимулированию инвестиций крупных государственных компаний, нацеленных на обеспечение растущей китайской экономики

устойчивыми поставками энергоносителей и других видов стратегического сырья. В частности, тройка крупнейших нефтяных компаний – Sinopec, China National Petroleum Corporation (CNPC и ее дочерняя компания Petrochina) и China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) – осуществляет инвестиционные проекты в 14 странах, включая Казахстан, Йемен, Судан и Мьянму. CNOOC уже стала крупнейшим оффшорным производителем нефти в Индонезии, перекупив в 2002 году у местной компании месторождение за 585 млн. USD. Сюда же может быть отнесено привлечение Роснефтью и Транснефтью 20-летних кредитов от Банка развития Китая в рамках соглашений с Китайской национальной нефтегазовой корпорацией (CNPC) в середине февраля 2009 года. Зарубежная деятельность китайских компаний, служащая обеспечению энергетической безопасности КНР, всемерно поддерживается правительством. Другой важной сферой зарубежного инвестирования становится сталелитейная промышленность.

Китай активно привлекает новые технологии, например, через создание свободных экономических зон, но также нарождающиеся китайские технологические компании активно вкладывают капиталы в развитых странах, стремясь получить таким образом доступ к иностранным ноу-хау. В частности, известная в Узбекистане телекоммуникационная компания “Хуавэй Технолоджиз” уже имеет собственные исследовательские структуры в Силиконовой долине и Далласе (США), в Стокгольме (Швеция), Бангалоре (Индия) и Москве. Ею созданы также совместные лаборатории с компаниями “Моторола”, “Интел” и “Микрософт”.<sup>21</sup> В последнее время китайские компании стали активно участвовать в слияниях и приобретениях на рынке новых технологий Южной Кореи. В частности, китайская компания BOE Technology Group приобрела корейскую компанию HYDIS, а вместе с ней –

---

<sup>21</sup> Салицкий А. И. «Новый лидер Мировой экономики»

современные технологии производства дисплеев.

Китай активно осуществляет прямые инвестиции. Так, на Дальнем Востоке существует множество совместных предприятий с китайским участием. Активно инвестирует Китай и в страны АТР, в частности инвестиции Китая начинают концентрироваться на отстающих соседях или на поставщиках сырья.

В других странах АТР для России процесс привлечения инвестиций будет сопряжен с трудностями из-за географического удаления, а также из-за того, что эти страны находятся под влиянием капиталов более близких соседей. Однако возможны совместные проекты с Индонезией, Тайландом, Малайзией. Вьетнам сейчас больше выступает как потенциальный получатель инвестиций, поэтому размещения отечественных бумаг там не сумеют привлечь того внимания, которое требуется. Поэтому лучше сконцентрироваться на приведенных выше примерах.

Мы приходим к выводу, что наиболее интересными для России являются наиболее активные экономические партнеры. Российские компании должны рассматривать инвесторов из АТР, не столько как источник финансовых средств, сколько как потенциальных экономических партнеров, и в результате необходима разработка долгосрочных инвестиционных программ с учетом потребностей всех сторон.

### ***1.3 Особенности условий размещения бумаг на фондовых рынках стран АТР***

Фондовые рынки в АТР бурно развивались вместе с развитием экономик государств, поэтому сегодня регион обладает развитой рыночной инфраструктурой. Капитализация 10 крупнейших бирж региона в сентябре 2008 года, в разгар кризиса, все еще превышала 9 трлн. USD, на биржах было



размещено свыше 10 тыс. компаний. Объем размещенных облигаций составил около 27 трлн. USD.

Кризис действительно сильно повлиял на азиатские рынки. Капитализация сократилась в среднем на 30%, при этом капитализация компаний Китая упала на 45%. Общая стоимость выпущенных облигаций сократилась более чем вдвое за счет снижения цен и отсутствия новых эмиссий. Оборот по акциям также сократился вдвое. Индексы снизились более чем на 25%, причем опять же в Китае снижение индексов на сентябрь 2008 года превысило 50%. Тем не менее за последние несколько месяцев ситуация несколько стабилизировалась. Надо сказать, что в 2008 году число размещенных компаний даже несколько увеличилось. Стоит также заметить, что многие рынки не упали ниже уровней 2006 года и наилучшими при таком сопоставлении являются рынки Малайзии и Сингапура, потом идет Китай. Только Япония несколько отстает, демонстрируя 35% снижение относительно уровней 2006 года. Интересно также, что в Китае количество размещенных облигаций несколько увеличилось, что, видимо, связано с увеличением государственного долга и переориентацией инвесторов на краткосрочные и среднесрочные долговые инструменты в условиях кризиса.

На биржах стран АТР было размещено больше 350 выпусков, осуществленных нерезидентами. Безусловное лидерство по количеству размещенных акций компаний нерезидентов держит Сингапур - 312 компаний, на втором месте Токийская биржа - 21, затем Гонконгская ФБ - 10. Надо сказать, что в Китае не было размещений иностранных компаний.

Практически во всех странах АТР установлены достаточно гибкие правила размещения, требующие продажу значительного количества акций в свободное обращение. Требования по размещаемым компаниям по части достаточности капитала в принципе сопоставимы с российскими правилами,

разве что требуется отчетность по местным стандартам. В качестве основного срока существования для компании выступают 3 года, в некоторых странах повышенное внимание уделяется этике и защите акционеров. То есть требуется существенное раскрытие информации, предполагающее у компании возможности это раскрытие осуществлять. В некоторых странах есть требования по наличию независимых директоров-резидентов.

Токийская биржа является крупнейшей в регионе биржей с капитализацией более 3 трлн. USD, на ней размещено 2393 компании, оборот торгов около 20 млрд. USD в день. Правила размещения на TSE для зарубежных компаний следующие<sup>22</sup>:

1) минимальное количество акционеров-резидентов - больше 800 для второй секции и 2200 для первой;

2) более 4000 торговых лотов, капитализация во фри-флоате должна составлять более 1 млрд. JPY. Доля торгуемых акций больше 30% в момент размещения (к торгуемым относятся все размещенные акции, за исключением казначейских и находящихся в распоряжении лиц, обладающих 10% и более размещенных акций);

3) минимальная стоимость лота должна составлять 100 тыс. JPY;

4) капитализация компании должна быть больше 2 млрд. JPY для второй секции и 50 млрд. JPY для первой;

5) требуется 3 года ведения бухгалтерского учета в качестве акционерного общества и наличие подтвержденной аудитором отчетности за 2 года;

6) уставный капитал должен составлять больше 1 млрд. JPY на конец последнего отчетного года;

---

<sup>22</sup> <http://www.tse.or.jp/english>

7) компания должна соответствовать одному из вариантов:

- прибыль за последние 2 года (1- 100 млн. JPY, 2 - 400 млн. JPY)

- прибыль за последние 3 года (1 - 100 млн. JPY, 3 - 400 млн. JPY, всего больше 600 млн. JPY)

- капитализация больше 100 млрд. JPY (продажи больше 10 млрд. JPY);

8) не должно быть ограничений на передачу акций.

Гонконгская биржа третья по капитализации в регионе<sup>23</sup>. Ее капитализация в сентябре 2008 года составляла 1615 млрд. USD. На бирже торгуются акции 400 эмитентов. Оборот составляет более 7 млрд USD в день. Есть два сектора Main board и Gem (сектор для компаний малой капитализации). Главным образом имеет смысл рассматривать Main board, поскольку размещение более свободное, а на Gem нельзя проводить IPO или размещать облигации, если не торгуются акции. Требования для Main board следующие – на выбор предлагается несколько вариантов финансовых критериев:

А) прибыль размером 50 млн. HKD за последние 3 года, из которых 30 млн. HKD за последние 2 года, более 200 млн. HKD капитализация на момент размещения;

Б) капитализация 4 млрд. HKD и выручка более 500 млн. HKD;

В) капитализация 2 млрд. HKD, выручка - 500 млн. HKD и положительный денежный поток по операционной деятельности на величину 100 млн. HKD за последние 3 года, однако предусмотрены более мягкие требования к сырьевым компаниям;

Размер free-float на Гонконгской бирже должен составлять не менее 25%. Требуется более 300 владельцев в случае листинга по варианту А и 1000 владельцев в случаях Б и В.

---

<sup>23</sup> <http://www.hkex.com.hk/>

Стоимость первоначального взноса при листинге зависит от объема эмиссии и составляет от 150 тыс. HKD при эмиссии акций на сумму до 100 млн. HKD до 650 тыс. HKD при эмиссии акций на сумму более 5000 млн. HKD. Последующий ежегодный взнос составляет от 145 тыс. HKD для компаний с суммарной стоимостью обращающихся ценных бумаг 200 млн. HKD до 1188 тыс. HKD для компаний с суммарной стоимостью обращающихся ценных бумаг более 5000 млн. HKD.

Если Сингапурская биржа не очень большая с точки зрения капитализации (меньше 350 млрд. USD), то ее открытость для иностранных эмитентов делает ее объектом повышенного внимания.<sup>24</sup> Условия для размещения на основной площадке предполагают выбор одного из вариантов:

А) прибыль до налогообложения 7,5 млн. SGD за последние 3 года, причем минимум 1 млн. SGD за каждый год;

Б) прибыль до налогообложения 10 млн. SGD за последний год;

В) капитализация более 80 млн. SGD.

Дополнительными условиями являются:

А) необходимая доля во free-float составляет 25%, при этом должно быть не меньше 1000 владельцев при размещении на 1 бирже и 2000 при размещении на нескольких международных биржах;

Б) облигации можно выпускать после листинга на бирже;

В) период, который должна существовать фирма до размещения, составляет 3 года;

Г) отчетность необходимо представлять по сингапурским стандартам;

Д) в совет директоров компании должны входить 2 независимых сингапурских директора.

---

<sup>24</sup> <http://www.ses.com.sg/>

При листинге в качестве первичного взноса требуется от 50 до 200 тыс. SGD для размещения каждых 100 млн. SGD. Ежегодный платеж составит - 25 до 100 тыс. SGD.

Стоимость облигационного выпуска составит около 25-50 тыс. SGD.

Последней биржей, на которой мы остановимся, будет биржа Южной Кореи, поскольку здесь помимо самих размещений есть институт депозитарных расписок, которые могут быть рассмотрены как потенциальный механизм для выхода на Корейский фондовый рынок. На Корейской бирже торгуется значительный объем облигаций на сумму более 20 млрд. USD.

Условия размещения акций на Корейской бирже следующие: капитал больше 10 млрд. KRW, объем выпуска не меньше 20 млн. KRW, более 1 млн. акций на размещение. Free-float - 25% при размещении и не менее 10% в свободном обращении в дальнейшем.<sup>25</sup> Необходимо более 1000 акционеров. Финансовые требования предполагают выбор одного из следующих вариантов:

А) объем продаж 30 млрд. KRW за последний год и средний объем продаж за последние 3 года в 20 млрд. KRW при соблюдении дополнительных финансовых показателей (ROE более 5% и др.);

Б) капитализация 100 млрд. KRW и продажи 50 млрд. KRW;

В) капитализация 50 млрд. KRW, продажи 70 млрд. KRW, денежный поток от операционной деятельности 2 млрд. KRW.

Для корейских депозитарных расписок необходимо размещение 1 млн. расписок на сумму не меньше 10 млрд. KRW. 30% должно быть распространено среди миноритариев или более 10% заявленного объема должно быть размещено. Необходимо более 1000 владельцев. В части

---

<sup>25</sup> <http://www.krx.co.kr/>

финансовых показателей предъявляются следующие требования: ROE не менее 5% за последний год, а сумма ROE за последние 3 года должна составлять не менее 10%, прибыль должна составить 2,5 млрд. KRW за последний год и 5 млрд. KRW за последние 3 года. Если чистые активы превышают 100 млрд. KRW, то за последний год ROE должен быть не ниже 3%, а прибыль - 5 млрд. KRW.

Если говорить о Китае, то нас интересуют 2 биржи - Шанхайская и Шеньчженьская. Необходимо заметить, что на них обращаются нерыночные и рыночные акции. Рыночные акции - А - для китайских резидентов, имеют номинал в юанях и продаются за национальную валюту. С 2003 года их разрешили приобретать иностранцам (для этого введено понятие институционального инвестора). 90% китайских компаний имеют только А-акции. В-акции предназначены для нерезидентов. Акции класса Н предназначены для торговли на Гонконгской бирже. N - торгуются в Нью-Йорке, L - торгуются в Лондоне, S - торгуются в Сингапуре.<sup>26</sup> В Китае существуют жесткие валютные ограничения, поэтому колоссальные накопления населения не могут уйти на другие рынки. В связи с возможной либерализацией валютной политики Китая возможно увеличение объема инвестиций. Обязательным условием является то, что инвесторы должны сохранять свои деньги на рынке в течение трех лет и репатриировать капиталы раньше нельзя. На китайских рынках нет акций иностранных компаний. Если в Китае получит распространение механизм депозитарных расписок, то размещения российских компаний смогут быть осуществлены.

Подводя итоги можно заметить, что размещение выпуска на фондовых биржах АТР потребует от эмитентов дополнительных расходов на размещение и подготовку отчетности по стандартам стран АТР. Однако

---

<sup>26</sup> Б. Б. Рубцов Современные фондовые рынки

требования менее жесткие, чем в Лондоне, поэтому компаниям, имеющим акции на крупных площадках, выход на азиатские рынки не должен составить проблем. Основной вопрос в том, какие выгоды они для себя в результате откроют.

## **Глава 2. Выгоды финансовых рынков стран азиатско-тихоокеанского региона для российских компаний**

### ***2.1 Факторы, влияющие на размещения ценных бумаг на фондовых биржах АТР российских компаний***

Теперь более детально проанализируем необходимость связей со странами АТР для России в целом и для российских компаний в частности, для того чтобы определить потенциал взаимоотношений и возможные проблемы. Нельзя не заметить, что, несмотря на многочисленные единичные случаи, целенаправленная политика российских властей, а значит и в той или иной мере и частного бизнеса, концентрировалась на взаимоотношениях с США и развитыми странами Европы. Азия не являлась объектом пристального внимания в экономической сфере, хотя на политическом уровне внимания ей уделялось достаточно много. Кризис потребовал от российских властей пересмотра политического вектора, что приведет впоследствии и к более тесному экономическому сотрудничеству. 2009 год был объявлен годом Китая в России.

Российские компании как никогда заинтересованы в надежных рынках сбыта своей продукции. Нельзя не заметить, что это продукция в основном приходится на топливно-энергетический комплекс и черную и цветную металлургию. Примерно 40% топливных ресурсов, более 50% добываемой нефти идет на экспорт.<sup>27</sup> В условиях падения цен на энергоносители, в

---

<sup>27</sup> Быстрицкий С.П. Россия-Северо-Восточная Азия- Дальневосточный экономический мост на рубеже эпох

условиях кризиса возникает объективная потребность в наращивании производства и поиска новых рынков сбыта, поскольку конфликты относительно поставок российского газа в Европу вынуждают Россию рассматривать альтернативные мировые рынки. Так рождаются проекты трубопроводов в страны Восточной Азии. Тем более что данные страны в макроэкономической перспективе способны оплатить потребление сырья товарами, произведенными в реальном секторе, а значит, валютные отношения могут стабилизироваться в рамках регионального уровня без привязки к мировой валютной конъюнктуре в случае разлада мировой финансовой системы.

Стабилизация валютных отношений может быть достигнута в рамках заключенных долгосрочных контрактах или при помощи срочных инструментов. Наличие же ценных бумаг российских компаний на восточных рынках капитала укрепит взаимодействие на уровне совместных действий акционеров и будет способствовать заключению внебиржевых контрактов, нацеленных на стабилизацию отношений и снижающую роль колебаний валютных курсов в региональной торговле. Косвенные указания на это можно усмотреть в заявлениях России и Китая об отказе от доллара в качестве мировой резервной валюты и переходе на новую мировую денежную единицу. Однако реальных опробованных механизмов по защите от колебаний курсов азиатских валют в условиях мирового кризиса в России пока нет.

Важным достоинством для российских компаний при размещении является диверсификация источников привлечения средств, что упрощает решение ряда вопросов связанных с погашением долга или выплатой части прибылей. Положительным моментом для отечественного рынка могут стать возможные размещения РДР азиатских компаний на российских биржах,



последующее за размещениями отечественных компаний.

Инвестиции в странах АТР отличаются по своим параметрам от инвестиций стран запада. Так, азиатские инвесторы не придают столь большого значения текущим значениям прибыли. Корпоративный контроль также находится в этих странах в руках собственников, что похоже на российскую модель. Это создает широкое поле для спецификации условий и выбора инструментов для привлечения средств. Рейтинговые агентства и оценки ведущих мировых финансовых институтов также не имеют столь огромного влияния на инвесторов, как на западе. Это означает, что от стран АТР можно ожидать притока стабильных и долгосрочных инвестиций, что благоприятно для компаний.<sup>28</sup> Спекулятивный же подход к инвестициям в капитал для крупных инвесторов этих стран нехарактерен. Таким образом, мы получаем возможность более гибко подобрать параметры ценных бумаг для потенциальных инвесторов в странах АТР.

Еще одной важной особенностью является относительная дешевизна привлечения капитала. Если удастся позиционировать бумаги российских предприятий как отдаленную замену казначейских обязательств США или иных инвестиционных активов схожего качества, то можно будет добиваться схожих условий по ставкам или валютным привязкам. Ставка Банка Японии, например, с декабря 2008 года составляет 0.1%, поэтому проценты по займам могут быть достаточно низкими. Еще одной особенностью является недостаточно развитая система сбережений, которая требует от финансовых институтов бумаг с высокой дюрацией для минимизации рисков по изменению процентной ставки. Поэтому для долговых рынков Азии практически нехарактерна инвертированная кривая УТМ.

К тому же условия выхода для отечественных эмитентов в странах АТР

---

<sup>28</sup> Костюнина Г.М. Азиатско-тихоокеанская экономическая интеграция

куда лучше, чем стоимость размещения в Лондоне или Нью-Йорке. Стоимость самого размещения на NYSE составляет от 400 до 600 тыс. USD при ежегодной плате от 30 тыс. USD. Стоимость размещения на Сингапурской бирже, например, обойдется в 200 – 400 тыс. USD. Аналогичная ситуация на KSE или HKSE. Плюсом являются и более низкие требования к раскрытию информации. Поскольку в странах АТР подход к раскрытию информации близок по духу к российскому, то подготовка отчетов и их чтение обычно являет собой форму, но не содержание. Еще для размещения требуется более низкая минимальная капитализация, однако это является более существенным плюсом в долгосрочной перспективе, когда на биржи АТР будут выходить компании средней капитализации.

В перспективе развитие отношений со странами АТР может привести к изменению роли России в мировой торговле. Россия может превратиться в транспортный коридор, по которому будет осуществляться торговля между Азией и Европой. Сегодня, главным образом, этому препятствует высокая стоимость железнодорожных перевозок и ограниченность магистралей, однако развитие инфраструктуры для бизнеса объективно потребует развитие транспортных магистралей. Это, впрочем, задача, которая будет решаться совместно государством и бизнесом.

Однако существуют и негативные факторы. Основное противоречие для развития торговых отношений со странами АТР и главным образом с Китаем проявляется в том, что по ряду причин со стороны этих стран существуют угрозы для России. Угрозы, конечно, потенциальные, однако при сохранении тех или иных текущих тенденций грозящие обернуться серьезными проблемами. Конечно, можно сколько угодно винить историческое тяготение России к западу и преувеличивать роль угрозы на Дальнем Востоке, однако «свято место не бывает пусто», и после распада

Советского Союза Китай стремится заполнить освободившееся место в международной политике.<sup>29</sup> Если кратко обобщать – развитие сотрудничества выгодно, однако развитие сотрудничества будет катализатором, ускоряющим решение сложившихся в регионе проблем, и нет никаких гарантий того, что при решении этих проблем у Российской Федерации хватит сил и инструментов для реализации собственных интересов.

Поскольку объектом внимания инвесторов стран АТР ввиду недостатка собственных ресурсов будут металлургия и топливно-энергетический комплекс, то развитие отношений в этих сферах в перспективе ведет к закреплению сырьевой зависимости России. Это негативно сказывается на долгосрочных планах России и не способствует развитию других отраслей.

Неразвитая инфраструктура Дальнего Востока требует огромных инвестиций для создания базы сотрудничества. Возможно, именно это и защитило Дальний Восток в перестроечные годы. С регионом действительно проще сотрудничать, чем осваивать. Кризис подсказал решение – осваивать Россию на китайские деньги - примером является кредит Роснефти и Транснефти, обеспеченный будущими поставками. Поэтому компании всегда должны иметь ввиду, что бизнес со странами Востока и привлечение оттуда инвестиций - процесс, риски которого сложнее поддаются контролю самой компанией, ввиду наличия политической угрозы.

Проекты, предусмотренные в рамках соглашений, носят негибкий характер и предполагают высокий уровень первоначальных затрат. В случае начала новых проектов невозможно будет вернуть часть уже затраченных инвестиций. Конечно, такого рода риски всегда существуют, однако в данном случае мы не до конца располагаем знанием всей карты рисков и,

---

<sup>29</sup> Салицкий А. И. Новый лидер Мировой экономики

значит, подвергаем себя значительным потенциальным убыткам.

Еще одним существенным фактором, ограничивающим и ставящим существенные проблемы в условиях привлечения инвестиций, является корпоративный контроль. Надо сказать, что инвестиции в Россию не оказывают существенного влияния на менеджмент. В любом случае контрольные пакеты консолидируются в руках отечественных собственников, а зарубежным инвесторам в лучшем случае достается блок-пакет, и дальше в случае конфликта стороны начинают «маневрировать». С азиатскими партнерами сложнее выстроить модель по такой схеме, поскольку бизнес там строится точно также. Это означает, что, к примеру, совместное российско-китайское предприятие будет или российским с китайским участием или китайским с российским участием. А это означает, что размывается цель размещения долевых ценных бумаг на азиатских биржах. Вероятнее всего бумаги либо в один момент будут практически полностью выкуплены с рынка, либо станут объектом внимания российских спекулянтов, как это происходит сегодня в Лондоне. Оба варианта не оправдывают смысла размещения ценных бумаг.

Не столько проблемой, сколько объективной реальностью является тот факт, что Россия при отношениях со странами АТР будет в основном сотрудничать со странами Северо-Восточной Азии, а именно: Китаем, Республикой Корея и Японией. Другие страны АТР меньше заинтересованы в инвестициях в нашу страну. Это требует от наших компаний разработки концепций выхода на рынки ценных бумаг с учетом именно этой группы стран.

К сожалению, законодательная база в РФ пока недостаточна для размещения ценных бумаг на биржах АТР. Закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» или закон «Об иностранных

инвестициях» недостаточно защищают азиатского инвестора, вкладывающего в российские ценные бумаги. Со странами Азии пока нет договоренностей об избежании двойного налогообложения. Данная проблема, правда, косвенно может быть решена построением оффшорной схемы, однако двустороннему сотрудничеству это не способствует. На практике еще не применялась концепция «квалифицированного инвестора». Все что есть – меморандум о взаимопонимании между ФСФР и комиссией по ценным бумагам КНР. Масса трудностей есть и с конструированием ценных бумаг, включающих в себя привязку к валютным курсам, есть юридические сложности при встраивании возможностей конвертации, а также оплаты задолженности поставками. Существует также угроза того, что, стараясь как можно быстрее подогнать законодательство под необходимые требования, многие вещи будут в очередной раз неверно описаны, что приведет к проблемам в отношениях с инвесторами.

Поскольку взаимодействие со странами Азии не было приоритетным в отношениях, то неизбежно возникает необходимость в грамотных специалистах по восточной культуре, языку, правовым специалистам. По мнению Юкио Асадзумы, президента АНО «Японский Центр»<sup>30</sup>, основой делового сотрудничества является доверие между партнерами, возникновение которого осложняется культурными особенностями. Необходимо составлять отчетность в установленных законодательствами этих стран формах. Тем более что издержки коммуникации могут привести к значительным потерям при условии невыполнения ряда требований. Нужно помнить, что страны АТР требуют большего внимания к традициям, нежели к букве договора, а это означает, что придется и изменить стиль ведения переговоров. Поэтому необходимо учитывать издержки коммуникации при

---

<sup>30</sup> Семко Г. В. Кредитно-финансовый сектор стран Азии

подготовке эмиссий, а также особенности менталитета при проведении road show и позиционировании бумаг среди азиатских инвесторов. Это может потребовать не просто специалистов, но целого ряда исследований рынков стран АТР, исследований, которых сегодня достаточно мало.

Подводя итог, можно заметить, что, несмотря на выгоды от потенциального размещения ценных бумаг на азиатских биржах, основные риски для компаний кроются в сфере внешнеполитических взаимодействий. Отсюда следует, что первыми на азиатские биржи будут пробовать выйти крупные отечественные корпорации с государственным участием или компании, предполагающие тесное сотрудничество с китайскими компаниями. Размещение же ценных бумаг на рынках стран АТР продиктовано для них не столько насущной потребностью в денежных средствах, сколько соответствием внешнеполитическому вектору страны. Это значит, что параметры размещений не будут так важны, как последствия размещений, которые можно будет использовать при давлении на зарубежных контрагентов, в частности Европу или Украину. Соответственно ряд юридических проблем также будет решен достаточно быстро, однако массовой эмиссии на азиатские биржи ожидать в ближайшем будущем не следует. В то же время если политическая обстановка изменится, то инвестиционные программы могут быть резко сокращены.

## ***2.2 Результаты, достигнутые российскими компаниями по привлечению капитала в странах АТР***

Как мы уже выяснили, развитие сотрудничества начинают крупные отечественные компании топливно-энергетического и металлургического секторов. В данной части работы мы рассмотрим реализованные данными компаниями программы по привлечению средств и их потребности в выходе

на финансовые рынки стран АТР. Надо сказать, что прямого выхода на азиатские биржи еще не было, однако привлечение капитала от стран АТР через выпуск ЦБ происходило при помощи иных механизмов.

Наиболее важным шагом в данном направлении мы считаем размещение евроиенных облигаций Газпромом в 2007 году в рамках программы привлечения 15 млрд. USD. Компания Газпром разместила 3-х летние и 5-летние облигации на общую сумму в 50 млрд. JPY. Трехлетние облигации были на сумму 20 млрд. JPY, 5-летние – 30 млрд. JPY. Размещение происходило при участии Citigroup (Nikko Citi), Mizuho, Societe Generale. Механизм размещения предусматривал оффшорную схему через SPV «Gaz Capital SA». Размещение ценных бумаг происходило через Ирландскую фондовую биржу. Заем предусматривает выплаты полугодовых купонов, ставка составила 2,63% годовых по 3-хлетним облигациям и 2,89% годовых по 5-летним. Размещение было окончено 31.10.2007. Курс JPY/USD составлял около 110 иен за долл. Рейтинг эмиссии по S&P – «BBB», по Fitch - «BBB-». Номинал облигаций – 100 млн. JPY.<sup>31</sup> Облигации были размещены по номиналу. Активных торгов по ним сейчас нет, инвесторы наиболее вероятно держат их до погашения. Данный выпуск обеспечен будущей выручкой Газпрома от продажи газа. По оценкам специалистов Газпром мог бы не размещать 3-х летние облигации, сделав весь выпуск сроком на 5 лет.

Данный выпуск отчасти подтверждает выводы, сделанные нами в предыдущей части. Газпром осуществил пробный выпуск скорее для проверки, нежели чем для существенного привлечения средств. Инвесторы в данные бумаги держат их до погашения, и они практически не торгуются. Ставки привлечения низкие – для сравнения ставки в рамках того же займа, но в других валютах составляли от 6% до 8% годовых при тех же параметрах

---

<sup>31</sup><http://www.cbonds.ru>

начисления купона. Этот шаг открыл компанию Газпром для стран АТР.

Второй важный шаг, не отразившийся в выпуске ценных бумаг, но существенный с точки зрения развития отношений с дальневосточными соседями – это строительство восточного нефтепровода ВСТО. Проект нефтепровода Восточная Сибирь—Тихий океан (ВСТО) появился в результате объединения в мае 2003 года проектов трубопроводов Ангарск—Дацин, разработанного НК ЮКОС, "Транснефтью" и Китайской национальной нефтяной компанией (CNPC), и Ангарск—Находка — идеи "Транснефти". Общая мощность ВСТО должна составить 80 млн. т в год, длина — 4,13 тыс. км. Заполнить трубопровод должны месторождения Восточной Сибири. Российские чиновники также неоднократно уверяли, что будет построено ответвление от трубы ВСТО, по которому в Китай пойдет до 30 миллионов тонн нефти. Маршрут проекта подвергался критике, однако на сегодняшний день он согласован. Частично существует проблема наполнения трубопроводов, однако специалисты Транснефти утверждают, что они будут в состоянии загрузить мощности. ВСТО рассчитан не только на Китай, но и на другие страны АТР (Южную Корею и Японию). Не вдаваясь в подробности маршрута можно, однако, смело заявить, что строительство магистрали изначально предполагало зарубежное финансирование. Поэтому в кредите на 25 млрд. USD для Транснефти и Роснефти нет ничего неожиданного. Достижение договоренностей о долгосрочных поставках российской нефти в КНР – большой плюс для проекта «Восточная Сибирь – Тихий океан». Такая идея изначально закладывалась в проект. За время строительства первой очереди «Транснефть» произвела большие затраты. Поэтому средства, полученные в обмен на поставки сырья, транспортной компании необходимы, в том числе на реализацию будущих проектов. Что касается «Роснефти», то, очевидно, основная часть денег пойдет на



погашение долгов компании.<sup>32</sup>

Кредит – один из возможных механизмов по реализации ВСТО, однако не единственный – размещение акций Роснефти или выпуск облигаций, обеспеченный будущими поставками, вполне возможно будет не менее эффективным. Поэтому данный трубопровод можно рассматривать как базис для начала операций заимствования на финансовых рынках АТР и на организацию эмиссий в частности. Отношение властей к трубопроводу и договоренности относительно этого проекта являются индикатором внешнеполитического вектора для любой компании, предусматривающей в среднесрочных планах выход на азиатские рынки.

Помимо ВСТО есть и другие проекты. Например, первый в России завод по производству сжиженного природного газа, построенный на Сахалине, начал поставки в Японию. Из порта Пригородное в эту страну отправился танкер "Энерджи фронтьер", на борту которого - более 140 тыс. куб. м углеводородного сырья. Япония стала первой страной, куда пошел сахалинский газ. Он также будет поставляться в Южную Корею и США. Завод по производству СПГ был открыт в рамках международного проекта "Сахалин-2" по освоению месторождений на шельфе острова. В нем участвуют голландско-британский концерн "Шелл" и японские компании "Мицуи" и "Мицубиси". Надо сказать, что на Сахалине более 100 совместных российско-японских предприятий. Эта сфера отношений также может стать отличным драйвером для волны размещений акций совместных компаний на биржах АТР.

Российские инвестиционные компании также привлекают азиатских инвесторов. Пионером в этом направлении выступила Тройка-Диалог, которая в мае 2008 года запустила совместно с банком Shinsei ПИФ для

---

<sup>32</sup> <http://www.vstoneft.ru>

японских инвесторов, а также фонд прямых инвестиций Russia New Growth Fund, созданный совместно с сингапурским инвестиционным холдингом Temasek. «Troika Shinsei Russia Fund» инвестирует в хорошо диверсифицированный портфель бумаг российских эмитентов, обладающих высокой ликвидностью и потенциалом роста. Котировки фонда упали с момента начала кризиса более чем в 5 раз, но за последние 3 месяца выросли уже более чем на 25%. Данные о состоянии фонда доступны на сайте группы компаний Shinsei<sup>33</sup>.

Помимо нефтяных компаний инвестиции из стран АТР привлекались строительными компаниями для проведения олимпиады в Сочи. Россия и Япония пытались создать совместный многоцелевой фонд инвестиций. Однако в результате кризиса процесс замедлился. Сотрудничество в этом направлении есть и с Китаем. По данным China quality news network, в конце ноября в Россию было поставлено 7 300 тонн китайского портланд-цемента.

Несмотря на то, что существует немало совместных предприятий со странами АТР, большинство из них касаются совместных видов бизнеса и остаются предприятиями средней капитализации. Крупных же инвестиционных проектов со странами АТР пока нет, но возможно их появление – дело ближайшего будущего. Российские компании начали обращать внимание на азиатских инвесторов в период ухудшения макроэкономической конъюнктуры на западе и затруднениями с получением заимствований. Сегодня же сформирован базис для расширения взаимоотношений, в том числе и для привлечения капитала.

---

<sup>33</sup> [www.shinsei-investment.com](http://www.shinsei-investment.com).

## **Глава 3. Анализ российской практики выпуска и обращения ценных бумаг на фондовых площадках стран азиатско-тихоокеанского региона**

### ***3.1 Определение стратегии выхода на фондовый рынок АТР для российского эмитента***

В двух первых главах были рассмотрены особенности финансовых рынков стран АТР и факторы, определяющие необходимость и возможность такого выхода. При условии, что эмитент собирается размещать ценные бумаги на финансовых рынках стран АТР, ему необходимо разработать стратегию выхода на данные рынки. Следует иметь не просто концепцию выхода на рынок ценных бумаг, но полноценную стратегию, которая предусматривает общий план действия по новым размещениям. Эта стратегия должна соответствовать экономическим планам и реалиям предприятия.

Перед началом разработки стратегии выхода на рынок стран АТР очень важно определиться с внешнеполитической и макроэкономической конъюнктурой России по отношению к региону. В настоящее время между странами региона существует объективное усиливающееся противоречие, которое может оказать влияние на результат эмиссии. Это противоречие между Китаем и поддерживаемыми западом странами: Тайванем, Южной Кореей и Японией. В период бурного роста региона проблемы не были заметны, однако в условиях мирового кризиса и усилением напряженности в регионе все более заметно обострение отношений. Это может привести к проблемам, связанным с планируемыми размещениями и партнерствами. Для отечественного эмитента это означает, что нельзя размещаться одновременно на всех биржах региона и при выборе между биржами следует автоматически иметь в виду, что от определенной группы инвесторов он отказывается самим

фактом размещения бумаг на одной из бирж группы АТР. Кажется, что проекты аналогичные ВСТО являются выгодными для всех стран региона, однако это поверхностное суждение. Россия сегодня соблюдает нейтралитет, который наиболее вероятно склонится в сторону Китая в будущем. Поэтому биржевой площадкой для размещения бумаг, ориентированных на китайских инвесторов, должен стать Гонконг или Сингапур. Японских инвесторов лучше привлекать на Токийской или Корейской биржах.

Разработка стратегии включает в себя ряд стандартизированных шагов. Во-первых, необходимо определить потребность в финансовых ресурсах у эмитента. Эта потребность определяется исходя из стратегии развития предприятия, запланированных проектов. В том случае, если эмитент собирается разместить свои бумаги на биржах стран АТР лучше всего, если его бизнес или текущий проект будет непосредственно связан с компанией из стран АТР, поскольку выпуск ценных бумаг будет способствовать продвижению его продукции в эти страны или, наоборот, проще будет наладить связи с поставщиками. В основном страны АТР нуждаются в топливных ресурсах, рудах черных и цветных металлов и древесине, поэтому наилучшие перспективы у предприятий соответствующих отраслей. Надо заметить, что в последнее время растет спрос на продукцию первичной переработки, а не на необработанное сырье. Так, китайские компании потребовали недавно от лесопромышленников стандартизировать поставляемый кругляк, обрабатывая его на месте. Главным достоинством в данном случае для эмитента будет приток валюты, которая наиболее вероятно будет потрачена на приобретение товаров или оборудования стран АТР.

Следующий шаг – это учет потребностей потенциальных инвесторов. Эмитент более детально изучает особенности инвестиционного процесса

страны. В нашем случае эмитент должен быть готов предложить азиатским инвесторам возможность долгосрочных инвестиций, которые позволят им получить основную прибыль в перспективе. Если анализировать заем Газпрома, то за счет роста курса иены ставка в долларах составила около 7%. Если брать рублевый эквивалент – ставка будет еще выше из-за существенного роста курса доллара. Инвесторы ожидали прибыль не столько от текущей ставки процента, сколько за счет укрепления национальной валюты. Именно поэтому они предпочитали более длинные сроки. Если же мы собираемся размещать акции, то нужно учитывать заинтересованность потенциальных приобретателей в решениях принимаемых руководством компании и возможности частичного контроля, который инвесторы предпочтут высоким дивидендам.

После того, как будут определены цели и потенциальные инвесторы, нужно определиться с набором инструментов, задействованных в финансировании. Наилучшим решением будет первоначально размещать в странах АТР облигации. Это обусловлено рядом причин. Во-первых, поскольку у России пока нет однозначных планов сотрудничества со странами АТР, облигационные займы позволят профинансировать среднесрочные совместные проекты. Во-вторых, акционирование должно предусматривать возможное изменение контроля над предприятием, что не является проблемой, однако не всегда соответствует российской модели ведения бизнеса. После дебютных выпусков обыкновенных облигаций можно выпускать конвертируемые облигации или депозитарные расписки на акции. В случае, если Китай будет модифицировать свое законодательство для возможности размещения на китайских биржах иностранных ценных бумаг, наиболее быстро изменения могут коснуться именно рынка долговых инструментов. В Корее на сегодняшний день существует возможность

размещения депозитарных расписок на облигации. Акции более целесообразно выпускать совместным предприятиям, желательно с существенной долей иностранного капитала – в таком случае это благоприятно для развития такой компании.<sup>34</sup>

После определения ценных бумаг нужно определиться с параметрами выпусков. Поскольку азиатские валюты имеют тенденцию к укреплению целесообразно выпускать бумаги с плавающими ставками. Если эмитент заинтересован в крупных инвесторах, то ему рекомендуется предпочесть больший номинал, в случае же, когда мы ориентируемся на более мелких инвесторов, номинал должен быть меньше. Стоит, однако, заметить, что однозначной взаимосвязи между данными параметрами нет.

После этого нужно составить эмиссионную программу, в которой зафиксировать полученные выводы и определиться с кругом компаний, которые будут входить в синдикат андеррайтеров, определить потенциального менеджера синдиката и букранера. Затем с ведущим андеррайтером уже согласовывать параметры эмиссии и лучшее время выхода на биржи. Здесь важна специфика работы на рынках стран АТР и опыт эмиссии ценных бумаг в регионе. Принципиально важна репутация фирмы и длительность ее деятельности, круг партнеров.

Существует несколько способов выбора эмитента для бумаг. Это может быть сама компания, одна из дочерних компаний холдинга и специально созданная компания. Для выпуска ценных бумаг на рынки АТР лучше предпочесть последний вариант в силу того, что так проще согласовать стандарты отчетности и снизить издержки на предоставление информации. К тому же в ряде стран АТР требуется наличие в совете директоров-резидентов. Так или иначе, при помощи специально созданного

---

<sup>34</sup> Силантьева. Е. А. Новые индустриальные страны и вывоз капитала.

юридического лица сделать это проще. Минусом такого подхода будет, скорее всего, более низкий рейтинг.

Большинство российских компаний, которые могут рассматривать выход на рынки стран АТР в среднесрочной перспективе, вероятнее всего имеют инвестиционный рейтинг. Определением рейтинга выпуска должно заниматься международное агентство, однако если у выпуска будет еще и рейтинг национального агентства, это будет дополнительным плюсом. В любом случае рейтинг в странах Азии играет не столь важную роль, как на западе, и поэтому не стоит слишком много внимания уделять рейтингу при планировании размещения. Достаточно представлять, к какой инвестиционной группе относится актив.

Необходимо предусмотреть все юридические последствия выпуска ценных бумаг в странах АТР. Стратегия выхода на рынок АТР должна учитывать всевозможные ограничения законодательства, чтобы избежать ненужных проволочек. Руководством в будущем будут международные договоры, а поскольку они носят общий характер, то необходимо обезопасить инвестора от трудностей, связанных с налогообложением, а также дать дополнительные гарантии. Не исключено, что при выпуске могут потребоваться государственные гарантии, которые может позволить себе не всякий эмитент. Поэтому необходимо заблаговременно предусмотреть такие возможности.<sup>35</sup> При работе со странами АТР очень существенную роль играет репутация, поэтому необходимо работать через известные структуры. «Внешторгбанк», планирующий открыть офисы в Китае, или крупный банк-партнер из стран АТР (Bank of China) наиболее предпочтительные кандидаты на участие в процессе андеррайтинга.

При планировании эмиссии необходимо постоянно участвовать в

---

<sup>35</sup> Делягин М. Г. Мировой кризис: Общая теория глобализации: курс лекций

различных совместных мероприятиях, проводимых Россией и странами АТР, быть спонсором инвестиционных форумов. Во время организации Road-show целесообразно раскрывать свои намерения в контексте макроэкономической политики Российских властей и упирать на долгосрочное сотрудничество, в том числе и в области инвестиций. Еще в ноябре 2006 года на выставке в центре международной торговли в Пекине был представлен рекламный буклет Газпромбанка, хотя возможные размещения начнутся не ранее 2010 года. Тем крупным компаниям, которым может понадобиться выходить на азиатские рынки, нужно уже сейчас внимательно присматриваться к событиям, происходящим вокруг региона, и проявлять активность в организации совместных мероприятий или активно участвовать в деловых форумах.

В общих чертах стратегия выхода на азиатский рынок видится нам следующим образом. Российская компания собирается сотрудничать с одной из стран АТР и запускает проект, ориентированный на данную страну, выпуская под этот проект ценные бумаги. Первоначально размещаются облигационные выпуски в валюте выбранной страны АТР. Объем выпуска сравнительно небольшой, поскольку целью является кредитная история. Лучше всего, если это облигации обеспеченные будущими поставками или государственными гарантиями РФ. Через год-два компания начинает более масштабную эмиссию и выпускает более сложные инструменты – конвертируемые облигации или депозитарные расписки. За это время в выбранной стране уже сформировался определенный круг инвесторов, которые готовы держать позиции в данной бумаге. После этого можно считать компанию успешно осуществившей выход на азиатскую фондовую площадку.



### ***3.2 Рекомендации по планированию размещений с учетом сложившихся мировых тенденций***

В данной части мы рассмотрим более детально наиболее вероятные варианты размещений ценных бумаг на фондовых биржах стран АТР. Мы рассмотрим варианты размещения акций и облигаций.

Ранее мы уже описывали преимущества выпуска облигаций на рынки стран АТР для компании. Теперь же предположим, что компания уже определилась с параметрами займа и собирается выпустить облигационный транш для финансирования среднесрочного проекта. В этом случае следует учитывать текущую конъюнктуру, поскольку на ряде бирж в конце 2008 года объемы размещенных облигаций сильно снизились. Наиболее активно торги облигациями ведутся на Корейской, Сингапурской и Шанхайской фондовых биржах, поэтому целесообразно рассматривать данные биржи как основные для эмиссии. Сингапурская биржа требует от эмитента листинга в секторе акций. Облигации желательно обеспечивать будущими доходами фирмы. На Корейской бирже есть возможность использовать депозитарные расписки на облигации, что существенно упрощает процедуру. В Китае же обращаются в основном государственные облигации, поэтому для выпуска бумаг там требуется соответствующая корректировка законодательства Китая, которая, скорее всего, последует в ближайшем будущем. Заем может быть существенным и финансировать значительную долю проекта. Суммы займа должны быть примерно на 5-25 млрд. USD, однако рекомендуется разбивать его на ряд траншей. Если нормой считать 3-4 транша, то здесь следует выпускать 6-8 траншей, причем желательно использовать длинные сроки (6-7 лет). Купонные облигации предпочтительнее дисконтных. Облигации должны быть в валюте страны АТР или привязаны к другим экономическим показателям, например, ценам на нефть или металлы. Этого можно достичь

путем введения плавающей процентной ставки. Эмитент должен хеджировать валютный облигационный займ валютными контрактами в той мере, в которой его выплаты не покрывает валютная выручка эмитента. Ставки в определенных нами странах АТР высокие только для Кореи – 3-летние государственные облигации дают 4% годовых, 5-летние – 4,78%, поскольку эмитенту даже высокой надежности потребуются их превысить, то придется брать плавающую ставку, которая на момент размещения составит около 7%.<sup>36</sup> Ставка по пятилетним госбумагам Китая 2,5%, а в Сингапуре - 1,33%. Это значит, что реальные размещения пройдут по 3-4%.

Эмитент также может рассмотреть Токийскую биржу, однако оборот с облигациями в последнее время там значительно упал в связи с кризисом. С одной стороны - это отличный шанс войти в небольшой круг инструментов доступных инвесторам, с другой придется жестко конкурировать.

После выхода небольшого займа и формирования истории эмитента на одной из азиатских бирж, эмитент должен перейти к следующей стадии - эмиссии акций/депозитарных расписок или выпуска облигаций с возможностью конвертации. Для размещений акций лучше всего подходят Сингапурская и Гонконгская биржи, однако в случае, если в Китае изменится законодательство, то можно будет рассматривать китайские биржи. Пока же «воротами в Китай» будем считать Гонконг.

Акции или депозитарные расписки должны быть номинированы в валюте страны АТР и выплаты по ним также должны происходить в местной валюте или в долларах, но в условиях нестабильности первое предпочтительнее. Естественно ряд крупных предприятий, которые рассчитывают сегодня на выход, должны очень аккуратно рассматривать такого рода эмиссии с точки зрения корпоративного законодательства.

---

<sup>36</sup> <http://www.bloomberg.com>

Объем эмиссии должен быть в районе 20 млрд. USD. Ориентировочно сроки возможного выхода 2012-2013 год. При активном сотрудничестве с Китаем предпочтителен Гонконг, при работе с блоком Корея/Япония/Тайвань – Сингапур. В Сингапур в любом случае придется выходить через специально созданное юридическое лицо, в составе директоров которого будут резиденты Сингапура, что же касается Гонконга, то подобный подход также может быть принят. В отличие от облигаций при эмиссии придется обеспечивать высокие доходы, поскольку чтобы быть привлекательным инструментом для китайских инвесторов акции отечественных компаний должны по доходности быть сопоставимы с компаниями стран АТР. И вот если в Японии или Сингапуре это не так трудно, то в Гонконге придется использовать значительные размеры дивидендов. В противном случае Гонконг станет еще одной площадкой, на которой российские спекулянты будут хеджировать свои вложения в отечественные бумаги.

Интересна возможность конструирования сложных облигаций, предусматривающих конвертацию в будущем или привязку к индексам или ценам на энергоносители. Если мы говорим о конвертации, то это должна быть небольшая доля - менее 10% капитала компании. Если же планируем привязку к индексу, то, скорее всего, это должен быть индекс ММВБ или отраслевой индекс РТС соответствующего направления. Конструировать такой инструмент придется при помощи инструментов срочного рынка ММВБ или FORTS. Отличным вариантом будет привязка к индексу MSCI. Из энергоносителей можно предпочесть цены на Brent, а также, если к этому времени будут развиваться соответствующие направления, цены на Urals или газ. Обеспечение будущими поступлениями по основной деятельности или проекту имеет смысл сделать основой для гарантий инвесторам и для высокого рейтинга.

В процессе развития отношений со странами АТР будут совершенствоваться механизмы, способствующие размещению ценных бумаг отечественных эмитентов на биржах стран АТР. После нескольких размещений крупных отечественных компаний можно будет детально проанализировать полученный опыт и использовать его для разработки стандартов эмиссии на азиатских рынках для отечественных компаний. Пока же мы сформулировали рекомендации по планированию размещений в рамках текущей мировой конъюнктуры.

## **Заключение**

В рамках работы мы последовательно рассмотрели возможности и проблемы выхода российских компаний на финансовые рынки стран АТР. В рамках первой главы мы последовательно исследовали особенности развития стран АТР, характерные черты для инвесторов в странах АТР и требования к размещению ценных бумаг на биржах региона. Мы пришли к выводу, что регион обладает значительным экономическим потенциалом, однако ориентирован на морскую торговлю с США, поэтому существуют трудности с укреплением экономических связей со странами АТР. Также регион испытывает дефицит энергоресурсов, поэтому отношения с Россией также будет строиться в ключе поставок сырья. Мы рассмотрели основные свойства инвесторов, главными из которых является тесное экономическое сотрудничество и более длинные горизонты инвестирования, а также интерес к крупным пакетам, дающим возможность управления компанией. Также мы определили, что наиболее подходящими биржами для размещения российских ценных бумаг являются Гонконгская, Сингапурская, Корейская и Токийская фондовые биржи.

Многие российские компании уже сегодня рассматривают возможность выхода на фондовые площадки стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Преимущества данного решения основываются на диверсификации направлений экспорта, снижении валютных рисков, установлении тесного экономического сотрудничества со странами АТР, возможностях привлечения долгосрочных инвестиций. Среди негативных факторов стоит отметить недостаточно развитую инфраструктуру на Дальнем Востоке, требующую крупных капиталовложений, внутренние противоречия между странами АТР, отсутствие законодательной инфраструктуры и международных договоров для более быстрого развития сотрудничества. Одной из первых и достаточно успешных попыток по привлечению капитала в странах АТР был, в частности, выпуск Газпромом евроиенных облигаций.

При выходе на финансовые рынки стран АТР отечественные компании должны разработать определенную стратегию. Существуют также особенности, которые необходимо учитывать при конструировании финансовых инструментов. Компания должна выпускать бумаги, привязанные к денежным потокам от совместных проектов со странами АТР или проектов ориентированных на потребителей из этих стран. Также рекомендуется начать выход с размещения облигаций и только после этого переходить к размещению акций. Если российская компания ориентируется на Китай, то для размещения стоит предпочесть Гонконгскую биржу, если же Японию или Корею – Сингапур либо соответственно национальные биржи этих стран. Также при разработке необходимо учитывать политический вектор российских властей на Дальнем востоке.

Следует сказать, что выход на рынки стран АТР в ближайшее время будет интересен ряду крупных российских компаний сырьевого и металлургического секторов. Однако настоящий момент больше подходит для разработки стратегических планов, чем тактических действий, поскольку в условиях мирового кризиса условия выхода могут оказаться крайне невыгодными для российских эмитентов из-за негатива на сырьевых рынках. Компаниям следует внимательно относиться к политическим заявлениям руководств России и стран АТР. Требуется также корректировка законодательства, в частности введение поправок в «Закон о рынке ценных бумаг», «Закон об акционерных обществах», «Закон о защите прав и интересов инвестора на рынке ценных бумаг», разработка специальных актов, посвященных российским депозитарным распискам. Помимо этого важно расширение международных договоренностей в сфере инвестиций в форме соглашений и различного рода преференций азиатским компаниям путем подписания договоров о поставках на длительные сроки, а также актов, связанных с дополнительной защитой азиатского капитала. Такого рода действия должны стать основой для активного привлечения российскими эмитентами капитала из стран АТР.

## Список литературы

1. Население и глобализация / под. Общ. Ред. Н.М. Римашевской; РАН. Ин-т социально-экономических проблем народонаселения. – 2. Изд. – М. Наука, 2004. – 323 стр.
2. Россия в Азии: проблемы взаимодействия. / под ред. К.А. Кокарева; Российский институт стратегических исследований. – М., 2006. – 439 стр.
3. Быстрицкий С. П. - Россия-Северо-Восточная Азия- Дальневосточный экономический мост на рубеже эпох / Ин-т экономики переходного периода. – М. : ИЭПП, 2007. – 299 стр.
4. Горюнова Н. П. - Финансовые кризисы на развивающихся рынках / РАН. Дальневосточное отделение. Ин-т экономических исслед. –М. Наука, 2006. – 26 стр.
5. Делягин М. Г. - Мировой кризис: Общая теория глобализации: курс лекций / Ин-т проблем глобализации .- М: ИНФРА-М, 2003 – 768 стр.
6. Константинов Ю. А., Ильинский А. И. - Финансовый кризис: причины и преодоление.- М. Финстатинформ, 1999. – 157 стр.
7. Костюнина Г. М. - Азиатско-тихоокеанская экономическая интеграция / МГИМО – М. РОССПЭН, 2002 . – 208 стр.
8. Потапов М. А. - Внешнеэкономическая модель развития стран Восточной Азии. М. Международные отношения, 2004 .-240 стр.
9. Пузановский А. Г. - Государственное регулирование в условиях модернизации азиатских стран / А.Г.Пузановский,А.П.Морозов .— Кострома : Костромаиздат-850, 2002 .— 255стр.
- 10.Рубцов Б. Б. - Современные фондовые рынки : Учебное пособие / ФА при Правительстве РФ; Ин-т мировой экономики и междунар. отношений РАН; Инвестиционная компания "Еврофинансы" .— М. : Альпина Бизнес Букс, 2007 .— 925с.
- 11.Стиглиц Дж. Ю. - Глобализация: тревожные тенденции пер. с англ. М. : Мысль, 2003, 304 стр.

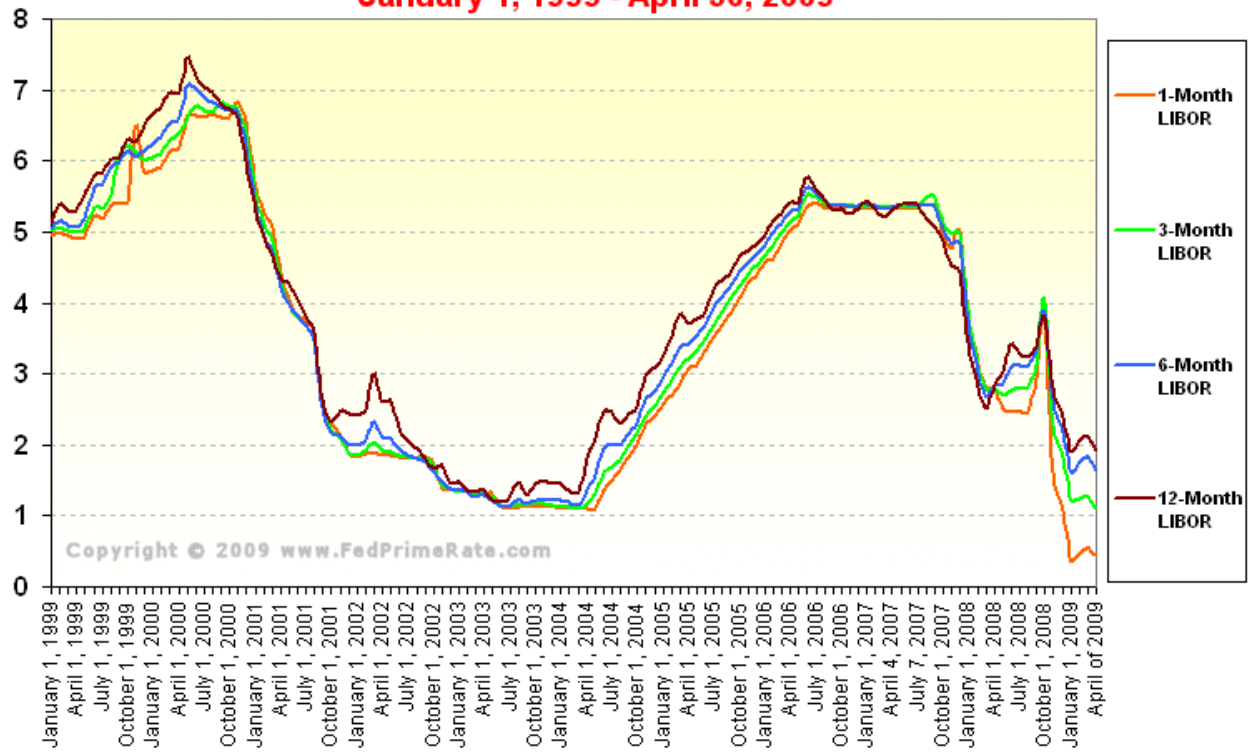
- 12.Суэтин А. А. - Международный финансовый рынок. / Финансовая акад. При Правительстве РФ. – М. : КНОРУС, 2007. – 264 стр.
- 13.Федотов В. П. - Становление и развитие восточноазиатского сообщества как интеграционного объединения в АТР. / Российский институт стратегических исследований.-М. РИСИ, 2006 г.
- 14.Шанин В. А. - Юго-Восточная Азия: Тайланд. Бирма. Лаос. Вьетнам. Камбоджа. Малайзия. Сингапур. Индонезия. / Под общ. Ред. Кусого И. А. – М. : Вокруг света 2005 . -724 стр.
- 15.Силантьева Е. А. - Новые индустриальные страны и вывоз капитала : Дис. . канд. экон. наук / Финансовая академия при Правительстве РФ .— М. : Б.и., 1998 .— 173 стр.
- 16.Генкин А. С. - Резервная валюта: от мировой к региональным // Бизнес и банки .— Б.м. — 2008 .— Апрель.-№ 14 .— С.4-7.
- 17.Завадский М. - Восточный экспресс // Эксперт .— Б.м. — 2008 .— 4-10 февраля.-№ 5 .— С.42-48.
- 18.Завадский М. - Китайская финансовая стена // //Эксперт .— Б.м. — 2009 .— № 7.-С.48-49.
- 19.Завадский М. - Проблема-2009 // Эксперт .— Б.м. — 2008 .— 20-26 октября.-№ 41 . .— С.52-54
- 20.Моисеев И. У. - стран Азии будет свой евро // Известия .— Б.м. — 2005 .— 24 октября.-N 192.-Деньги .— С.10.
- 21.Салицкий А. И. - Новый лидер мировой экономики // Вестник РАН .— Б.м. — 2008 .— Том 78, № 3 .— С.264-270.
- 22.Семеко Г. В. - Кредитно-финансовый сектор стран Азии // Вестник АРБ .— Б.м. — 2008 .— Август.-№ 16 .— С.47-53.
- 23.Троекурова И. С. - Зоны экономического роста и интеграция стран Юго-Восточной и Северо-Восточной Азии // Вестник Моск. ун-та; Сер. 6: Экономика .— Б.м. — 2007 .— N 4 .— С.16-39.
- 24.Романюк В. - Мифы и реалии «китайского чуда». Как вести бизнес с китайцами // Известия – 2002 – 464 стр.



25. <http://vstoneft.ru/> (о проекте ВСТО)
26. <http://www.tse.or.jp/english/> (Tokyo stock exchange – Токийская фондовая биржа)
27. <http://www.krx.co.kr/> (Korea Exchange – Фондовая биржа Кореи)
28. <http://www.ses.com.sg/> (Stock exchange of Singapore – Сингапурская фондовая биржа)
29. <http://www.hkex.com.hk/> (Hong-Kong stock Exchange – Гонгконгская фондовая биржа)
30. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> (Сайт ЦРУ)
31. <http://www.rg.ru> (Сайт «Российской газеты»)

## Приложение 1

### History of The LIBOR Rates January 1, 1999 - April 30, 2009



## Приложение 2

Затраты на размещение ценных бумаг на Токийской фондовой бирже		
Пошлина на проведение экспертизы	2 млн JPY	
Первоначальный взнос на листинг	1 млн JPY	
Плата за IPO	Объем размещения*0,0009% за IPO	
	Объем размещения*0,0001% за SPO	
Ежегодный платеж	Капитализация компании	Платеж
	5 млрд JPY и менее	480 тыс JPY
	от 5 млрд JPY до 25 млрд JPY	1,2 млн JPY
	от 25 млрд JPY до 50 млрд JPY	1,92 млн JPY
	от 50 млрд JPY до 250 млрд JPY	2,64 млн JPY
	от 250 млрд JPY до 500 млрд JPY	3,36 млн JPY
	более 500 млрд JPY	4,08 млн JPY

Затраты на размещение ценных бумаг на Гонконгской фондовой бирже			
Объем привлеченных средств (HKD млн)	Размер первоначального взноса (HKD тыс)	Номинал размещенных ценных бумаг (млн HKD)	Размер ежегодной платы за листинг (тыс HKD)
Менее 100	150	Менее 200	145
200	175	300	172
300	200	400	198
400	225	500	224
500	250	750	290
750	300	1	356
1	350	1,5	449
1,5	400	2	541
2	450	2,5	634
2,5	500	3	726
3	550	4	898
4	600	5	1,069,000
5	600	Более 5	1,188,000
Более 5	650		