

**Б.Б.Рубцов ©**

## **Фондовый рынок КНР (опубликовано в ж. «Вестник НАУФОР» №12 2008 и №2 2009)**

*Рынок ценных бумаг современной КНР начал формироваться с начала 1980-х годов. До конца десятилетия он был представлен в основном государственными облигациями. С конца 1980-х годов появляются первые акции. В 1990 и 1991 гг. в Китае начали функционировать две фондовые биржи - Шанхайская и Шэньчжэньская, на которых совершаются практически все сделки с акциями и значительная часть - с облигациями. Капитализация китайских компаний повысилась с 41 млрд долл. в конце 1993 г. до 4479 млрд долл. в конце 2007 г. ( 2275 млрд долл. в августе 2008 г.) Количество листинговых компаний приблизилось к 1600. По количеству владельцев акций (141 млн брокерских счетов в начале 2008 г.) Китай уже обогнал США (91 млн). По размеру задолженности по облигациям (1725 млрд долл. в конце 2007 г.) Китай занимает первое место среди всех формирующихся рынков.*

*На протяжении более 20 лет Китай демонстрировал самые высокие темпы роста экономики (в среднем 9,5% в год), благодаря чему уже в 90-е годы по величине ВВП, рассчитанному по паритету покупательной способности, вышел на второе место в мире, обогнав Японию. В немалой степени впечатляющим успехам способствовала политика поощрения иностранных инвестиций и либерализация внешнеторгового режима. Тем не менее, финансовый сектор, в том числе рынок ценных бумаг, оставался особой зоной, в значительной мере закрытой для иностранцев, жестко регулируемой государством.*

### **Рынок акций**

В 1983 г. Waо-an County Joint Investment Company с целью привлечения капитала выпустила документы, которые она назвала акциями. Первая настоящая акционерная компания появилась в Пекине в 1984 г. - торговое предприятие (универмаг) Tianqiao Department Store Co. Ltd. Акционерами могли стать лишь работники универмага. Эти бумаги напоминали акции трудового коллектива, выпускавшиеся в конце 80-х в СССР.

В том же году возникла первая публичная компания - Shanghai Feilo Acoustics Co. Ltd. За период с 1984 по 1989 г. путем акционирования предприятий возникли тысячи акционерных обществ (70-80% эмиссии пришлось на конвертацию стоимости активов в акции и лишь немного получено в результате привлечения капитала). Большая часть акций была предназначена для родственников (технологически связанных) компаний и служащих, менее 2% эмиссий носили характер публичной подписки.

Например, в Шанхае к 1990 г. было проведено 1250 закрытых и только 11 публичных подписок.

Торговля акциями была поначалу запрещена, что затрудняло их размещение. Однако постепенно стал развиваться вторичный рынок. Чтобы упорядочить торговлю ценными бумагами, правительство в 1989 г. приняло постановление о создании фондовых бирж. Шанхайская фондовая биржа (SHSE) открылась в декабре 1990 г., Шэньчжэньская (SZSE)<sup>1</sup> - в апреле 1991 г.

За свою короткую историю китайский рынок пережил несколько бумов и кризисов. Когда в 80-е годы акции впервые появились в Китае, население поначалу не проявило к ним большого интереса. После нескольких лет вялой торговли в конце 80-х годов рынок в Шанхае и Шэньчжэне в начале 90-х пережил период лихорадки. Акции было мало, а платежеспособный спрос по мере роста благосостояния населения увеличивался, что и вызвало ажиотаж. Цены росли день ото дня. Цена некоторых акций превысила номинал в 100 раз, а коэффициент P/E достигал у отдельных компаний 1000!<sup>2</sup> И это при очень скромных дивидендах<sup>3</sup>. Население покупало акции везде. Рынок приобрел абсолютно стихийный и неуправляемый характер. Книжки, посвященные торговле акциями, превратились в бестселлеры, лекции по инвестициям собирали полные залы. Первый обвал на рынке произошел во второй половине 1990 г.

Для упорядочивания рынка акций и было принято решение о создании фондовых бирж: Шанхайской и Шэньчжэньской. Уличная торговля акциями была запрещена.

В 1991 г. вновь начался рост, который совпал с новым этапом создания акционерных обществ. В августе 1993 г. цены в Шанхае и Шэньчжэне достигли максимума, а затем снова произошел обвал. Лишь в начале 1996 г. они превзошли докризисный уровень. В целом за 90-е годы 18 раз отмечены случаи изменения индекса акций Шанхайской фондовой биржи на 15% за день. Рынок продолжает сохранять высокую волатильность и сейчас, свойственную, впрочем, всем формирующимся рынкам. 2002 г. китайский рынок (Шанхайская фондовая биржа) закончил с падением на 18% по сравнению с 2001 г., 2003 г. был завершён с небольшим ростом в 10%. В 2004-2005 гг. падение вновь возобновилось (*табл.1, рис.1*). В результате значение основного индекса Шанхайской фондовой биржи в конце 2005 г. было в два раза ниже, чем в 2000 г.

*Таблица 1*

### **Основные показатели рынка акций КНР**

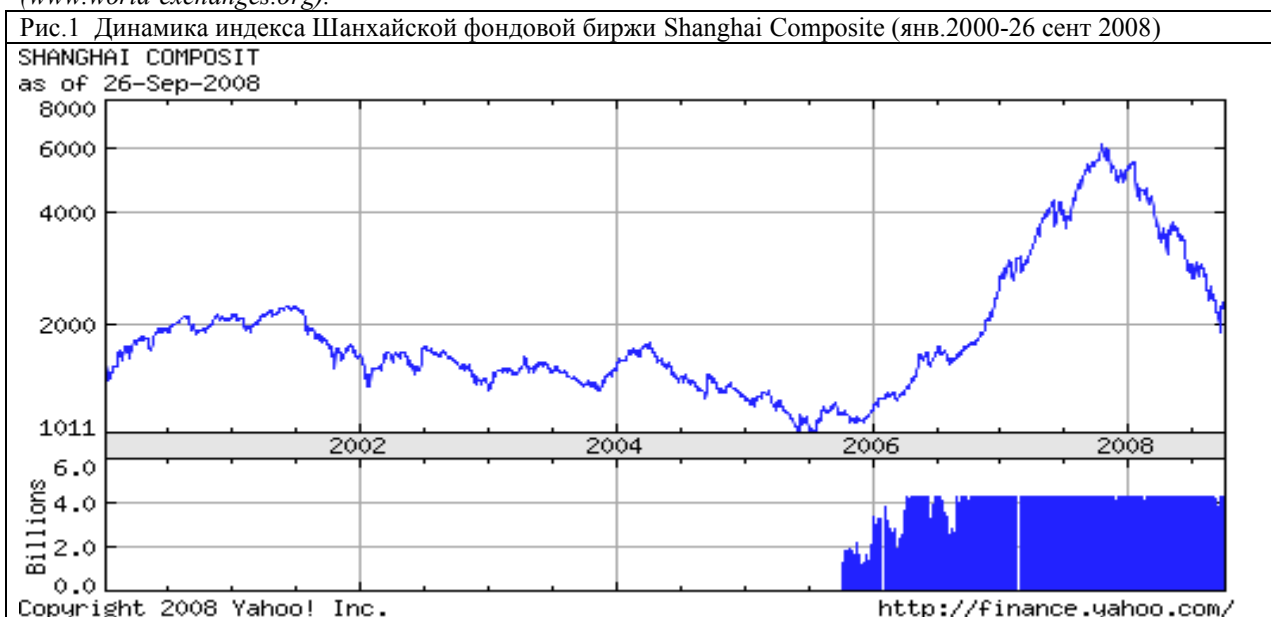
<sup>1</sup> Шэньчжэнь - город, возникший в свободной экономической зоне, примыкающей к Гонконгу.

<sup>2</sup> В США среднегодовое значение этого коэффициента за 1950-2002 гг. составляет 16. В период бума конца 90-х он достигал 30-40.

<sup>3</sup> Например, в середине марта 1991 г. рыночная цена одной из первых листинговых компаний в Шанхае Yizuuan Co. Ltd. достигла 10 650 юаней при номинале в 100 юаней и ожидаемом дивиденде в размере 18 юаней на акцию.

	1992 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.	2007 г.	2008 г.
Общее количество листинговых компаний (выпускающих акции только А, А+В, А+Н), конец года	53	323	1088	1287	1381	1550	1599 август
Компании с В-акциями (только В и А+В)	18	70	114	111	109	109	
Компании с Н-акциями		18	52	64	122	148	
Оборот (млрд юаней)	68	404	6083	4025	3166	46798	
А-акции		396	6028				
В-акции		8	55				
Количество брокерских счетов (млн)	2,17	12,4	58,01	70,3	60	139	142 февр
Композитный индекс Шанхайской фондовой биржи	780,4	555,3	2073,48	1497,04	1161,06	5 261,56	2397,37 август
Композитный индекс Шэньчжэньской фондовой биржи	241,2	113,2	635,73	378,62	278,75	1 447,02	659,18 август
Коэффициент цена/прибыль (P/E)							
Шанхай	42,5 (1993)	15,7	58,2	36,6	16,4	59,2	42 апр.
Шэньчжэнь	42,7 (1993)	9,5	56,0	37,7	17,0	69,7	33 апр.

Источник: China Securities and Futures Statistical Yearbook 2001 (Сум. no: Sayuri Shirai. Is the Equity Market Really Developed in the People's Republic of China. ADB Institute Research Paper 41. September 2002, p. 9); 2003-2008 гг. - данные Китайской комиссии по регулированию фондового рынка ([www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)) и Народного банка Китая; World Federation of Exchanges – база данных ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)).



За год – с осени 2006 г. по ноябрь 2007 г. китайский рынок вырос почти в 3 раза, чтобы затем к октябрю 2008 г. упасть в 3 раза (рис.1).

## Виды акций

Акции китайских компаний вплоть до самого последнего времени делились на две большие группы: **нерыночные** (две трети) и **рыночные** (треть) (см. табл. 2). Свободно обращаются только рыночные акции.

Все акции обыкновенные. Китайское законодательство не предусматривает возможность выпуска привилегированных акций. Акции

выпускаются в **бездokumentарной форме**, деноминированы в местной валюте и имеют номинал 1 юань.

С 2005 г. китайские компании имеют право выпускать варранты (в России подобные инструменты называются опционы эмитента). Количество компаний, которые выпустили эти инструменты, относительно невелико, тем не менее обороты торговли на биржах растут очень быстро – только за 2007 г. оборот вырос почти на 300%, достигнув почти 8 трлн.юаней.<sup>4</sup>

**Нерыночные акции** делятся на *акции государства*, *акции юридических лиц (предприятий)* и *акции трудового коллектива (акции работников предприятий)*. Львиная доля акций по-прежнему принадлежит государству (либо центральному правительству, либо провинциям), выступающему крупнейшим собственником. Их учет и хранение осуществляются в Государственном бюро по управлению имуществом.

Таблица 2

### Структура акционерного капитала

(в % от общего количества выпущенных акций)

	1992 г.	1995 г.	2000 г.	2003 г.	2005 г.	2006 г. март	2008 г. февраль
Нерыночные акции	73,1	77,7	61,7	64,5	61,8	59,7	53,3
Свободно обращающиеся (рыночные) акции*	21,6	20,2	37,1	35,3	38,2	40,3	46,7
<i>A</i> -акции	20,6	18,1	33,7	26,7	29,9	32,1	22,3
<i>B</i> -акции	2,7	3,0	2,7	2,7	2,9	2,9	1,1
<i>H</i> -акции	0,0	0,6	0,8	5,9	5,4	5,3	23,7
Прочие	5,3	2,1	5,8	0,2	0		

\*Ошибки в таблице (сумма слагаемых не равна итогу) - из приводимого источника. Тем не менее на общую картину это не влияет.

Источник: Sayuri Shirai. *Banks' Lending Behavior and Firms' Corporate Financing Pattern in the People's Republic of China*. ADB Institute Research Paper 43. September 2002, p. 25 ([www.adbi.org](http://www.adbi.org)); за 2003, 2005, 2006 гг. - China Securities Regulatory Commission Market Statistics ([www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn)).

Формально всеми акциями владеет Госсовет. Эти акции не могут торговаться на фондовых биржах. Сделки могут совершаться лишь между китайскими институтами под контролем Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг.

Появление государственных акций связано с преобразованием государственных предприятий в акционерные общества, когда часть акций оставалась в собственности государства.

*Акции юридических лиц* - бумаги, принадлежащие китайским организациям. Кроме того, выделяется субкатегория "принадлежащих государству акций юридических лиц". К ним относятся акции, принадлежащие институтам, в которых государство является доминирующим (мажоритарным) акционером.

<sup>4</sup> China Securities Regulatory Commission Annual Report 2007, p.12. По этому показателю Китай занял первое место в мире.

Как и акции, принадлежащие государству, акции юридических лиц не могут продаваться на биржах. Возможны лишь сделки между самими институтами после разрешения регулятивного органа.

Учитывая, что сами юридические лица (предприятия) в большинстве случаев находятся под полным контролем государства, государство в Китае является доминирующим акционером, прямо или косвенно владеющим 2/3 акций.

*Акции работников предприятия* распространяются среди рабочих и менеджеров листинговой компании, как правило, со значительной скидкой к рыночной цене и в основном рассматриваются как способ материального поощрения или премии.

Все эти три вида акций не выходили на рынок. Так, акции предприятий и государства нельзя было продать населению. Сделки с пакетами, принадлежащими предприятиям, осуществляются по совершенно иной схеме, чем по акциям, которые торгуются на биржах.

Акции юридических лиц, находящиеся в закрытом владении, следует отличать от акций юридических лиц, торгуемых в двух автоматизированных системах торговли в Пекине, основанных на вводе котировок: STAQ (Stock Trading Automated Quotation System) и NETS (National Exchange and Trading System). Несколько десятков компаний котируются в этих системах. При этом компании, получившие здесь листинг, не могут торговаться на биржах (как и наоборот).

**Рыночные (свободно обращающиеся) акции** изначально выпускались для неограниченного круга инвесторов.

Они делятся на три основные категории: *акции классов А, В и Н* (латинские буквы).

*Акции класса А* (А-акции) предназначены только для китайских резидентов. Они имеют номинал в юанях и продаются только за национальную валюту<sup>5</sup>. Иностранцы не имели права приобретать эти акции до 2003 г. (см. ниже).

Практически каждая акционерная компания имеет этот класс акций. 90% китайских компаний имеют только А-акции. Эти акции – именные, выпускаются в бездокументарной форме.

А-акции принадлежат почти исключительно физическим лицам и лишь небольшое количество – китайским организациям. При совершении предприятием первой открытой подписки (IPO) А-акции должны составлять не менее 25% всего выпущенного капитала.

*Акции класса В.* Акции класса В – акции, размещаемые на внутреннем китайском рынке, предназначенные для иностранных инвесторов. Резиденты не имели права приобретать В-акции до 2001 г. (см. ниже). В-акции также носят название «специальные юаневые акции» (renminbi special share), с номиналом в юанях, но продаются только нерезидентам за иностранную

---

<sup>5</sup> Необходимо отметить, что нерыночные акции тоже фактически относятся к классу А.

валюту (за американские доллары на Шанхайской фондовой бирже и за гонконгские доллары на Шэньчжэньской фондовой бирже) при посредничестве китайских и иностранных брокеров. Компания, выпускающая *B*-акции, обязана выплачивать их владельцам дивиденды в валюте (дивиденд в юанях конвертируется в валюту по текущему рыночному курсу).

Этот класс акций появился в конце 1991 г. 1 февраля 1992 г. первый лот акций *B* в количестве 1 млн шт. был размещен на Шанхайской фондовой бирже.

В конце 2007 г. насчитывалось 109 эмитентов этих акций (примерно поровну на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах). Рыночная стоимость *B*-акций - примерно 10% от рыночной стоимости *A*-акций (на Шанхайской фондовой бирже - 6%).

*Акции класса H* - акции с номиналом в гонконгских долларах, размещаемые и торгуемые на Гонконгской фондовой бирже. Предназначены только для нерезидентов. Первый выпуск был осуществлен в июне 1993 г. 9 китайскими компаниями. В конце 2007 г. их насчитывалось уже 148, и их число за 2001-2007 гг. выросло почти втрое (*табл. 1*).

Наконец, выделяются также *N*-акции, *L*-акции, *S*-акции - размещенные и торгуемые соответственно на Нью-Йоркской, Лондонской и Сингапурской фондовых биржах (в основном в форме депозитарных расписок).

90% всех компаний выпускают только *A*-акции. Примерно 6% составляют фирмы, имеющие одновременно *A*-акции и *B*-акции (при этом последние не превышают 10% от общего количества выпущенных). Компаний, которые одновременно выпускали бы *B*-акции и *H*-акции, нет.

Теоретически все акции предоставляют равные права (на дивиденды, на долю в имуществе в случае ликвидации и пр.), имеют одинаковый номинал и форму выпуска (именные бездокументарные), т. е. все они одинаковы.

Акции для нерезидентов не конвертируются в акции для резидентов, и наоборот. В связи с этим рынки этих инструментов изолированы друг от друга. Хотя все акции предоставляют равные права, сегментированность рынка приводит к большой разнице цен на эти акции, достигавшей порой 5-6-кратной величины.

В Китае долгое время существовали жесткие валютные ограничения, связанные с вывозом капитала. Колоссальные накопления населения и предприятий не могли уйти на зарубежные рынки. По сути, у населения было только два варианта инвестирования своих средств: банковский вклад и покупка *A*-акций и других ценных бумаг (облигаций). Лишь в последнее время ограничения на вывоз капитала начинают снижаться. Инвестиции в зарубежные активы для китайских граждан возможны через институт разрешенных в 2006 г. квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (QDII), для которых устанавливаются ежегодные квоты. В том же году физическим лицам было разрешено конвертировать до 20 тыс. юаней (около 3 тыс. долл.) для вывоза за границу.

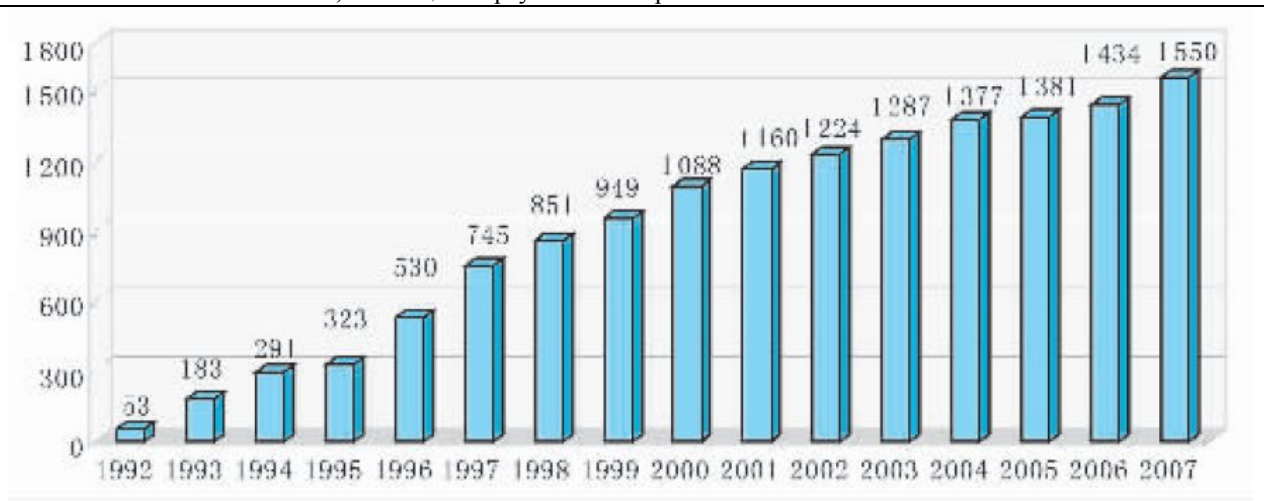
В феврале 2001 г. правительство разрешило покупать *B*-акции китайским резидентам, имеющим валютные счета, а в июне того же года рынок *B*-акций был полностью либерализован, что позволило сократить разрыв в ценах на акции *A* и *B* класса с 5:1 до 2:1, при сохранении по-прежнему очень больших различий с *H*-акциями. Инвесторы оценили данный шаг правительства как признак того, что в конце концов деление на разные классы будет отменено, и стали активно приобретать *B*-акции в надежде получить в дальнейшем прибыль на увеличении их цены. Расширение спроса и привело к опережающему росту цены *B*-акций.

### Организация вторичного рынка акций

Практически вся торговля акциями проходит через две фондовые биржи: Шанхайскую (крупнейшую) и Шэньчжэньскую (примерно 60-70% от оборота Шанхая). Для торговли на бирже необходимо получить листинг. Листинг можно получить только на одной бирже. Кросс-листинг в Китае запрещен, однако компания может иметь листинг в КНР и на зарубежной бирже.

Количество листинговых компаний примерно одинаково на двух биржах (немного больше в Шанхае), но по капитализации Шанхай значительно опережает Шэньчжэнь.

Рис. 2 Количество компаний, чьи акции торгуются на биржах Шанхая и Шэньчжэня



Источник: China Securities Regulatory Commission Annual Report 2007

В целом доля государства выше в компаниях, имеющих листинг на Шанхайской бирже, чем в Шэньчжэне, в то время как доля акционеров - юридических и физических лиц выше в Шэньчжэне, чем в Шанхае. В Шэньчжэне также выше доля акций работников предприятий. Но в целом у 90% листинговых компаний от 40 до 80% акций находятся у государства (непосредственно у государства или государственных предприятий). Таким образом, исходя из того, что по определению государственное предприятие -

то, где доля государства превышает 50%, большая часть листинговых компаний в Китае являются государственными.

Оборот А-акций примерно в 200 раз превышает оборот В-акций.

В 2007 г. 148 китайских компаний имели листинг на зарубежных биржах, в т. ч. 4 – на Лондонской, 11 – на Нью-Йоркской фондовой бирже и 145 – на Гонконгской.

В отличие от России с ее ярко выраженной олигополистической структурой фондового рынка с абсолютным доминированием 10 крупнейших эмитентов, большинство из которых относятся к топливно-энергетическому и сырьевому сектору, в Китае уровень концентрации относительно невелик и соответствует крупным развитым странам: на долю 10 крупнейших компаний в 2004 г. приходилось немногим более пятой части капитализации Шанхайской фондовой биржи, к 2007 г. после мегаразмещений китайских банков доля десятки крупнейших повысилась до 57%. При этом отраслевая структура эмитентов отличается разнообразием. Более половины листинговых компаний в стране относятся к компаниям обрабатывающей промышленности, причем самая крупная группа - машиностроение (20%)<sup>6</sup>.

Таблица 3

**Крупнейшие компании Китая (Шанхайская фондовая биржа) по рыночной капитализации, конец 2006 г.**

№ п/п	Сокращенное название	Капитализация, млрд юаней	Доля, %
1	ICBC	1556	21,7
2	Bank of China	966	13,5
3	China Petrochemical	638	8,9
4	China Merchant Bank	197	2,8
5	Bao Steel	152	2,1
6	Shanghai Port & Container	148	2,1
7	Daqin Railway Wu Gang Steel	105	1,5
8	Minsheng Bank Shanghai Airport	104	1,5
9	China Unicom	99	1,4
10	Pudong Development Bank	93	1,3
	10 крупнейших		56,8

Источник: Shanghai Stock Exchange Fact Book 2006, p. 72-73 ([www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)).

При этом также следует иметь в виду, что большинство крупных предприятий новейших отраслей промышленности, созданных иностранными корпорациями и работающих на экспорт, не представлены на фондовом рынке страны, поскольку их капитал полностью принадлежит материнским компаниям.

**Частичное открытие рынка А-акций для иностранцев**

<sup>6</sup> CSRC Statistics. Table 3-2 ([www.csrc.gov.cn/en/homepage/index\\_en.jsp](http://www.csrc.gov.cn/en/homepage/index_en.jsp)).



Укрепление экономики Китая, вступление в ВТО поставили на повестку дня вопрос о постепенном открытии внутреннего китайского рынка акций (класса А) для иностранных инвесторов.

Схема инвестирования обсуждалась на протяжении многих лет и формально введена 1 декабря 2002 г. За основу была взята модель, успешно применявшаяся на Тайване.

Инвестиции в акции класса А (имеющие листинг на биржах), а также в казначейские облигации и облигации предприятий и финансовых институтов и другие финансовые инструменты, перечень которых устанавливается государственными органами, разрешены только через специально создаваемые инвестиционные фонды. Фонды могут создаваться только финансовыми учреждениями, отвечающими определенным требованиям и имеющими статус **квалифицированного иностранного институционального инвестора** (Qualified Foreign Institutional Investor – QFII). Согласие должно быть получено от ряда учреждений, включая центральный банк (Народный банк Китая – People's Bank of China), Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission), и Государственной администрации валютного контроля (State Administration of Foreign Exchange).

Китайская сторона установила весьма высокие требования для подобных инвесторов. Для получения разрешения иностранная управляющая компания должна иметь опыт работы не менее пяти лет и на момент запроса о предоставлении лицензии иметь под управлением активы на сумму не менее 10 млрд долл. Аналогичные требования по объему средств под управлением установлены для страховых компаний, компаний по ценным бумагам, коммерческих банков, которые захотят обратиться за лицензией. Кроме того, если это банки, то они должны входить в 100 крупнейших мировых финансовых учреждений. Компания по ценным бумагам должна работать не менее 30 лет и иметь оплаченный капитал как минимум 1 млрд долл.

Согласно китайским правилам кандидаты на получение статуса QFII обязаны представить свою инвестиционную декларацию, бухгалтерскую отчетность и подтверждения о намерениях осуществлять среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Иностранный инвестор обязан открыть специальный счет в юанях в китайском банке, который должен выступать в качестве депозитария (кастодиана) активов фонда. Акции должны приобретаться через местные китайские брокерские компании. Доля акций одного китайского эмитента, которую может приобрести таким путем иностранный инвестор, не может превышать 10% их общего количества. А в целом общее количество акций, находящихся у всех иностранных инвесторов, не должно превышать 20% количества всех выпущенных акций.

Правительство вправе устанавливать максимальную долю иностранного капитала в различных отраслях. Также устанавливаются квоты на общий объем инвестиций этих инвесторов (10 млрд долл. на 2007 г.).

Предусматриваются валютные квоты на перевод денег в Китай и репатриацию капитала из Китая. Впрочем, эти меры временные и постепенно, по мере достижения юанем полной конвертируемости, должны быть отменены.

Новые правила, открывающие китайский рынок акций для иностранцев, имеют важную оговорку: **инвесторы должны сохранять свои деньги на рынке в течение трех лет** и репатриировать средства раньше нельзя. Репатриация возможна только частями: по 20% с интервалами от одного до трех месяцев (в разных схемах).

Создаваемые инвестиционные фонды являются закрытыми, т. е. не выкупают собственные бумаги.

К концу 2007 г. в Китае насчитывалось 52 квалифицированных иностранных институциональных инвестора с активами около 40 млрд долл. (более половины – акции, остальное – банковские депозиты, облигации и паи инвестиционных фондов). Большая часть QFII – коммерческие банки и управляющие компании.

### **Преодоление сегментации рынка**

Разделение акций на нерыночные и рыночные в конце концов привело к кризису на рынке. Правительство заинтересовано в продаже принадлежащих ему пакетов для финансирования бюджетного дефицита и, самое важное - Национального фонда социального страхования и обеспечения. Но это может вызвать обвал цен на рынке, что чревато социальными потрясениями, ввиду того, что в акции оказались вложены сбережения десятков миллионов населения.

Попытки продать часть нерыночных акций предпринимались в 1999, 2001 и 2002 гг. но каждый раз они приводили к резкому падению цен на рынке и решения в итоге отменялись.

Между тем постоянная угроза выброса новых государственных акций на рынок плюс злоупотребления, связанные с их выпуском, привели к падению котировок на китайских биржах и, несмотря на непрекращающийся рост экономики, индекс акций Шанхайской фондовой биржи за 2001-2005 гг. сократился вдвое. В 2004 г. китайский рынок оказался худшим в мире, в 2005 г. – одним из худших.

В этих условиях был выдвинут план ликвидации деления китайских акций на две части. На этот раз была разработана более рыночная процедура: миноритарные акционеры получают компенсацию за то, что государство выпускает принадлежащие ему акции в свободную продажу, а величина этой компенсации определяется путем переговоров между контролирующими акционерами (фактически государством) и миноритариями.

Реформа по преодолению сегментации рынка началась с июня 2006 г. В самом схематичном виде ее можно описать следующим образом. Каждая листинговая компания предоставляет детальный план реформы, в котором прописаны компенсационные механизмы для владельцев рыночных акций.

Вопрос о проведении реформы сначала должен быть поднят владельцами не менее 2/3 нерыночных акций. Владельцы нерыночных акций и руководство листинговой компании проводят встречи с владельцами рыночных акций для обсуждения вопросов проведения реформы. Последние доверяют совету директоров провести общее собрание. Предложение должно быть одобрено не менее 2/3 акционеров, участвующих в голосовании и не менее 2/3 владельцев рыночных акций, которые участвовали в собрании (непосредственно или через интернет). В случае одобрения общим собранием совет директоров объявляет о проведении реформы. Если предложение не получило одобрения, владельцы нерыночных акций могут, по истечении 3 месяцев, поручить совету собрать новое собрание по той же повестке дня.

К концу 2007 г. практически все листинговые компании провели реформу. Предусматривается **постепенная** продажа в прошлом «нерыночных акций», которые формально уже перестали быть таковыми, хотя в статистике китайского регулятора фондового рынка по-прежнему проходят под данным названием. Но фактически **мы стоим на пороге самой масштабной денежной приватизации в истории мировой экономики**.

При этом были усилены требования к компаниям, предлагающим свои акции публике. Новые правила устанавливают 34 критерия, которым должны соответствовать эмитенты, включая наличие прибыли три года подряд и выплату дивидендов в размере не менее 20% чистой прибыли, ограничение на объем выпускаемых акций (не более 30% от уставного капитала на момент выпуска) и т.п.

## Долговые инструменты

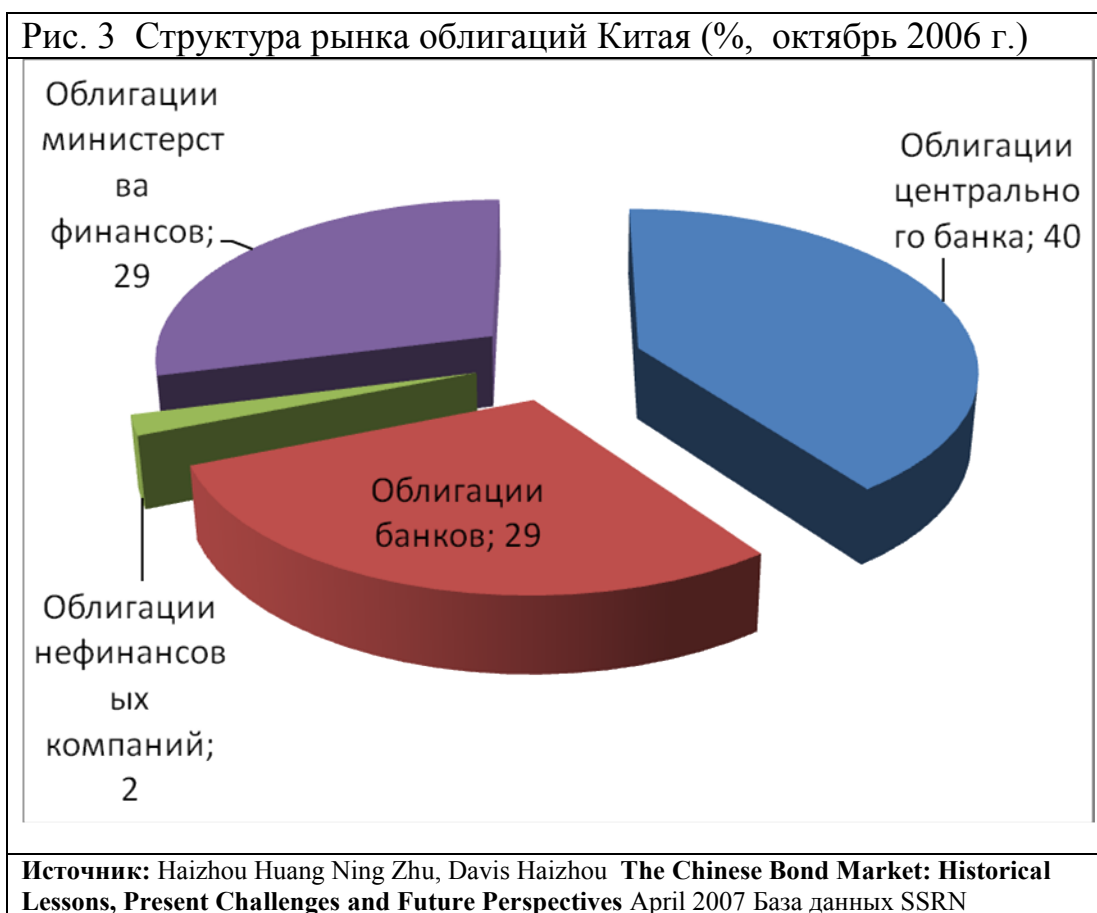
В 1981 г. в Китае после долгого перерыва был осуществлен первый выпуск государственных облигаций. Страна стала выходить на внешние финансовые рынки. Большая часть государственного долга сначала была представлена именно внешними заимствованиями в форме банковских кредитов. Однако по мере укрепления национальной экономики и роста накоплений населения основным источником стал внутренний рынок. Доля внешних займов в общем государственном долге сократилась с 48% в 1993 г. до 2% в 2007 г. По размеру рынка долговых инструментов - примерно 1725 млрд долл. в 2007 г. (из них 1687 млрд - в национальной валюте Китай занимает первое место среди стран с формирующимися рынками<sup>7</sup>.

Вместе с тем, как и в случае с рынком акций, большие размеры не означают высокую степень развитости данного сегмента. Даже в отличие от многих формирующихся рынков, не говоря уже о развитых, китайский рынок долговых инструментов выделяется наличием жестких встроенных механизмов государственного воздействия, что не позволяет характеризовать сложившуюся в Китае систему как действительно рыночную.

---

<sup>7</sup> Bank for International Settlements Database

Это, впрочем, характерно для всего финансового сектора Китая. Создав либеральный режим во многих областях экономики (внешняя торговля, иностранные инвестиции), китайское руководство сохраняло закрытость финансового сектора.



В Китае принято выделять следующие группы облигаций: казначейские, финансовые и корпоративные (предприятий).

Почти 2/3 внутренних китайских облигаций – бумаги министерства финансов (казначейские) и центрального банка (рис.3). При этом, учитывая, что большая часть финансовых учреждений имеет контролирующего собственника в лице государства, можно отметить, что спецификой китайского рынка облигаций является крайне малое присутствие на рынке частных эмитентов (корпоративных облигаций).

Второй особенностью внутреннего долгового рынка Китая является преобладание на нем долговых инструментов центрального банка (40% всех бумаг). Это связано с **активным** использованием центральным банком собственных облигаций (прежде всего краткосрочных) в целях денежно-кредитного регулирования путем операций на открытом рынке (регулирования денежной массы, процентных ставок и стерилизации избыточного притока иностранного капитала).

Региональным администрациям в Китае запрещено выпускать собственные облигации. Их дефицит покрывается исключительно за счет

бюджетных трансфертов. Лишь в провинции Гуангдонг муниципалитет Джиангмен в порядке эксперимента осуществил выпуск облигаций (при помощи международных финансовых организаций).

### **Казначейские облигации**

Китайское правительство возобновило выпуск облигаций в 1981 г. Размещение производилось административными методами, вторичный рынок отсутствовал. В опытном режиме вторичные торги были разрешены в 1988 г. В Шанхае и еще 6 крупнейших городах. В начале 1990-х торговля была разрешена повсеместно, а после открытия бирж переместилась туда. В 1995 г. в связи со скандалом, связанным с незаконными продажами без покрытия, торговля на внебиржевом рынке государственными облигациями была запрещена, а в 1997 г. банки были удалены с бирж и стали совершать торгов на межбанковском рынке, где торгуют и поныне.<sup>8</sup>

Китай экспериментировал с различными способами размещения государственных облигаций, пока не перешел полностью в 1996 г. на аукционную систему.

Поначалу использовались различные виды облигаций; с 1994 г. выпускаются документарные облигации (также называемые сберегательными облигациями или ваучерными казначейскими векселями: необращающиеся ценные бумаги, продаваемые физическим и юридическим лицам через банки и почтовые отделения<sup>9</sup>) и бездокументарные, продаваемые только юридическим лицам и обращающиеся на межбанковском и биржевом рынке.

Сроки до погашения государственных ценных бумаг – от 3 месяцев до 30 лет.

Росту рынка казначейских облигаций способствовал запрет в 1994 г. на прямые кредиты правительству со стороны центрального банка. Большая часть облигаций представлена бумагами со сроком до погашения от 1 до 10 лет (по состоянию на 2006 г.). Краткосрочных – 11%, долгосрочных – 23%. Недостаток краткосрочных бумаг заставляет центральный банк для реализации денежно-кредитной политики опираться на выпуск собственных векселей.

До 1985 г. торговля казначейскими облигациями была запрещена. В 1985 г. Народный банк Китая сформулировал принципы продажи облигаций. Продажа могла быть произведена не ранее чем через два года после покупки облигаций, только в банке и при этом устанавливался достаточно высокий уровень дисконта.

В апреле 1988 г. Госсовет определил несколько городов, в которых планировалось создать внебиржевой рынок облигаций. С образованием Шанхайской фондовой биржи обороты многократно выросли. Ликвидность рынка (отношение оборота к задолженности) уже в 1992 г. составила 84%. С

---

<sup>8</sup> *Takeshi Jingu* China's Government Bond Market Nomura Capital Market Review Vol.11 No.1, p.25

<sup>9</sup> Доля документарных облигаций в общем долге в 2006 г. составляла 25%. С 2006 г. осуществляется выпуск сберегательных облигаций (для населения) и в бездокументарной форме.

1993 г. возросло количество операций с производными (репо, фьючерсы). В результате к 1995 г. ликвидность рынка достигла 1800% (в основном за счет фьючерсной торговли). В дальнейшем в связи с запретом совершения фьючерсных сделок с казначейскими облигациями обороты сократились в несколько раз. В 1997-1998 гг. показатель ликвидности не превышал 300%<sup>10</sup>.

В целом торговля казначейскими облигациями в настоящее время осуществляется на двух биржах и на внебиржевом (межбанковском) рынке, в частности в системе STAQ.

Торговля фьючерсами на казначейские облигации началась на Шанхайской бирже в 1993 г., на Шэньчжэньской - в 1994 г. Однако чрезмерная спекуляция и недостаточная система риск-контроля заставили правительство наложить запрет на фьючерсные операции в мае 1995 г.

С начала 90-х в Китае быстро развивался рынок сделок репо с казначейскими облигациями – как вне бирж, так и на биржах. Во второй половине 90-х более 70% оборота по казначейским облигациям приходилось на сделки репо.

Рынок государственных облигаций в несколько раз менее ликвиден, чем рынок облигаций центрального банка и банков развития и на порядок ниже, чем рынок государственных облигаций в развитых странах.

**Облигации предприятий** включают облигации предприятий центрального подчинения, облигации местных предприятий, краткосрочные бумаги.

Облигации предприятий впервые были выпущены в 1983 г. и предназначались для работников государственных предприятий и населения. Процедура выпуска облигаций предприятий столь сложна, что желающих разместить свои бумаги немного. Вплоть до самого последнего времени только самые финансово-устойчивые фирмы могут выпускать облигации. Почти у всех эмитентов рейтинг составляет AAA. Вторичный рынок корпоративных облигаций исключительно биржевой, однако его размеры очень невелики, причем только половина корпоративных облигаций имеет листинг и еще меньше реально торгуются.

В мае 2005 г. китайским компаниям с высоким рейтингом разрешено выпускать коммерческие бумаги (векселя сроком до 91 дня). Обращаются они на межбанковском рынке. В 2006 г. 210 фирм выпустили коммерческие бумаги на сумму 434 млрд. юаней.

Процентная ставка по корпоративным облигациям не может превышать более чем на 40% преобладающую ставку по банковским кредитам. Процентные доходы по корпоративным облигациям облагаются 20% налогом (которого нет по казначейским и финансовым облигациям).

## **Облигации финансовых институтов**

---

<sup>10</sup> Zhang Mingli, Hui Lui. People's Republic of China // Government Bond Market Development in Asia, p. 171-172 (на сайте Азиатского банка развития [www.adb.org](http://www.adb.org)).

До 1994 г. все финансовые облигации выпускались четырьмя специализированными государственными банками: Промышленным и торговым банком Китая, Сельскохозяйственным банком Китая, Строительным банком Китая и Банком Китая. После реформы 1994 г. банки развития (Национальный банк развития, Банк сельскохозяйственного развития, Китайский экспортно-импортный банк) приступили к выпуску финансовых облигаций с размещением в коммерческих банках и других финансовых учреждениях. Именно на эти облигации в настоящее время приходится большая часть задолженности по финансовым облигациям. Банки развития предоставляют кредиты для поддержки развития инфраструктуры, отдельных важных для страны предприятий. Основной эмитент (до 95% всех эмиссий) - Национальный банк развития. У последнего с помощью облигаций финансируется до 90% всех кредитов.

Финансовые облигации выпускаются на срок от одного года до пяти лет с плавающей ставкой, незначительно превышающей ставку по депозитам. Торговля финансовыми облигациями жестко регламентируется и осуществляется только на межбанковском рынке. Основными участниками выступают коммерческие банки и страховые компании.

В отличие от развитых стран, где главными покупателями облигаций выступают институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные фонды) и банки, в Китае примерно 60% облигаций находится у населения.

Регулирование рынка облигаций более фрагментировано, чем регулирование рынка акций. Министерство финансов отвечает за выпуск казначейских облигаций, Народный банк Китая (НБК) - финансовых облигаций и ценных бумаг инвестиционных фондов. Государственная плановая комиссия (ГПК) несет ответственность за выпуск государственных инвестиционных облигаций и бумаг государственных инвестиционных фондов. НБК и ГПК совместно регулируют выпуск облигаций предприятий крупнейших государственных компаний; региональные (провинциальные и муниципальные) органы власти - региональных предприятий. Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг уполномочена регулировать процедуру выпуска и торговлю облигациями. НБК отвечает за регулирование торговли в части, касающейся так называемых торговых центров - внебиржевых организаций, созданных банками.

Процедура получения разрешения весьма долгая и сложная, квоты на выпуск небольшие, что поощряет коррупцию, издержки велики. Этим, в частности, и объясняется тот факт, что роль облигаций предприятий с середины 1990-х годов сократилась.

Выпуск финансовых облигаций осуществляется с разрешения НБК. Процедура столь же централизована.

Закон о компаниях гласит, что стоимость выпущенных облигаций не должна превышать по номиналу 40% чистой стоимости активов компании.

## Профессиональные участники рынка ценных бумаг

Финансовая система Китая, как и в большинстве стран с формирующимися рынками, характеризуется полным доминированием банков. Банковский кредит является основным источником получения внешних ресурсов предприятиями.

При этом банки до недавнего времени были слабо представлены на рынке ценных бумаг. Лишь с середины текущего десятилетия ситуация начинает меняться (см. ниже).

Основными профессиональными участниками фондового рынка выступают небанковские учреждения – **компании по ценным бумагам**.

Когда в 80-е годы в Китае появились акции и облигации, в отсутствие специализированных финансовых учреждений правительство разрешило банкам выполнять на рынке брокерские и дилерские функции. Первое специальное подразделение для торговли акциями было образовано в 1986 г. Промышленным и торговым банком Китая (Industrial and Commercial Bank of China). В 1994 г. Закон о коммерческих банках запретил банкам заниматься андеррайтингом, торговлей и инвестированием в корпоративные ценные бумаги<sup>11</sup>. Им было также предписано «уйти» из капитала дочерних компаний по ценным бумагам. В 1996 г. банкам под угрозой санкций в отношении руководителей было запрещено предоставлять кредиты для совершения операций с акциями.

На рынке действуют специализированные компании по ценным бумагам, причем в сегменте А-акций - только китайские<sup>12</sup>. В соответствии с Законом о рынке ценных бумаг они делятся на две категории: 1) компании, выполняющие брокерские и дилерские операции (включая андеррайтинг ценных бумаг), и 2) компании, выполняющие только брокерские операции. Первые должны обладать капиталом не менее 500 млн юаней (60 млн долл.), вторые - не менее 50 млн юаней (6 млн долл.).

Компании по ценным бумагам поначалу имели двойное подчинение - Центральному банку и Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг. Разрешение на проведение операций с ценными бумагами требовалось получить в обоих государственных органах (в 1998 г. двойное подчинение было отменено, управление перешло в руки комиссии). Посреднические фирмы, связанные с ценными бумагами (юридические, аудиторские и пр.) контролируются совместно Комиссией и министерствами юстиции и финансов.

Брокерские операции обеспечивали в начале десятилетия от 51% (2001 г.) до 95% (2003 г.) доходов компаний по ценным бумагам, остальное

<sup>11</sup> Логика, которой руководствовались китайские власти, та же, на которую опирались создатели Закона Гласса-Стиголла в США в 1933 г.: бизнес с акциями может поставить под угрозу расчетно-ссудные операции банков.

<sup>12</sup> Начиная с 2003 г. происходит либерализация в данной области. Новая редакция закона о ценных бумагах 2005 г. также предусматривает возможность деятельности банков на рынке ценных бумаг.



приходилось на собственные торговые операции и вознаграждение за андеррайтинг. 10 ведущих брокерских компаний Китая: China Galaxy Securities, Guotai Jun'an Securities, Haitong Securities, Shenyin Wanguo Securities, Huaxia Securities, CITIC Securities, China Southern Securities, Guangfa (Guangdong Development) Securities, Guoxin Securities, China Merchant Securities).

Общее количество компаний по ценным бумагам составляло в 2007 г. 106. Еще 177 компаний работало на фьючерсном рынке (3 товарно-сырьевых биржах). По некоторым оценкам, оптимальное количество таких компаний для Китая - не более 40-45. Процесс консолидации в отрасли идет и, очевидно, будет продолжаться.

Кроме того, в КНР действовало 111 фирм инвестиционных консультантов и 72 бухгалтерские компании, имевшие право вести учет операций с ценными бумагами.

### **Институциональные инвесторы**

В 1998 г. в Китае были созданы первые инвестиционные фонды. К концу 2007 г. в стране насчитывалось 59 управляющих компаний (китайских и с участием иностранного капитала), под управлением которых находилось более 346 открытых и закрытых инвестиционных фондов с активами в 3,3 трлн. юаней (434 млрд. долл.) 50-кратный рост за год(!). Для сравнения: активы инвестиционных фондов России за тот же год составили 30 млрд долл., Бразилии – 615, США -12021.

Среди прочих институциональных инвесторов Китая следует выделить Национальный фонд социального страхования (большая часть активов помещена в государственные облигации), страховые компании и негосударственные пенсионные фонды. Последние, однако, в Китае находятся в зачаточном состоянии и даже по абсолютной величине активов уступают российским НПФ, которые и сами не отличаются большими размерами. В целом, как в Китае, так и в России данный сектор требует серьезной реформы и в этом у наших стран много общего.

### **Вступление КНР в ВТО: влияние на финансовый сектор**

В соответствии с условиями вступления в ВТО иностранные компании по ценным бумагам получили право создавать в Китае совместные предприятия по управлению ценными бумагами. Доля иностранцев не должна была превышать 33%, с постепенным повышением в течение трех лет (но не более 49%).

Зарубежные брокерско-дилерские фирмы получают прямой допуск к торговле *B*-акциями как полноценные члены бирж.

Представительства зарубежных компаний по ценным бумагам могут становиться специальными членами фондовых бирж.

Совместные предприятия (с долей иностранного капитала до 33%), которые могут заниматься андеррайтингом ценных бумаг (классическая

функция инвестиционного банка), должны были появиться в течение трех лет после вступления в ВТО (т. е. до декабря 2004 г.).

Китай обязался открыть рынок для иностранных банков для совершения ими валютных операций с китайскими юридическими лицами до конца 2003 г., с физическими лицами - до конца 2004 г. Разрешение выдается центральным банком Китая.

Все дискриминационные ограничения на деятельность иностранных банков были полностью устранены в течение пяти лет после вступления в ВТО (к концу 2006 г.).

## **Организаторы торговли**

Как отмечалось выше, в КНР действуют две фондовые биржи - в Шанхае и Шэньжэне. Согласно Закону о ценных бумагах (см. ниже), фондовые биржи - неприбыльные юридические лица.

**Шанхайская фондовая биржа** основана 26 ноября 1990 г., а 19 декабря приступила к работе.

Изначально биржа создавалась как чисто электронная, на которой торги ведутся только через компьютеры. Однако при этом на бирже существует огромный торговый зал (крупнейший среди бирж Азиатско-Тихоокеанского региона), в котором расположено большое число торговых мест (компьютерных терминалов). Кстати, наличие большого зала вообще отличает ряд азиатских бирж (Гонконг, Токио) от европейских. Заявки инвесторов попадают в централизованную книгу заявок биржи (ее основной компьютер) либо с терминалов, расположенных в зале биржи, либо с удаленных терминалов, находящихся на всей территории страны.

Торговая сессия относительно короткая: утренняя с 9-15 до 11-30 и дневная с 13-00 до 15-00. Цены открытия и закрытия определяются на основе онкольного (залпового) аукциона, в остальное время торги идут в режиме непрерывного двойного аукциона, принципиально не отличающегося от торгов на других биржах, будь то Euronext, Франкфуртская фондовая биржа (система Xetra) или ММВБ.

Торговая система биржи позволяет производить до 16 000 транзакций в секунду (60 млн операций за день) и по своей операционной способности является одной из наиболее мощных в мире.

В целях уменьшения чрезмерных спекулятивных колебаний цен на рынке на Шанхайской фондовой бирже установлены так называемые "ограничители" (circuit breakers). За день цена акций всех типов и бумаг инвестиционных фондов не должна изменяться более чем на 10%. Если цена подходит к порогу, торговля автоматически останавливается.

Членами бирж являются компании по ценным бумагам. Иностранным компаниям на биржах предоставляются специальные места, они торгуют только акциями класса B. Количество членов Шанхайской биржи выросло с

25 в 1990 г. до 553 в конце 1995 г. Впоследствии оно неуклонно сокращалось и в конце 1999 г. составляло уже 199, а в 2006 г. - 152<sup>13</sup>.

**Шэньчжэньская фондовая биржа** учреждена в декабре 1990 г., открылась в апреле 1991 г. и является также полностью компьютеризированной. Принципиальных отличий в организации торгов нет. Часы торговли, механизм торговли - тот же, что и в Шанхае, хотя торговая платформа собственная. Отличия касаются, как отмечалось выше, торгуемых инструментов. Поскольку в Китае запрещен кросс-листинг, акции и облигации, торгуемые в Шэньчжэне, отличаются от торгуемых в Шанхае.

Общее количество членов Шэньчжэньской фондовой биржи – 177 (2007 г.) (сокращение более чем вдвое по сравнению с серединой 1990-х годов). Все члены биржи до вступления в ВТО были представлены только национальными компаниями по ценным бумагам. Иностранные брокерские фирмы (46) имеют специальный статус и торгуют только *B*-акциями.

Торговая система позволяет осуществлять до 20 млн сделок в день (максимальная нагрузка до 2003 г. составила 4,5 млн).

В отличие от российских бирж, где почти весь оборот приходится на акции 10 эмитентов, в Китае уровень концентрации можно определить как очень низкий (даже на развитых рынках он выше!): на Шанхайской бирже на долю 20 эмитентов приходится 10-11% оборота.

В 2001 г. в Пекине была создана Китайская депозитарно-клиринговая компания (China Securities Depository and Clearing Co., Ltd.) с отделениями в Шанхае и Шэньчжэне. Улаживание расчетов осуществляется по схеме T+1 по *A*-акциям и T+3 по *B*-акциям.

Помимо двух указанных фондовых бирж в Китае также имеется компьютеризованная система **STAQ** (Securities Trading Automated Quotations System), похожая на американскую NASDAQ. По некоторым оценкам она является крупнейшей в мире по количеству подключенных терминалов. Кроме того, существует Национальная электронная торговая система (National Electronic Trading System – NET), созданная для торговли акциями государственных компаний и государственными облигациями.

**Фьючерсные биржи.** Как отмечалось выше, в середине 90-х годов фьючерсная торговля производными на финансовые активы на китайских фондовых биржах была запрещена. Кроме того, следует отметить, что в первой половине 1990-х годов в Китае возникло порядка 50 фьючерсных товарных бирж, на которых действовало примерно 1000 брокерских компаний. В 1994 г. этой вольнице был положен конец.

Срочные контракты, которыми торговали в Китае вплоть до конца 2007 г. - это товарные фьючерсы. В качестве базового актива выступают: бобы, соя, пшеница, рис, кукуруза, арахис, медь, алюминий, нефть, древесина. Сделки совершаются на трех биржах: Шанхайской фьючерсной бирже, Даляньской товарной бирже и Товарной бирже Чжэнчжоу.

---

<sup>13</sup> Shanghai Stock Exchange Fact Book 2006

Однако рост финансового рынка в Китае объективно поставил на повестку дня вопрос о необходимости создания рынка производных именно на финансовые инструменты. В конце 2006 г. биржа финансовых фьючерсов была формально создана в Шанхае. Но реально она начала функционировать лишь в 2008 г. На ней представлены фьючерсы на фондовые индексы и государственные облигации.

## **Система регулирования фондового рынка**

Нормативную базу китайского рынка ценных бумаг образуют три закона (Закон о компаниях, Закон о ценных бумагах и Закон об инвестиционных фондах) и более 300 постановлений, правил и кодексов.

Закон о компаниях 1994 г. содержит нормы, касающиеся вопросов устройства акционерных компаний в Китае, которые делятся на компании с ограниченной ответственностью *limited liability companies* и открытые акционерные общества *joint stock limited companies*.

Закон о ценных бумагах 1998 г., вступивший в силу в 1999 г., устанавливает требования к публичной (открытой) подписке на ценные бумаги, листингу, раскрытию информации листинговыми компаниями, вводит понятие инсайдерской торговли с ее определением и перечислением лиц, обладающих инсайдерской информацией, определяет манипулятивные сделки и декларирует запрет на их совершение. Закон также регулирует вопросы слияний и поглощений, создание и функционирование фондовых бирж, деятельность клиринговых и саморегулируемых организаций, содержит общие принципы деятельности регулятивного органа. В законе подробно прописаны конкретные меры ответственности за его нарушение, которые включают дисциплинарные предупреждения, штрафы (за конкретные нарушения предусмотрены различного уровня штрафы - от 30 тыс. до 600 тыс. юаней, а за манипулирование - в размере пятикратной величины незаконно полученной прибыли), отзыв лицензии. Меры уголовной ответственности в законе не прописаны, но также предусматриваются.

В 2005 г. в оба закона были внесены настолько существенные поправки, что можно даже говорить о новых законах о компаниях и ценных бумагах. Так, в Законе о компаниях из 229 статей 46 были исключены, в 137 внесены поправки и появилась 41 новая. В Законе о ценных бумагах из 214 статей в 40% были внесены поправки, 27 исключены, 53 новые добавлены<sup>14</sup>.

В редакции 1993 г. Размер капитала КОО был равен 300-500 тыс., ОАО – 10 млн. с обязательной полной оплатой при учреждении<sup>15</sup>. В новой редакции капитал КОО уменьшен до 30 тыс. юаней, ОАО – до 5 млн. Платежи можно делать частями, но сразу должно быть оплачено 20%, а весь капитал - в течение 2 лет с момента учреждения. Расширен список имущества, которое

---

<sup>14</sup> Professor Baoshu Wang and Hui Huang. China's new Company Law and Securities Law: An overview and assessment (2006) 19 Australian Journal of Corporate Law, p.3-4

<sup>15</sup> Там же.

может быть внесено в уставный капитал, в т.ч. увеличена доля нематериальных активов.

Новый закон усиливает права кредиторов компании (стало сложнее уклоняться от своих обязательств, в частности, путем увода активов в другие компании). Расширены возможности по выкупу собственных акций.

Новый закон позволяет судам по иску акционеров останавливать деятельность компании. В результате поправок и внесения новых статей усилена ответственность управляющих и изменена структура управления. Ранее Китай принял двухуровневую систему совета директоров, состоящую из наблюдательного совета и совета управляющих. Однако на практике наблюдательный совет оказался не в состоянии выполнять функции мониторинга действия управляющих. В новом законе обязательным является наличие в наблюдательном совете независимых директоров, а его полномочия расширены. Предусматривается участие в совете представителей акционеров и работников предприятия, причем доля последних в листинговых компаниях не может быть менее одной трети.

В целях укрепления прав миноритарных акционеров Закон теперь разрешает применять кумулятивную систему голосования при выборе совета директоров.

Согласно ст.75 акционер, голосовавший против принятия резолюции на общем собрании или если компания не выплачивала дивиденды без серьезных на то оснований в течение 5 лет подряд, может потребовать выкупа акций по разумной цене.

В новом законе предусмотрены процедуры для подачи производного иска против менеджмента компании (чего раньше не было).

Усилена роль устава компании. В частности, акционеры имеют право решать вопросы, которые ранее были жестко прописаны в законе, в частности, разделение полномочий между общим собранием и советом директоров, передача акций в закрытых компаниях и объявление дивидендов.

### **Поправки в Закон о ценных бумагах**

Одна из наиболее важных поправок касается преодоления сегментации рынка финансовых услуг. Ст. 6 закона разрешает Госсовету в случае необходимости разрешать финансовым учреждениям совмещать некоторые виды деятельности, в обычном порядке запрещенные (это касается, в первую очередь, объединения функций коммерческого и инвестиционного банка).

В предыдущей редакции Закон разрешал только кассовые сделки с ценными бумагами. Новая редакция открыла дорогу развитию рынка производных на финансовые инструменты (не случайно через год была создана биржа финансовых фьючерсов).

Закон также фактически отменяет запрет на внебиржевой рынок. По решению Госсовета торговля может осуществляться в любом месте.

Ст.68 повторяет идею американского Закона Сарбейнса-Оксли, предписывая директорам и ведущим менеджерам листинговых компаний

подписывать отчеты (неся, при этом, прямую ответственность за правильность информации).

Расширено понятие существенной информации, инсайдеров. Законом создан фонд защиты инвесторов, причем одной из его функций является компенсация инвесторов в случае рыночных злоупотреблений брокера.

Ст. 180 предоставляет регулятору (Комиссии) новые полномочия по расследованию правонарушений. Одно из них касается возможности наложения ареста на имущество компании. В прошлом для этого необходимо было обращаться в суд, который нередко отказывал в ходатайстве в силу разных причин, в т.ч. из местного патриотизма.

### **Органы регулирования**

В октябре 1992 г. правительство создало Комиссию по ценным бумагам при Госсовете (State Council Securities Commission – SCSC) и Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission – CSRC) как исполнительный орган вышеназванной организации. Первоначально полномочия Комиссии были весьма ограничены, она не имела возможности самостоятельно наказывать нарушителей, у нее был очень слабый бюджет, а биржи находились в ведении местных органов власти.

В 1998 г. обе комиссии были преобразованы в единый орган регулирования – с сохранением названия одной из них - **Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг**, подчиненную непосредственно Госсовету. При этом полномочия Комиссии были значительно расширены по сравнению с предыдущим периодом. В частности, в настоящее время она реально контролирует фондовые биржи **путем назначения их руководителей.**

Функции Комиссии - традиционные для подобных регуляторов и напоминают больше всего американскую SEC. Комиссия имеет головной офис в Пекине и 36 региональных отделений. В 2007 г. в ней работало 2246 сотрудников.

Важные функции на китайском рынке выполняет общенациональная саморегулируемая организация – **Ассоциация участников фондового рынка**<sup>16</sup>, созданная в 1991 г. Ее членами в конце 2007 г. являлись 299 компаний, включая 109 брокерских компаний, 3 управляющие компании, 51 управляющих компаний инвестиционных фондов, 92 инвестиционных консультанта и 44 специальных членов.

Ее значение на китайском рынке схоже с ролью, которую играет NASD в США. Собственно с этой целью она и создавалась, кроме того Ассоциация организует прием экзаменов и выдачу аттестатов специалистам фондового рынка.

Аналогичные функции на фьючерсном рынке выполняет Ассоциация участников фьючерсного рынка, созданная в конце 2000 г.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> [www.sac.net.cn](http://www.sac.net.cn)

<sup>17</sup> [www.cfachina.org](http://www.cfachina.org)

В 2005 г. в Китае был создан Фонд по защите инвесторов с оплаченным капиталом в 6,3 млрд.юаней (на тот момент примерно 0,8 млрд.долл.), находящийся под управлением Китайской корпорации по защите инвесторов (SIPFC). Корпорация и фонд призваны защитить инвесторов в случае банкротства брокерско-дилерских компаний (аналог – американская SIPC). Совет директоров корпорации состоит из 9 членов, из которых председатель выдвигается Комиссией по регулированию рынка ценных бумаг и утверждается Госсоветом.

Доходы фонда образуются из 5 источников: 1) 20% комиссионных фондовых бирж после того, как их резервы достигнут максимальных величин; 2) от 0,5% до 5% операционных доходов компаний по ценным бумагам; 3) процентные платежи от сумм, временно «запертых» “locked” в процессе подписки на акции и конвертируемые облигации; (4) выручка от компаний, прошедших процедуру банкротства; 5) пожертвования китайских и иностранных юридических и физических лиц.

\* \* \*

В экономической литературе часто высказывается точка зрения, что финансовый рынок КНР недостаточно либерализован, что реформы в нем идут медленно. На самом деле он становится более открытым, но делается это без спешки и суеты. Просто Китай всегда шел своим путем. А результаты говорят сами за себя.