













































































































































правительственными органами: развитие социальной и производственной инфраструктуры, капитальное строительство, инвестиции в основные фонды и их модернизация). В соответствии с новыми положениями, эмитентами корпоративных облигаций могут выступать любые компании, отвечающие установленным критериям, а средства по займу могут направляться на текущие операционные нужды компании.

## **2.2 Эмитенты и организация первичного рынка ценных бумаг**

В последние годы в КНР заметно активизировался процесс привлечения финансовых ресурсов путем первоначальных публичных размещений ценных бумаг (Initial Public Offering, IPO), что во многом способствовало переходу от рецессии рынка 2001-2005 годов к фазе роста 2005 – начала 2008 годов, вплоть до начала мирового финансового кризиса. В докризисный период Китай вышел на передовые позиции в мире по абсолютному объему публичных размещений акций. Естественно, по итогам 2008 кризисного года произошло значительное сокращение объемов привлечений на рынке акций. Однако можно ожидать, что с преодолением кризиса и восстановлением фондового рынка, возобновлением активности инвесторов, рост первичного рынка акций возобновится.

В частности, в рекордном по объему размещений 2007 году на рынок акций типа «А» было привлечено 101,5 млрд. долл., что превышает общий объем средств, поступивший на рынок за предшествующие шесть лет. В том числе, IPO провели 120 компаний на общую сумму 60,3 млрд. долл. Китай уступил по этому показателю лишь США (76,6 млрд. долл.). Еще 164 компании привлекли 37,5 млрд. долл. путем повторных размещений акций; в результате эмиссии подписных прав 7 компаний получили 3 млрд. долл. И, наконец, восьми компаниям выпуск конвертируемых облигаций принес 0,72 млрд. долл. [170, 8].

В 1994-2008 г.г. всего на внутреннем рынке акций китайскими компаниями было привлечено более 300 млрд. долл., причем только в предкризисном 2007 г. около 100 млрд. долл. [расчет по 168 и 189].



На начало 2008 года на обеих биржах было зарегистрировано 1550 эмитентов (включая акции типа «А» и «В»), из них 109 компаний – эмитенты В-акций, и 202 компании в составе биржевого рынка малых и средних компаний (SME - Small and Medium-sized Enterprises Board) [170, 8].

В 2007 году компании-эмитенты акций типа «Н» привлекли 12,5 млрд. долл., в том числе 9,5 млрд. в результате первичных размещений акций и 3 млрд. в результате вторичных размещений. Объем зарубежных размещений сократился по сравнению с 2006 годом на 68% (в 2006 году за счет акций типа «Н» было привлечено 39,5 млрд. долл.) [170, 9]. Однако необходимо отметить, что последняя цифра чрезвычайно высока и выделяется из общего ряда.

Так как на протяжении первой половины 2006 года IPO на внутреннем рынке акций были приостановлены (в процессе проведения реформы нерыночных акций), многие компании были вынуждены обратиться к размещению акций за пределами КНР. Среди прочих на Гонконгской фондовой бирже провели размещения три крупных коммерческих банка.

В 2007 году ситуация кардинально изменилась: IPO на внутреннем рынке возобновились, и активность размещений оказалась чрезвычайно высока. Большинство эмитентов стали отдавать предпочтение IPO на внутреннем рынке, так как средний коэффициент P/E в КНР был выше, чем в Гонконге.

По состоянию на начало 2008 года, всего 148 компаний КНР разместили за пределами страны акции на сумму 107,6 млрд. долл. В их числе 106 компаний включены в основной список Гонконгской фондовой биржи, 39 – в ее же список «компаний роста» и 3 – в список Сингапурской фондовой биржи.

Из всех эмитентов КНР в составе основного списка Гонконгской фондовой биржи 10 имеют также листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже, 4 – на Лондонской и 1 – как на Нью-Йоркской, так и на Лондонской. На начало 2008 года 52 компании-эмитента Н-акций произвели также размещение А-акций на внутреннем рынке КНР [170, 9].

По прогнозам агентства «Moody's», в период 2007-2010 годов на рынке акций типа «А» ожидалось порядка 150 крупных IPO, со средним объемом

более 125 млн. долл. Общий прогнозируемый объем IPO превышает 125 млрд. долл. [191, 62]. Данные таблицы 2.5 показывают, что докризисное развитие рынка по масштабу значительно превосходило прогнозируемый уровень.

Таблица 2.5

## Основные показатели первичного рынка акций Китая

<i>Объем за год, млрд. долл.</i>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Количество IPO	29	93	120	77
Количество SPO	15	60	164	44
Объем IPO, в т.ч.				
<i>Рынок акций «А»(млрд. долл.)</i>	0,68	19,7	60,3	н/д
<i>Рынок акций «Н»(млрд. долл.)</i>	15,3	37,6	9,5	3,8
Объем SPO, в т.ч.				
<i>Рынок акций «А» (млрд. долл.)</i>	3,4	10,6	37,5	н/д
<i>Рынок акций «Н»(млрд. долл.)</i>	3,6	1,9	3	0,6
<b><i>Всего на рынке акций «А» (млрд. долл.)</i></b>	<b>4,08</b>	<b>30,3</b>	<b>97,8</b>	<b>45,0</b>
<b><i>Всего на рынке акций «Н» (млрд. долл.)</i></b>	<b>18,9</b>	<b>39,5</b>	<b>12,5</b>	<b>4,4</b>

\* Расчет по данным Международной федерации фондовых бирж, КУКЦБ.

Из таблицы видно, насколько впечатляющим был рост объемов привлечения капитала на рынке акций типа «А» в докризисный период. Это связано как с введением нового порядка проведения IPO в 2006 году, так и с успешным осуществлением реформы нерыночных акций. По итогам 2008 года (в сравнении с 2007 г.) вследствие кризиса объем размещений на рынке акций «А» сократился в два раза (тем не менее он остался в 1,5 раза выше, чем в 2006 г.), на рынке акций «Н» в Гонконге – в три раза. Однако, несмотря на это, в целом первичный рынок акций типа «А» сохранил значительный инвестиционный потенциал. Необходимо также отметить наметившуюся до кризиса тенденцию роста привлечений посредством SPO, количество которых в 2007 году в 1,5 раза превысило число IPO, а их объем составил около 30% общей суммы привлеченных средств. Возрастающая роль вторичных размещений свидетельствует о новом качественном уровне в развитии рынка акций КНР.

Большинство компаний Китая, выпускающих акции, составляют государственные корпорации с контрольным пакетом акций, прямо или

опосредованно принадлежащим государству. С точки зрения госкорпораций - бывших госпредприятий, их акционирование и листинг зачастую не вели к самостоятельности, сохранялся почти полный контроль над ними со стороны административных органов и контролирующих акционеров. Наиболее яркие проявления этого процесса следующие:

- 1) Крупнейшие акционеры, контролируя акционерный капитал, собрание акционеров, совет директоров, откровенно игнорируют интересы миноритариев и не позволяют им участвовать в процессе принятия ключевых решений.
- 2) В ряде компаний средства от IPO рассматриваются как полученные безвозмездно. Таким образом, их руководство практикует изменение целевой направленности этих средств, а также их нецелевое использование. Также имеет место присвоение активов, вывод прибыли посредством аффилированных сделок и другие злоупотребления. Все это ведет к «проеданию» активов и, в конечном счете, к убыточности компаний.
- 3) Некоторые корпорации публикуют заведомо ложную финансовую отчетность, осуществляют фиктивные сделки слияний и поглощений; используют средства от IPO и другие активы для спекуляций на рынке акций (в том числе и акциями собственной компании), что приводит к периодическим обвалам рынка и убыткам для рядовых инвесторов; уклоняются от справедливого распределения прибыли и размещают ее под высокие проценты. Естественно, в такой ситуации миноритарии оказываются обделенными. [187, 55]

Таким образом, одной из насущных проблем государственных корпораций является достаточно низкое качество корпоративного управления.

Частные компании составляют пока меньшинство на фондовом рынке. В силу описанной выше бюрократизированной процедуры распределения квот на проведение IPO, частным компаниям чрезвычайно трудно пробиться на биржевой рынок. Этот тип эмитентов более демократичен в управлении, тем не менее государство и для них требует закрепления контрольных пакетов за

учредителями – юридическими лицами (в форме «Legal Person Shares» – акций юридических лиц).

В соответствии с действующим законодательством, компания может получить листинг только при условии непрерывной рентабельности ее деятельности на протяжении последних трех лет. Для абсолютного большинства молодых динамичных компаний такое условие трудновыполнимо.

В этих условиях частные компании зачастую прибегают к «листингу с черного входа» (back-door listing) путем обратного слияния с разорившимися или близкими к этому госкомпаниями, имеющими листинг на бирже. Таким образом, затем частным компаниям можно рассчитывать на дополнительное финансирование, подав заявку на проведение SPO уже в статусе листинговой компании. [180,30]

Учитывая высокий удельный вес и динамичность частного сектора в Китае, частные компании жизненно нуждаются в широком доступе на первичный рынок. Таким образом, в среднесрочной перспективе для частных компаний можно прогнозировать значительное расширение доступа на фондовый рынок и либерализацию процедур публичных размещений.

В соответствии с действующим «Законом о компаниях», срок существования частной компании в качестве АО до возможности подавать заявку на проведение IPO исчисляется одним годом (ранее было три года). Также сняты ограничения, не позволявшие ранее компаниям проводить SPO сразу после проведения дополнительной эмиссии, даже при наличии экстренной потребности в дополнительном финансировании.

Однако все преимущества частных компаний в инновационности и динамичности бизнеса не означают, что у них нет проблем с качеством корпоративного управления, аналогичных госкорпорациям. В случае частных компаний также имело место множество расследований рыночных манипуляций и хищений со стороны крупных акционеров и топ-менеджеров.

В докризисный период наиболее активным сегментом частных компаний, вышедших на биржевой рынок, были быстрорастущие, динамичные IT-

компаний. Однако в течение 2008 года многие из них отсрочили уже запланированные размещения.

*В последние годы усилия регулятора были направлены на постепенную либерализацию и совершенствование механизма публичных размещений.* Так, до 2000 года региональные правительства решали, какие из подведомственных им компаний пройдут листинг, в соответствии с квотой, установленной Центральным правительством. Таким образом, региональные правительства выбирали компании, которые важны с точки зрения занятости и налоговых поступлений на региональном уровне, но эти компании далеко не всегда имели устойчивое финансовое положение. Региональные правительства покрывали их убытки, чтобы сохранить для них листинг на бирже. [177, 3]

В 2000 году была введена новая система, в соответствии с которой квоты на организацию определенного количества IPO выделялись универсальным компаниям по ценным бумагам. Тем не менее, КУКЦБ по-прежнему сохраняет решающее влияние в процессе выдвижения кандидатов на IPO [177, 3]. В 2004 году инвестиционные банки – андеррайтеры стали нести ответственность за раскрытие информации компаниями.

Средства, полученные в результате IPO, могут быть направлены исключительно на цели, указанные в инвестиционном меморандуме компании. Эмитент должен быть отделен от своей материнской компании в организационном плане и во всех аспектах деятельности. Должны регулярно производиться дивидендные выплаты в объеме не менее 20% чистой прибыли. Ограничение на объем акций, размещаемых в процессе IPO, в настоящее время установлено на уровне 30% общего количества акций. Существует ряд других требования и ограничений. [180, 11]

В таблице 2.6 обобщены ключевые этапы в развитии системы регулирования рынка IPO.

## Основные этапы в развитии регулирования первичного рынка акций Китая

<i>Период</i>	<i>Основные этапы развития</i>
1990 - 2000	Наличие жесткой регламентации процесса IPO; централизованное, прямое распределение квот по регионам в угоду «избранным» госпредприятиям; фиксированное установление цен размещения регулятором
2000 - 2003	Ослабление и частичная децентрализация процесса квотирования IPO, открывшие путь на рынок акций более широкому кругу компаний
2003 - 2005	Введение новой, рыночно ориентированной процедуры установления цены размещения, устанавливаемой на базе оценок институциональных инвесторов
2005 – 2008	Установление нового порядка проведения IPO в результате реформы нерыночных акций: выход компаний на рынок без разделения акций на рыночные и нерыночные, возможность выхода группами компаний; становятся значительными роль и удельный вес вторичных размещений

Из приведенной таблицы следует, что долгосрочной тенденцией развития первичного рынка акций является либерализация эмиссионных процедур.

С 2005 года в Китае действует новый порядок определения цены по IPO. Он предусматривает большую рыночную ориентацию и прозрачность процедур. Теперь цена размещения ограничена таким образом, что поступления от IPO не могут превышать двойную стоимость чистых активов компании по состоянию на год, предшествующий рассмотрению заявки на проведение IPO в КУКЦБ. [180, 11]

В соответствии с новым порядком, компании, осуществляющие IPO, обязаны сделать запросы по предполагаемым ценам на акции у 20 различных институциональных инвесторов, имеющих лицензию КУКЦБ (управляющие компании, компании по ценным бумагам, QFII), и у 50 инвесторов, если планируемый объем IPO превышает 400 млн. юаней (59 млн. долл.). Ценовые обоснования должны также поступить от андеррайтеров. Итоговой ценовой диапазон устанавливается на основе этих данных. Андеррайтеры и ко-андеррайтеры не могут продать приобретенные пакеты в течение трех месяцев после проведения IPO. [180, 12]

До этого не требовалось проводить такие исследования. Цена размещения директивно устанавливалась КУКЦБ на базе фиксированного значения

коэффициента P/E (в среднем на уровне 15) [188, 412]. Таким образом, множество цен размещения были необоснованными и корректировались рынком в первый день торгов. Теперь имеет место усиление роли институциональных инвесторов в процессе ценообразования. Цены на акции должны стать более обоснованными и благоприятными для инвесторов. Новый метод также усовершенствовал расчет дохода, приходящегося на акцию, в результате чего стали доступны более точные цифровые данные.

Новый порядок усилил давление на компании, проводящие IPO, и на андеррайтеров, в то же время обеспечил большую защиту интересов инвесторов. Цены в рамках IPO теперь точнее отражают реальную стоимость активов компаний и рыночный спрос на них.

В Китае действует *система поручительства в процессе проведения IPO*. Это означает, что при подаче эмитентом в КУКЦБ заявочных документов на проведение публичного размещения акций, необходимо также представить рекомендательное письмо поручителя, которым, как правило, становится главный андеррайтер размещения.

Поручитель и его вспомогательные представители (аудиторские, юридические, оценочные фирмы) осуществляют «дью дилидженс» в отношении эмитента с целью проверки правильности, полноты и достоверности представляемого перечня заявочных документов, а также содействия эмитенту в постановке надлежащей системы отчетности в течение консультационного периода. Поручитель несет ответственность за надлежащее состояние документации эмитента. Консультирование и контроль деятельности эмитента сохраняется на определенный период времени и после размещения.

Процесс ценообразования при проведении публичных размещений прошел трансформацию от директивного установления цены размещения регулятором до относительно рыночного механизма, функционирующего в настоящее время. Апробация нового порядка ценообразования началась в январе 2005 года и была признана успешной. Вскоре это было закреплено законодательно [170, 24].

Новый порядок ценообразования предусматривает направление предложений со стороны эмитента и его поручителя в адрес институциональных инвесторов (имеющих специальную лицензию КУКЦБ для осуществления такой деятельности).

Сначала инвесторам направляется предварительное предложение с целью получить ориентировочные параметры ценового коридора. Инвесторы независимо друг от друга направляют свои заявки. Проанализировав эти данные, эмитент и поручитель объявляют диапазон цены размещения.

На втором этапе эмитент направляет предложения тем же инвесторам уже с учетом установленного ценового коридора. Инвесторы имеют возможность варьировать свои заявки по объему и цене в пределах диапазона, они переводят денежные средства в обеспечение подписки на специальный счет, открытый поручителем для эмитента. На основе анализа этих заявок устанавливается окончательная цена размещения. Процесс ценообразования проиллюстрирован в таблице 2.7.

Таблица 2.7

## Процесс ценообразования на рынке IPO Китая

<b>Общая задача</b>	Доведение до инвесторов инвестиционной привлекательности эмитента	Определение ценового диапазона	Определение цены размещения
<b>Метод реализации</b>	Аналитический отчет об инвестиционной стоимости эмитента	Предварительный маркетинг	Официальная подписка и онлайн-подписка
<b>Конкретные мероприятия</b>	Аналитическое подразделение ведущего андеррайтера оценивает объем спроса на вторичном рынке	Встречи с инвесторами, представление инвестиционной истории эмитента	Официальная подписка: заявки в пределах ценового коридора и определение цены размещения на основе их анализа
	Получение положительных отзывов от внешних аналитических подразделений	Взаимодействие менеджмента компании с потенциальными инвесторами (роуд-шоу)	Онлайн-подписка: заявки по верхней границе ценового коридора

Источник: [170, 25], UBS Securities.



Требования к проведению SPO предусматривают следующее: среднегодовая рентабельность активов за последние три года должна быть не ниже 10%, коэффициент «активы/обязательства» - не ниже среднего значения по отрасли. Инвестиционные проекты, финансируемые с помощью прежних размещений, должны быть выполнены не менее чем на 70%.

Если доля размещаемых акций в процессе SPO превышает 20% акционерного капитала, решение о размещении должно быть принято на собрании акционеров. Если после проведения SPO прибыль компании в следующем отчетном периоде снизится более чем на 50%, главный андеррайтер может лишиться лицензии КУКЦБ. Цена размещения по SPO не может быть ниже текущих биржевых котировок акций [116, 660].

Квоты на проведение SPO устанавливаются совместно КУКЦБ, Народным банком Китая и Государственным комитетом по реформе и развитию.

В апреле 2006 года возобновились IPO, прерванные на период активной фазы реформы нерыночных акций, и, в соответствии с новым порядком, без выделения сегмента нерыночных акций.

Новые правила позволяют крупнейшим эмитентам выводить на фондовый рынок материнские компании (а не дочерние компании с наиболее привлекательными производственными активами, как это было ранее), формируя таким образом публичные холдинговые компании. Размещения такого типа уже провели: «Bank of China» на сумму 9,7 млрд. долл., железнодорожная компания «Da Qin» – на 1,9 млрд. долл.; Промышленно-торговый банк Китая провел рекордное по объемам IPO на сумму 19,1 млрд. долл. [191, 113]. Всего по состоянию на начало 2008 года на рынок вышло 266 холдинговых компаний [168, 44].

*Эмиссионная деятельность на рынке облигаций* характеризуется традиционно высокими объемами размещений государственных ценных бумаг и заметной активизацией сегмента корпоративных облигаций.

В таблице 2.8 приведены объемы эмиссии облигаций по видам.

## Эмиссия облигаций по видам, млрд. долл.

Год/Выпуск	Казначейские облигации	Финансовые облигации	Корпоративные облигации	Всего
2004	84,4	50,6	4,0	139,0
<i>доля в %</i>	<i>60,7</i>	<i>36,4</i>	<i>2,8</i>	<i>100</i>
2005	85,8	71,3	24,9	182,0
<i>доля в %</i>	<i>47,1</i>	<i>39,1</i>	<i>13,7</i>	<i>100</i>
2006	111,4	114	48,9	274,3
<i>доля в %</i>	<i>40,6</i>	<i>41,6</i>	<i>17,8</i>	<i>100</i>
2007	286,5	143,2	66,6	496,3
<i>доля в %</i>	<i>57,7</i>	<i>28,8</i>	<i>13,4</i>	<i>100</i>

\* Данные Китайской государственной депозитарно-клиринговой компании – [www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)

Как свидетельствуют данные таблицы, рынок облигаций Китая характеризуется доминированием государственных ценных бумаг и близких к ним по свойствам финансовых облигаций. Произошел прорыв в развитии сегмента корпоративных облигаций, однако объемы их размещений по-прежнему значительно отстают от казначейских бумаг. Таким образом, именно развитие сегмента корпоративных облигаций является приоритетной задачей на рынке, обозначенной регулятором.

В 1992-2007 г.г. всего было выпущено казначейских облигаций на сумму 8,33 трлн. юаней (1,2 трлн. долл.), причем только в 2007 году на 286,5 млрд. долл.; финансовых облигаций – на 4,82 трлн. юаней (690 млрд. долл.), причем в 2007 г. – на 143,2 млрд. долл.; корпоративных облигаций – 1,46 трлн. юаней (208 млрд. долл.), причем подавляющая их часть в 2005-2007 г.г. - на 1,11 трлн. юаней (140 млрд. долл. - см. табл. 2.8) [расчет по 168, 153]. Таким образом, 2007-й год ознаменовался резким ростом эмиссии государственных облигаций, а период 2005-2007 г.г. – корпоративных.

Механизм эмиссии государственных и финансовых облигаций характеризуется высокой централизацией и жестким регулированием. Эмитентом казначейских облигаций выступает Министерство финансов КНР. Выпуск финансовых облигаций осуществляется государственными банками развития с разрешения Народного банка Китая.

В 1981-1990 г.г. государственные облигации размещались в «добровольно-принудительном» порядке. Министерство финансов определяло объем эмиссии по провинциям, финансовые органы провинций в свою очередь распределяли займы по предприятиям. Стоимость облигаций затем вычиталась из стоимости рабочих и служащих [116, 667].

В 1991 г. Министерство финансов начало проводить размещение также и на добровольной основе через синдикат андеррайтеров. Однако большого успеха это новшество не имело в связи с тем, что на рынке к тому времени появились такие доступные для населения инструменты, как акции и недвижимость. В 1992 г. лишь немногим более 12% всех облигаций было размещено подобным способом. Стремясь повысить эффективность данного метода, правительство назначило 19 первичных дилеров, в обязанности которых входило размещение облигаций среди инвесторов [116, 667].

В 1995 г. часть облигаций стала размещаться на аукционах. Тем не менее, вплоть до второй половины 1990-х годов, несмотря на постепенный переход к рыночным методам размещения, основным оставалось административное распределение. Доходы по казначейским облигациям не облагаются налогами [116, 668].

Процесс эмиссии корпоративных облигаций прошел трансформацию от жесткого государственного регулирования к значительной либерализации.

В 1993-2007 г.г. выпуск корпоративных облигаций подлежал квотированию на государственном уровне. Ежегодно Госсовет КНР распределял подобного рода квоты между предприятиями центрального и местного подчинения, а также различными секторами экономики. Исходя из этого (и с учетом приоритетов государственной структурной политики) Государственный комитет по реформе и развитию занимался распределением квот среди отдельных компаний [98, 68].

В 2007 г. система государственного квотирования корпоративных облигационных займов была отменена. Теперь эмиссию может осуществить любая компания, отвечающая установленным критериям. Произошла

значительная деbüroкратизация эмиссионных процедур, отмена ограничений на использование получаемых средств (теперь разрешено направлять их не только на капиталовложения, но и на текущие операционные нужды компании, в том числе на реструктуризацию долгов и активов. Требование предоставления банковских гарантий по займам заменено системой корпоративных кредитных рейтингов, обеспечивающих большую прозрачность компаний. Произведена либерализация регулирования уровня купонного дохода. Приняты меры, стимулирующие инвестиционную деятельность на рынке облигаций страховых компаний, фондов социального страхования, инвестиционных фондов [98, 77].

Для выпуска корпоративных облигаций компания должна отвечать следующим требованиям: 1) размер чистых активов не менее 30 млн. юаней для акционерной компании (4,3 млн. долл. – прим. авт.) и 60 млн. юаней для компании с ограниченной ответственностью); 2) объем займа не превышает 40% стоимости чистых активов эмитента; 3) среднегодовой объем распределяемой прибыли в расчете за последние три года достаточен для выплаты годовых процентных выплат по займу; 4) срок займа составляет более одного года; 5) объем эмиссии не менее 50 млн. юаней (7,1 млн. долл. – прим. авт.); 6) кредитный рейтинг заемщика должен быть удовлетворительным [183, 157].

Границы доходности корпоративных облигаций регулируются Народным банком Китая: процентная ставка по ним (плавающая или фиксированная) превышает доходность казначейских облигаций и ставку по срочным банковским вкладам, но не должна превышать последнюю более чем на 40% [98, 68].

В частности, для получения облигациями листинга на фондовой бирже интересы эмитента должны представлять два рекомендателя (компании или организации, являющиеся членами биржи или признанные ей), отвечающие за составление заявочных документов, гарантирующие их подлинность и оказывающие содействие эмитенту в процессе прохождения листинговых процедур.

Возможна также эмиссия конвертируемых облигаций. Для их выпуска компании должны отвечать более жестким требованиям: 1) доходность чистых активов (рассчитанная как средневзвешенная величина) за последние три года должна быть не менее 6%, исходя из показателей чистой прибыли с учетом экстраординарных прибылей или убытков; 2) суммарный объем выпущенных облигаций с учетом данной эмиссии не может превышать 40% стоимости чистых активов компании по состоянию на конец последнего отчетного периода; 3) средний объем распределяемой прибыли компании за последние три года должен быть не меньше суммы годовых процентных выплат по данному облигационному займу; 4) срок погашения выпуска составляет от 1 до 6 лет; 5) размер купона устанавливается эмитентом после консультации с главным андеррайтером; 6) требуется присвоение эмитенту отслеживаемого кредитного рейтинга аккредитованным рейтинговым агентством; 7) заем должен быть обеспечен гарантиями (за исключением случаев, когда эмитентом является котирующаяся компания с объемом чистых активов не менее 1,5 млрд. юаней (214 млн. долл. – авт.); 8) цена конвертации облигаций должна быть не ниже среднего уровня котировок акций данной компании за период 20 дней, предшествующих дате публикации проспекта эмиссии. [183, 158].

До начала либерализации рынка корпоративных облигаций в качестве их эмитентов преобладали госпредприятия, среди которых в последние годы (в условиях энергодефицита) особенно выделялись энергетические компании, строительные компании, сооружающие крупные объекты в энергетике и инфраструктуре. Наиболее крупный единичный выпуск корпоративных облигаций зафиксирован в 2002 г., когда ради приобретения сетевых активов в восьми провинциях КНР ведущая телекоммуникационная корпорация «Чайна Мобайл» эмитировала облигаций на 8 млрд. юаней (более 1 млрд. долл. – авт.) [98, 69].

Основными покупателями корпоративных облигаций, как правило, являются страховые, финансовые и управляющие компании, сельские кредитные кооперативы.

Проводимый правительством курс либерализации рынка корпоративных облигаций уже имеет следствием значительный рост количества размещений. В 2007 году осуществлено 89 эмиссий корпоративных облигаций, годом ранее - 49 [163, 22].

### **2.3 Вторичный рынок ценных бумаг**

В настоящее время в Китае идет процесс создания многоуровневого РЦБ, состоящего из основного биржевого рынка, биржевого рынка «компаний роста» (GEM, Growing Enterprises Market) и общенационального внебиржевого рынка. Полностью реализована концепция лишь основного биржевого рынка. На Шэньчжэньской фондовой бирже существует отдельный биржевой рынок средних и малых компаний (Small and Medium-sized Enterprise Board, SME Board), однако требования к листингу по нему совпадают с основным списком биржи. Подготовка к началу работы рынка «компаний роста» близка к завершению.

Общая рыночная капитализация 1550 компаний, имеющих листинг на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах, на начало 2008 года достигала 4,3 трлн. долл. (в том числе 139 млрд. долл. приходится на сектор малых и средних компаний Шэньчжэньской фондовой биржи), составив рекордные 133% объема ВВП, при годовом росте в 265%. Рыночная капитализация акций в свободном обращении (free float) достигла 1,22 трлн. долл. при годовом росте в 270%. [170, 10].

Однако с февраля 2008 года началась масштабная рецессия рынка, явившаяся предвестником мирового финансового кризиса, с началом которого падение фондового рынка Китая усилилось.

В таблице 2.9 обобщены наиболее существенные этапы развития вторичного рынка акций Китая.

## Основные этапы развития вторичного рынка акций КНР

<i>Период</i>	<i>Основные этапы развития</i>
1990 - 2001	Зарождение биржевого РЦБ; формирование структуры и полномочий регулятора; устойчивый рост рыночной капитализации; рынок предельно спекулятивный при отсутствии устойчивого ядра «голубых фишек» и абсолютном доминировании розничных инвесторов при слаборазвитом секторе институциональных инвесторов
2001 -2005	Многолетняя рецессия рынка вследствие проблемы «нерыночных акций» и роста мировых цен на углеводороды; сокращение общего количества и объемов IPO, относительный упадок в биржевой торговле
2005 – 2008	Начало реформы нерыночных акций; введение нового, более рыночно-ориентированного порядка проведения IPO, как следствие – возобновление стремительного устойчивого роста рынка акций

Необходимо отметить, что беспрецедентному росту китайского рынка 2006 - начала 2008 годов предшествовала столь же масштабная рецессия 2001-2005 годов. В частности, начиная с 2004 года, на рынке акций типа «А» произошли неблагоприятные изменения. Основу данного рынка составляют крупные промышленные компании, и волна роста международных цен на первичные энергоносители (углеводороды) вызвала простой значительных производственных мощностей. Как следствие, двухлетняя устойчивая тенденция роста производства приостановилась. Таким образом, начиная с 2005 года, наметился спад в промышленности, еще более усилившийся в 2006 году.

Данные годовой отчетности компаний за 2005 год свидетельствовали, что для 1376 котирующихся компаний Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж средневзвешенная прибыль на акцию (EPS) составила 0,22 юаня, снизившись на 7,88% по сравнению с предыдущим годом. Коэффициент рентабельности чистых активов был равен 8,2% (снижение на 8,9%). Тем не менее, уже по итогам 2006 года EPS составил 0,26 юаней, как следствие стремительного роста рынка акций [167, 44].

В начале 2006 года экономический рост возобновился и усилился в 2007 году: наметилось повышение потребительских расходов населения, а также произошла коррекция цен на углеводороды. Совокупность этих факторов благоприятно сказалась на эффективности и рентабельности производства в

металлургии, электроэнергетике, нефтехимии, автомобилестроении, а также сельском хозяйстве и текстильной промышленности. Таким образом, ярко выраженный промышленный уклон в отраслевой структуре фондового рынка Китая обуславливает наличие обратной взаимосвязи динамики котировок акций и уровня международных цен на углеводороды.

В то же время реформа обращающихся акций способствовала выходу на биржевой рынок эмитентов с качественными производственными активами. Далее, такие нововведения, как выход корпораций на фондовый рынок группами компаний, уменьшение сокрытия прибыли по аффилированным сделкам, активное стимулирование подписки на вновь эмитируемые акции, - всё это, в конечном счете, помогло преодолеть спад на рынке акций типа «А» и вновь дало толчок его колоссальному росту вплоть до начала мирового финансового кризиса.

В 2007 году начался процесс снятия ограничений на обращение G-акций. Появление их на рынке будет способствовать снижению спекулятивного ажиотажа вокруг переоцененных акций, и их стоимость будет снижаться до справедливого уровня.

Таким образом, снятие моратория на обращение G-акций станет ключевым фактором понижающей коррекции котировок переоцененных акций. В течение 2006 года для 198 эмитентов с реорганизованным акционерным капиталом мораторий был снят. В обращение поступили 7,95 миллиардов G-акций, причем подавляющая доля акций в этом объеме пришлась на долю таких крупных корпораций как «CITIC Securities» и «China Minsheng Banking Group», в результате чего образовалась чрезмерная ликвидность этих и ряда других акций. В силу этого произошло некоторое снижение котировок. В будущем можно ожидать, что эмитенты с высокими значениями P/E и не имеющие перспектив роста прибыли, будут сталкиваться с падением котировок после поступления в обращения их G-акций [191, 116].

*Обращение облигаций в КНР осуществляется на межбанковском, биржевом и внебиржевом рынках. Общий объем непогашенных*



облигационных займов на начало 2008 года составил 1,62 триллиона долларов (рост за год 33%). Рыночная капитализация “free float” по вторичным рынкам облигаций составляет: межбанковский рынок – 1,46 триллионов долларов, биржевой рынок – 43,3 млрд. долл. и внебиржевой рынок – 5,25 млрд. долл., соответственно 90,35%, 2,68% и 0,32% общей капитализации рынка облигаций. Суммарный объем обращающихся облигаций на указанных рынках составляет 109 млрд. долл., или 6,73% общей капитализации рынка облигаций [170, 11].

По состоянию на начало 2008 года, в структуре институциональных инвесторов 67,6% всех выпущенных облигаций приходится на коммерческие банки; 7,6% - на страховые компании; 4,2% - на инвестиционные фонды [163, 24].

В таблице 2.10 представлена структура сделок на вторичном рынке облигаций Китая.

Таблица 2.10

## Структура сделок с облигациями в 2007 году

Вид рынка	Количество сделок (тыс.)	Объем сделок, (млрд. долл.)	Доля, %
Межбанковский рынок	188,6	8 295,2	97.31
Шанхайская Фондовая биржа	766,2	229,4	2.68
Шэньчжэньская фондовая биржа	32,4	0,065	-
Внебиржевой рынок коммерческих банков	51,4	0,46	0.01
Всего	1038,6	8 525,2	100

\* Данные Китайской государственной депозитарно-клиринговой компании – [www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)

Как свидетельствуют данные таблицы, в 2007 году объем расчетов на рынке облигаций достиг 8,5 триллионов долларов. Годовой рост показателя составил 61,5%. Объем расчетов по видам рынков при этом распределяется следующим образом: на межбанковский рынок приходится 97,31% (8,29 трлн. долл.), на биржевой – 2,68% (230 млрд. долл.), на внебиржевой - 0,01% (460 млн. долл.). Подавляющая часть биржевых сделок осуществляется на Шанхайской

фондовой бирже. Объем сделок «спот» с казначейскими облигациями на Шэньчжэньской фондовой бирже в 2007 году составил всего 66,7 млн. долл. [170, 12].

По состоянию на начало 2008 года на Шанхайской фондовой бирже имели листинг 150 выпусков облигаций (сделки «спот»). За 2007-й год эта цифра увеличилась на 18. В 2007 г. Министерство финансов КНР разместило на фондовой бирже 20 выпусков казначейских облигаций. Листинг на бирже имели 61 выпуск казначейских облигаций с общей капитализацией 37 млрд. долл., 68 корпоративных облигаций (рост за год на 8 эмиссий) - 6,7 млрд. долл., 15 конвертируемых облигаций - 3,9 млрд. долл. [183, 156].

На Шанхайской фондовой бирже в 2007 г. общий оборот по сделкам с облигациями достиг 272 млрд. долл. В частности, объем сделок «спот» с казначейскими облигациями составил 16,6 млрд. долл., сделок «репо» - 241 млрд. долл. Оборот по сделкам «спот» с корпоративными облигациями достиг 4,1 млрд. долл., по сделкам «репо» - 3,5 млрд. долл. Оборот по конвертируемым облигациям составил 6,3 млрд. долл. [183, 156]. Таким образом, сделки «репо» составляют подавляющую часть общего биржевого оборота.

Однако доминирующую роль на вторичном рынке облигаций играет межбанковский рынок (см. табл. 2.10). Общий оборот в 2007 году вырос на 57,5% и составил 8,3 трлн. долл. Средний дневной оборот достиг 33,4 млрд. долл., что превышает аналогичный показатель биржевого рынка акций (25,1 млрд. долл.). Ведущую роль на межбанковском рынке также играют сделки «репо», достигнув в 2007 г. 73,3% общего объема сделок (6 трлн. долл.), в то время как 26,7% оборота приходится на сделки «спот» (2,3 трлн. долл.).

Ликвидность межбанковского рынка облигаций характеризуется следующими показателями: общая ликвидность рынка -134%, казначейских облигаций – 46%, финансовых облигаций – 103,6%, корпоративных облигаций – 111%, краткосрочных корпоративных облигаций – 419% [163, 28].

*В Китае действует двухбиржевая система, представленная Шанхайской и Шэньчжэньской фондовыми биржами. Обе биржи, в соответствии с*

законодательством, являются самоуправляемыми некоммерческими организациями. Биржи, так же как и Китайская государственная депозитарно-клиринговая компания, созданная в 2001 году для их централизованного обслуживания, полностью подконтрольны КУКЦБ. В компетенции регулятора находятся все ключевые кадровые решения в отношении персонала бирж. Комиссия также вправе направлять на биржи административный запрос для приостановления торгов по любым финансовым инструментам.

Шанхайская фондовая биржа по торговому ареалу является крупнейшей в Азиатско-Тихоокеанском регионе (3,6 тыс. кв. м.). Она оснащена передовой компьютерной техникой и программным обеспечением. Торговая система биржи позволяет принимать до 29 млн. заказов на куплю-продажу ценных бумаг и совершать до 60 млн. операций в день. Заказы принимаются как от брокеров, работающих на торговой площадке, так и через интернет, и исполняются автоматически с учетом времени поступления и размера запрошенной операции. Собственная система спутниковой телекоммуникационной и оптико-волоконной связи, охватывающая всю территорию Китая, позволяет бирже отслеживать и контролировать рыночную деятельность в реальном времени, распространять актуальную биржевую информацию в общенациональном масштабе и за рубежом [98, 72].

Торговые сессии на обеих биржах проходят в два этапа - с 9:15 до 11:30 и с 13:00 до 15:00. Цены открытия и закрытия устанавливаются посредством онкольного (залпового) аукциона. В остальное время торги проходят в режиме непрерывного двойного аукциона, аналогичном на большинстве фондовых бирж. На биржах также введены ограничения колебаний котировок, установленные на уровне 10% и действующие автоматически. Членами фондовых бирж являются китайские компании по ценным бумагам, имеющие соответствующие лицензии КУКЦБ.

Шанхайская фондовая биржа по объему операций значительно превосходит Шэньчжэньскую биржу. В Шанхае также представлен более широкий набор финансовых инструментов: помимо акций и облигаций, ведутся торги паями

инвестиционных фондов, индексными фондами. В Шанхае абсолютное большинство листинговых компаний составляют госкорпорации – бывшие госпредприятия, в то время как в Шэньчжэне существует биржевой рынок средних и малых компаний, представляющих в основном частный капитал.

КУКЦБ запрещает компаниям иметь одновременный листинг на обеих биржах (кросс-листинг), поэтому состав эмитентов в Шанхае и Шэньчжэне полностью различен.

Наибольшим спросом на биржевом рынке пользуются акции компаний, работающих в электроэнергетике, энергетическом машиностроении, угледобывающей и нефтехимической промышленности, черной и цветной металлургии, на морском и воздушном транспорте, в сфере информационных технологий [98, 69].

В таблице 2.11 представлена динамика показателей деятельности Шанхайской фондовой биржи.

Таблица 2.11

Основные показатели деятельности Шанхайской фондовой биржи

Показатель на конец года	2005	2006	2007	2008
Количество листинговых компаний	833	842	860	864
Количество счетов инвесторов(млн.)	38,5	41	71,5	75,5
Количество компаний по ценным бумагам – членов биржи	152	152	142	109
Капитализация рынка акций (млрд. долл.), в т.ч.	286,2	917,5	3 694,3	1 425,3
Капитализация“free float”(млрд. долл.) (доля в %)	82,4 (28,8)	206,1 (22,4)	830,3 (22,5)	470 (33)
Объем сделок с акциями (млрд. долл.)	238,5	736,3	4 069,5	2587,0
Объем сделок с облигациями (млрд. долл.)	39,3	23	22,8	42,8
Гербовый сбор (млрд. долл.)	0,9	1,45	18	н/д
Среднее значение P/E	16,3	33,3	59,2	14,85
Композитный индекс на конец года	1161,06	2675,47	5261,56	1820,81

\*Данные КУКЦБ и Шанхайской фондовой биржи – [www.csfc.gov.cn](http://www.csfc.gov.cn), [www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)

Как показывают приведенные данные, на Шанхайской бирже в период беспрецедентного «рынка быков» и инвестиционного бума на фондовом рынке Китая 2005-2007 г.г. почти удвоилось число открытых инвестиционных счетов. Рыночная капитализация и объем сделок с акциями в 2005-2007 г.г.

продемонстрировали более чем десятикратный рост. Биржевой рынок облигаций незначителен (сконцентрирован в основном на межбанковском рынке). Происходит сокращение числа компаний по ценным бумагам вследствие продолжающейся консолидации данного сектора. По итогам 2008 году объем капитализации «free float» существенно вырос и достиг 33%. Исходя из этого, можно предположить, что проявляются первые результаты реформы нерыночных акций.

По итогам 2008 года, в ходе мирового финансового кризиса произошло резкое снижение показателей (падение капитализации в 2,5 раза). Однако значительная часть потенциала, достигнутого в 2005-2007 г.г., сохранена. Рынок сохраняет высокую ликвидность: объем сделок с акциями в процентном отношении сократился в меньшей мере, чем капитализация. В то же время значение коэффициента P/E снизилось больше, чем рынок в целом, что вероятно свидетельствует об ухудшении операционных показателей котирующихся компаний.

В таблице 2.12 представлена динамика показателей деятельности Шэньчжэньской фондовой биржи.

Таблица 2.12

Основные показатели деятельности Шэньчжэньской фондовой биржи

<b>Показатель на конец года</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Количество листинговых компаний	544	579	670	740
Количество счетов инвесторов (млн.)	34,75	37,56	67,49	75,08
Количество компаний по ценным бумагам – членов биржи	177	176	123	109
Капитализация рынка акций (млрд. долл.), в том числе:	114	223,2	753	353,4
Капитализация “free float” (млрд. долл.) (доля в %)	47,3 (41,5)	107,6 (48,2)	375 (50)	189,0 (53,5)
Объем сделок с акциями (млрд. долл.)	151,6	486	2038	1241,7
Объем сделок с облигациями (млрд. долл.)	2,8	1,8	3,4	н/д
Гербовый сбор (млрд. долл.)	3,14	0,8	9,1	н/д
Среднее значение P/E	16,36	32,72	69,74	16,72
Композитный индекс на конец года	278,74	550,59	1447,02	553,3

\*Данные КУКЦБ и Шэньчжэньской фондовой биржи – [www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn), [www.szse.cn](http://www.szse.cn)

Из данных таблицы следует, что в 2005-2007 г.г. на Шэньчжэньской бирже также произошел многократный рост рыночной капитализации и объема сделок с акциями (в части капитализации, однако, меньший, чем в Шанхае). В то же время уровень капитализации «free float» неуклонно растет. Он значительно выше, чем в Шанхае, и в 2008 году достиг 53,5%. Это объясняется тем, что в Шэньчжэне высока доля частных компаний и, соответственно, пакетов акций юридических лиц (Legal Person shares), которые в ходе реформы нерыночных акций уже проданы на открытом рынке, а также активным выходом на биржевой рынок новых частных компаний. В частности, по данным таблицы (исходя из прироста листинговых компаний), в 2008 году в Шэньчжэне провели IPO 70 компаний, в Шанхае – всего 4. Вторичный рынок облигаций в Шэньчжэне крайне незначителен. В 2008 г. в ходе кризиса почти в два раза снизились ключевые показатели – рыночная капитализация и объем сделок с акциями.

В таблице 2.13 представлена динамика показателей рыночной концентрации Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж.

Таблица 2.13

Показатели рыночной концентрации Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж, %

Показатель за год	2005	2006	2007
Доля 5% крупнейших компаний в общей капитализации биржи:			
<i>Шанхай</i>	49,9	71,2	73,6
<i>Шэньчжэнь</i>	32,1	37,7	38,7
Доля 5% крупнейших компаний в общем объеме сделок			
<i>Шанхай</i>	31,7	31,5	31,6
<i>Шэньчжэнь</i>	28,7	28,6	27,7
Доля 10 крупнейших компаний в общей капитализации биржи			
<i>Шанхай</i>	32,6	56,6	51,6
<i>Шэньчжэнь</i>	17,6	22,2	19,3
Доля 10 крупнейших компаний в общем объеме сделок			
<i>Шанхай</i>	15,2	14,7	13,5
<i>Шэньчжэнь</i>	16,9	15,3	13,1

\* Данные Международной федерации фондовых бирж (WFE) – [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

Как свидетельствуют данные таблицы, за рассматриваемый период значительно выросла рыночная концентрация крупнейших компаний Шанхайской биржи в разрезе рыночной капитализации, но в разрезе объема

сделок их концентрация по-прежнему весьма невысока и даже демонстрирует некоторую тенденцию к снижению. Первое объясняется во многом проведением в этом периоде IPO крупнейшими госбанками и компаниями (в частности, «Industrial and Commercial Bank Of China (ICBC)», «Bank of China», «Petrochina» и др. крупнейшие компании), благодаря чему на Шанхайской бирже сформировалось мощное ядро «голубых фишек».

С другой стороны, массовые инвесторы в Китае в своих сделках не ограничиваются «голубыми фишками», и даже скорее отдают предпочтение акциям второго эшелона, как более подверженным рыночным манипуляциям. В силу этого, структура сделок по-прежнему является высоко диверсифицированной.

В Шэньчжэне рыночная концентрация была и остается невысокой как в аспекте рыночной капитализации компаний, так и объема сделок. Тем не менее, доля крупнейших компаний в капитализации имеет некоторую тенденцию к росту. В Шэньчжэне практически нет «голубых фишек», высока доля средних и малых частных компаний, поэтому сильнее выражена диверсификация торговых операций.

## **2.4 Профессиональные участники рынка ценных бумаг**

В силу доминирования на фондовом рынке КНР индивидуальных инвесторов, сектор институциональных инвесторов до последнего времени был относительно невелик. Развитие этого сегмента находится в числе важнейших приоритетов КУКЦБ. По состоянию на начало 2008 года, в КНР зарегистрировано 139 миллионов инвестиционных счетов. По сравнению с 2006 годом эта цифра выросла на 60 млн., или 76%. В то же время в начале 2008 года на 517 800 счетов институциональных инвесторов приходилось 46% общей рыночной капитализации «free float» фондового рынка. Это говорит о существенном повышении концентрации инвестиций [170, 14].

Таким образом, на начало 2008 года доля институциональных инвесторов в рыночной капитализации «free float» рынка акций типа «А» составила 46% (в 2004 году – всего 19%), что свидетельствует об успешности политики регулятора по укреплению роли институционального сектора на рынке [168, 42].

В настоящее время по объемам инвестиций на фондовый рынок Китая доминируют инвестиционные фонды. Другие виды участников включают компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские компании), страховые компании, Национальный фонд социального обеспечения, а также иностранные институциональные инвесторы, имеющие особый правовой статус – «квалифицированные иностранные институциональные инвесторы».

Каждая из названных категорий имеет в Китае свои особенности развития, рассмотренные ниже. На рисунке 2.2 схематично представлена структура профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов в КНР.

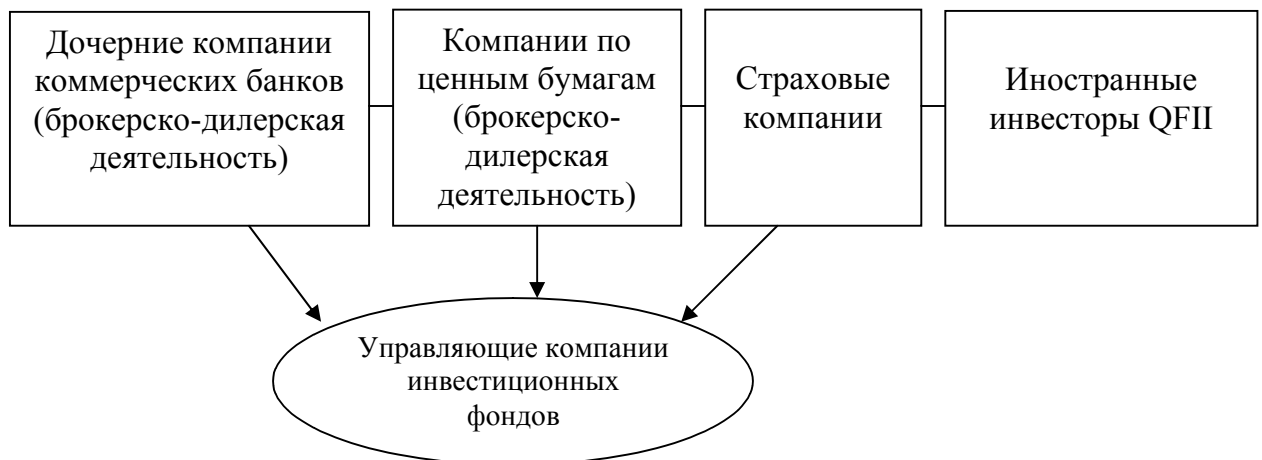


Рис. 2.2 Профессиональные участники РЦБ Китая

*Компании по ценным бумагам являются ключевыми участниками брокерско-дилерской деятельности на фондовом рынке. По состоянию на начало 2008 года, их доля в общем объеме инвестиций на рынок акций «А» составила 16,7% [168, 48].*

Большинство крупных компаний по ценным бумагам КНР учреждены в 1980-е годы либо различными экономическими агентами, подконтрольными



государству (крупными госпредприятиями, госбанками), либо непосредственно государственными финансовыми органами. В 1990-е годы большинство их было акционировано и получило листинг на биржах КНР или в Гонконге. При этом контролирующим акционером осталось государство в лице финансовых органов либо госпредприятий. Ряд крупнейших компаний контролируется региональными властями.

Таким образом, находясь под правительственным контролем, большинство крупных компаний часто испытывает прямое вмешательство в свою деятельность. Известен ряд случаев, когда под давлением региональных властей компании по ценным бумагам - андеррайтеры фальсифицировали финансовые показатели кандидатов на проведение IPO из числа лоббируемых госкомпаний, «доводя» их до приемлемого уровня. Зачастую значимые решения компании вынуждены принимать с оглядкой на местную администрацию [173, 7].

В крупных компаниях по ценным бумагам кандидатуры топ-менеджеров зачастую навязываются госорганами и подлежат одобрению соответствующих партийных комитетов. В компаниях действуют местные комитеты компартии (аналогично с госпредприятиями). Как правило, председатели комитетов являются членами наблюдательных советов компаний.

Однако необходимо отметить тенденцию к либерализации данной отрасли. Практика большинства компаний показывает, что местные власти и КУКЦБ больше не пытаются директивно назначать топ-менеджеров, вместо этого действует механизм утверждения регулятором кандидатур, одобренных акционерными собраниями компаний. Также является теперь крайне затруднительным снятие руководителей компаний без законных и веских оснований.

В последние годы активизировался приток частного капитала в сектор компаний по ценным бумагам. Многие компании, имеющие острый дефицит активов, привлекают частный капитал посредством дополнительных эмиссий акций. Ряд крупнейших финансовых посредников уже имеет долю частных

акционеров, достигающую 25%. Есть прецеденты крупных компаний, полностью принадлежащих частным акционерам (напр., «Minsheng Securities», один из крупнейших игроков сектора) [173, 16].

В Китае существует два типа компаний по ценным бумагам:

1) *универсальные компании (инвестиционные банки, брокерско-дилерские компании)*, имеющие право выступать андеррайтерами при организации публичных размещений ценных бумаг. Их минимальный уставный капитал составляет 500 млн. юаней (60 млн. долл.);

2) *брокерские компании* (являющиеся зачастую дочерними по отношению к крупным универсальным компаниям). Их возможности сводятся к торговле акциями по поручению клиентов; минимальный уставный капитал – 50 млн. юаней (6 млн. долл.) [116, 680].

В таблице 2.14 обобщены основные этапы развития сектора компаний по ценным бумагам.

Таблица 2.14

Основные этапы в развитии сектора компаний по ценным бумагам Китая

<i>Период</i>	<i>Основные этапы развития</i>
1990 - 1994	Зарождение и относительно стихийное развитие сектора в процессе формирования системы регулирования РЦБ
1994 - 2001	Осуществлено разделение банковского и инвестиционного дела; сформировались два типа компаний – универсальные и брокерские; на рынке большое количество участников с преобладающей долей небольших брокерских компаний
2001 - 2005	Повсеместная убыточность и стагнация сектора как следствие многолетней рецессии рынка акций; масштабное снижение доходов андеррайтеров и брокеров; массовое банкротство компаний
2005 – н.в.	Санация сектора со стороны регулятора; формирование системы контроля рисков в деятельности компаний; сокращение общего числа участников рынка как результат банкротств, слияний и поглощений в секторе

Регулирование сектора компаний по ценным бумагам централизованно осуществляется КУКЦБ, которая в настоящее время практически полностью выстроила автоматизированную систему риск-мониторинга компаний, базирующуюся на расчете величины чистых активов. На начало 2007 года 92% компаний соответствовали установленным нормативам [167, 39]. Общая

стратегия мониторинга и санации выглядит следующим образом: после определения уровня рисков конкретных компаний им предоставляется определенное время на устранение нарушений.

К компаниям, не выполнившим предписания, либо применяются дальнейшие меры по реструктуризации, либо, если это не представляется возможным (или в случае новых серьезных нарушений), компании ликвидируются. К началу 2007 года, в частности, было ликвидировано 12 компаний, имевших недопустимый уровень рисков [167, 40].

В перечень распространенных нарушений входит следующее: присвоение или незаконное использование средств клиентов по брокерским операциям, облигаций, незаконная деятельность по доверительному управлению, присвоение активов компании со стороны акционеров или аффилированных лиц, превышение допустимой доли рыночных акций в собственном портфеле, незаконные внебалансовые операции и другие нарушения.

Для всех компаний введено требование предоставления сведений о собственных и клиентских торговых счетах с тем, чтобы биржи могли эффективно отслеживать операции компаний в режиме реального времени. Активно приводится в жизнь требование публикации компаниями аудированной финансовой отчетности. На начало 2007 года отчетность обнародовали 50% компаний [167, 40].

Доход брокерских компаний в основном складывается из двух частей:

- 1) комиссия по брокерским сделкам;
- 2) спред процентных ставок, возникающий благодаря привлечению и последующему вложению средств клиентов (средства инвесторов на брокерских счетах хранятся с процентной ставкой менее 1%, в то время как брокеры размещают эти средства в обслуживающих их банках с доходностью 1,89%) [175, 10].

Для большинства небольших и средних компаний 90% дохода обеспечивает непосредственно брокерская деятельность. Все возрастающая роль дохода от брокерской деятельности обусловлена следующими факторами: дилерские

сделки вносят пока незначительный вклад в прибыль компаний; конкуренция на рынке брокерских услуг в целом подтолкнула отраслевую норму прибыли вниз.

Деятельность компаний имеет следующие количественные ограничения: 1) объем операций по поручениям клиентов не должен превышать стоимость чистых активов компании более чем в десять раз; 2) объем собственных сделок не превышает стоимость чистых активов более чем в два раза; 3) для операций управляющих компаний не допускается десятикратное превышение размера собственных активов [98, 73].

Многолетняя рецессия на фондовом рынке КНР 2001-2005 годов привела к стагнации и кризису сектора компаний по ценным бумагам, что привело к необходимости решительных действий регулятора по его оздоровлению. В частности, в 2003 году КУКЦБ ужесточила требования к универсальным компаниям, что вызвало волну слияний: компании стремились к укрупнению, необходимому для соответствия заданным требованиям.

В отчете, опубликованном в «Financial Times», КУКЦБ оценила половину компаний сектора как рискованные или сверхрискованные. Угроза банкротства нависла над множеством компаний [180, 16].

Отдельным компаниям было разрешено привлечь дополнительный капитал. В 2003 году КУКЦБ разрешила крупным универсальным компаниям выпускать облигации. Тем временем, будущее небольших брокеров по-прежнему оставалось неопределенным.

Биржевая торговля, вместе с тем, все больше охватывалась интернетом, что еще более повышало стоимость содержания брокерских контор. Назрела необходимость консолидации брокерского сектора посредством закрытия небольших компаний и усиления влияния крупных игроков.

Выжившие компании боролись с кризисом путем нещадного сокращения издержек, в основном за счет увольнения персонала. В среднем компании по ценным бумагам необходимо было вдвое сократить штат сотрудников только для того, чтобы выйти на уровень безубыточности.

Крах ряда компаний подтолкнул КУКЦБ к ужесточению требований к качеству корпоративного управления. Особое нареkanie вызвало игнорирование брокерами требования об отделении собственных активов от средств клиентов, что вынудило Комиссию в декабре 2004 года принять решение об усилении контроля за доступом брокеров к клиентским счетам.

Важной мерой Комиссии стало ускорение рассмотрения и утверждения заявок крупнейших компаний на проведение эмиссии облигаций, а также делегирование им части полномочий по контролю над небольшими брокерами. В январе 2005 года Комиссия объявила о намерении провести всеобщий аудит брокерских компаний, в связи с чем у всех компаний по ценным бумагам КНР была запрошена финансовая отчетность. КУКЦБ также направила аудиторов в ряд компаний, подозреваемых в незаконном использовании средств клиентов [180, 17].

В 2005 году сектор подвергся коренной реорганизации. Уже в августе 14 компаний были реорганизованы в пилотном режиме, 13 компаний получили статус регулируемых со стороны государства, еще свыше 15 проблемных компаний были либо переданы в управление компаниям первой или второй группы, либо ликвидированы [187, 61]. После этого некоторые компании первой группы все же были закрыты. Далее последовала череда поглощений в отрасли, ряд компаний был куплен более удачливыми конкурентами и впоследствии реорганизован.

В 2005 г. был создан Фонд защиты инвесторов на рынке ценных бумаг с уставным капиталом 6,3 млрд. юаней (770 млн. долл.). Его основная задача состоит в выплате компенсаций клиентам компаний по ценным бумагам, связанных с санацией данного сектора. Активы Фонда находятся в ведении управляющей компании Фонда, возглавляемой 9 директорами [170, 50].

Фонд имеет следующие источники финансирования: 1) 20% от общего объема комиссионных сборов Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж; 2) от 0,5 до 5% операционных доходов компаний по ценным бумагам, эти платежи отражаются в бухгалтерии компаний в качестве операционных

расходов; 3) процентные доходы на капитал финансовых агентов, зарезервированный для приобретения акций и конвертируемых облигаций на первичном рынке; 4) взыскания по дебиторской задолженности реструктурируемых компаний; 5) добровольные пожертвования организаций и частных лиц [170, 51].

В процессе ликвидации компании КУКЦБ подготавливает план ликвидации, а Фонд – план использования активов компании. Оба эти документа подлежат одобрению Госсовета КНР. После погашения обязательств перед кредиторами ликвидируемой компании Фонд приступает к распределению оставшихся активов. Собственные активы Фонда могут размещаться в банковских депозитах, облигациях и векселях Народного банка Китая и финансовых облигациях.

Реорганизация компаний по ценным бумагам была необходима и в случае отсутствия многолетней рецессии рынка акций Китая, так как накопленные диспропорции в их деятельности так или иначе навредили бы инвесторам. Сектор был слабо развит с точки зрения осуществляемых видов деятельности. В первую очередь, это относится к таким направлениям, как организация сделок слияния и поглощения, инвестиционное консультирование, публикация аналитических обзоров, трастовые услуги. В стадии становления находились проектное финансирование, стратегическое управление капиталом, секьюритизация активов и прочие направления. Например, лишь нескольким крупнейшим универсальным компаниям было дано разрешение на организацию корпоративных облигационных займов [191, 109].

В настоящее время в сфере доверительного управления конкурентное преимущество постепенно переходит от управляющих подразделений компаний по ценным бумагам к специализированным управляющим компаниям. Активизируется процесс создания коммерческими банками и страховыми компаниями дочерних управляющих компаний. Всё это усиливает конкурентный фон для компаний по ценным бумагам универсального типа.

Далее, растет давление со стороны иностранных (совместных) компаний. С приходом транснациональных банковских корпораций на китайский рынок возросла конкуренция в секторе брокерско-дилерских услуг. В этой связи показателен пример «Китайско-европейской инвестиционной компании», созданной при участии CLSA Group (Credit Lyonnais SA). В течение 2004 года она выступила главным андеррайтером и депозитарием в пяти проведенных IPO и двух SPO. Общий объем привлеченных средств составил 3 млрд. юаней (363 млн. долл.) [187, 60].

Необходимо отметить, что конкурентоспособность китайских компаний по ценным бумагам ослабляется тем, что им не разрешено выступать организаторами IPO за пределами КНР. Таким образом, этот сегмент является в настоящее время прерогативой иностранных и совместных компаний.

Еще одной проблемой, препятствующей более активному развитию сектора, расширению спектра деятельности, является жесткое регулирование фондового рынка КНР. Полномочия регулятора простираются от надзорных функций до возможности прямого административного регулирования. И, хотя за последние годы общий уровень регулирования несколько снизился, в целом он по-прежнему остается очень высоким. Например, когда КУКЦБ разрешает отечественной компании по ценным бумагам осуществлять какой-либо новый вид деятельности, почти каждая даже незначительная процедура в рамках данной деятельности подлежит контролю со стороны Комиссии. Основным инструментом в работе КУКЦБ является санкционирование [187, 61].

Проведенная реорганизация сектора компаний по ценным бумагам в совокупности с ростом рынка акций в 2006 – начале 2008 гг. (до начала мирового финансового кризиса) привели к улучшению условий их деятельности. Произошел существенный рост доходов. С другой стороны, комплексное упорядочение в данной отрасли привело не только к практическому устранению накопленных структурных рисков, но и к созданию системы их предупреждения. Это привело к возможности стабильного, контролируемого развития сектора. Однако, несмотря на это, компании по

ценным бумагам КНР еще далеки от оптимального объема участия на рынке. Вследствие реорганизации и рекапитализации их способность к финансированию значительно возросла. Таким образом, с преодолением последствий мирового финансового кризиса можно прогнозировать возобновление роста объема инвестиционных услуг [191, 110].

По состоянию на начало 2008 года, в КНР насчитывалось 107 компаний по ценным бумагам с общим объемом активов 1,73 триллиона юаней (227 млрд. долл.) и собственным капиталом 297 млрд. юаней (39 млрд. долл.). Объем клиринговых и расчетных операций по клиентским сделкам в 2007 году составил 1,25 триллиона юаней (164 млрд. долл.). Деятельность сектора в докризисный период характеризовалась резким ростом рентабельности. По итогам 2007 года совокупная операционная прибыль составила 37,5 млрд. долл. (рост за год составил 450%), чистая прибыль 17,3 млрд. долл. (рост за год более чем в пять раз) [170, 16]. В таблице 2.15 представлены данные о деятельности крупнейших компаний по ценным бумагам.

Таблица 2.15

Крупнейшие компании по ценным бумагам Китая  
(брокерско-дилерские компании) в 2007 году, млрд. долл.

№ п/п	Показатель за год	Оборот по акциям	Оборот по облигациям	Сделки «репо» с облигациями	Уставный капитал
1	China Galaxy Securities Ltd	5,10	0,01	0,30	0,66
2	Guo Tai Jun An Securities	4,27	0,03	0,44	0,69
3	Shen Yin & Wan Guo Securities Co. Ltd	4,21	0,02	0,54	0,99
4	Guosen Securities Co. Ltd	3,35	0,01	0,04	0,29
5	Guang Fa Securities Co. Ltd	3,02	0,004	0,05	0,29
6	HaiTong Securities Co. Ltd	2,96	0,04	0,30	1,28
7	China Merchants Securities Co. Ltd	2,62	0,009	0,12	0,47
8	China Securities Co. Ltd	2,70	0,01	0,15	0,40
9	CITIC Securities Co. Ltd.	2,21	0,02	0,25	0,44
10	Everbright Securities Co. Ltd	1,81	0,008	0,07	0,36

Источник: Shanghai Stock Exchange Fact Book, 2007.

Данные таблицы свидетельствуют о высокой консолидации сектора компаний по ценным бумагам в результате проведенной реорганизации, что



подтверждается большими размерами уставных капиталов компаний и предельно высокими оборотами по акциям. В то же время оборот по облигациям крайне незначителен, так как сконцентрирован на межбанковском рынке.

*Инвестиционные фонды в КНР* создаются различными институциональными инвесторами посредством управляющих компаний (УК) и привлекают средства в процессе продажи инвестиционных паев. Собранные средства подлежат хранению в специализированных депозитарных учреждениях (кастодианах), в роли которых могут выступать лишь уполномоченные КУКЦБ коммерческие банки. Таким образом, в Китае практикуется схема раздельного инвестиционного и депозитарного обслуживания инвестиционных фондов с целью снижения инвестиционных рисков владельцев паев. Активы фондов находятся в ведении УК, управление осуществляется от имени и по поручению всей совокупности владельцев паев.

Начиная с 1997 года и по настоящее время, КУКЦБ активно стимулирует создание инвестиционных фондов. Первыми в Китае были созданы инвестиционные фонды закрытого типа. Они имели фиксированный объем вложений, и их акции торговались на биржах. Учитывая, что продажа акций фондов закрытого типа осуществляется, как правило, с дисконтом к стоимости чистых активов фонда, более популярными для рядовых инвесторов во всем мире являются фонды открытого типа (mutual funds – совместные фонды – в терминологии США). Первый такой фонд был создан в Китае в сентябре 2001 года.

В настоящее время все фонды в Китае являются контрактными (то есть фонды без образования юридического лица, действующие на основании трехстороннего соглашения между пайщиками фонда, соответствующей управляющей компанией и сторонним банком-депозитарием, являющимся также попечителем фонда) [150, 89]. В КНР функционируют инвестиционные фонды открытого и закрытого типов. Фонды открытого типа включают в себя фонды акций, облигаций, денежного рынка, смешанные фонды и фонды QFII.

Многие из них имеют листинг на бирже. Существуют также индексные фонды, обращающиеся на бирже (ETF).

В период 2005 – начала 2008 гг. в Китае имел место стремительный рост сектора инвестиционных фондов. По состоянию на начало 2008 года, в КНР насчитывалось 59 управляющих компаний, под управлением которых находилось 346 фондов с совокупными активами в размере 3,28 триллиона юаней (порядка 431 млрд. долл.). Рост активов в 2007 году составил около 350%. Значительная часть вложений была направлена на фондовый рынок. Вложения фондов в акции составляли порядка 26% совокупной рыночной капитализации обращающихся акций (free float) Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж [170, 15].

Общая доля инвестиционных фондов на рынке акций «А» составила 25,7%, а в структуре всего сектора институциональных инвесторов – 55% [168, 48]. В таблице 2.16 представлена структура инвестиционных фондов Китая по различным критериям.

Таблица 2.16

## Структура инвестиционных фондов в КНР, %

	Фонды акций	Смешанные фонды	Фонды денежного рынка	Фонды облигаций	Другие
<i>По количеству</i>	38	30	15	15	2
<i>По занимаемой доле рынка</i>	45	30	13	10	2
<i>По величине чистых активов</i>	45	30	14	9	2

Источник: China Securities Regulatory Commission Annual Report (2007)

Из данных таблицы следует, что по всем рассмотренным критериям структура инвестиционных фондов в целом является диверсифицированной, однако ведущую роль играют фонды акций и смешанные фонды (также включающие акции), что отражает общее доминирование акций на фондовом рынке Китая.

КУКЦБ не только стимулирует создание новых фондов, но и активно сотрудничает с Комиссией по управлению страховым рынком КНР и

Национальным фондом социального обеспечения для того, чтобы посредством инвестиционных фондов стимулировать выход страховых компаний и пенсионных фондов на рынок акций. Комиссия также поощряет создание совместных управляющих компаний.

Тем не менее, иностранные институциональные инвесторы в большинстве своем пока остерегаются входить в эту отрасль, так как не имеют возможности эффективно контролировать деятельность совместных управляющих компаний. С другой стороны, крупные китайские игроки не заинтересованы в появлении иностранных конкурентов [180, 19].

Начиная с 1995 года, крупными управляющими компаниями были учреждены несколько тысяч *частных трастовых фондов (simu jijin)*, задачей которых являлось привлечение средств состоятельных граждан, государственных и частных предприятий (частное привлечение). Являясь по всем признакам (за исключением официальной регистрации) институциональными инвесторами, указанные фонды формально не признаны финансовыми организациями. Поэтому регулирование их деятельности напрямую не входит в компетенцию КУКЦБ. Комиссия пока не разработала для них специальных нормативных актов.

К концу 2000 года в Пекине, Шанхае и Шэньчжэне существовало более 7000 таких фондов [180, 18]. Деятельность фондов “simu jijin” в целом положительно сказалась на развитии фондового рынка КНР, значительно расширив состав его долгосрочных участников. Большинство из них отличалось высоким профессионализмом управления и конкурентоспособностью, хотя в отдельных случаях указанные фонды создавались для отработки сомнительных финансовых схем.

С 2003 года доступ к рынку акций получили государственные пенсионные фонды. КУКЦБ уполномочила также шесть крупнейших китайских УК управлять активами Национального фонда социального обеспечения (создан правительством в 2001 году с целью финансирования дефицита региональных пенсионных фондов) в объеме 3,6 млрд. долл. [173, 17].

В 2006 году началась реализация программы по трансформации группы закрытых фондов с активами 10,25 млрд. долл. в фонды открытого типа. В этом же году было разрешено создавать фонды на базе корпоративных активов пенсионных планов. Для их управления были отобраны на конкурсной основе 9 крупных УК [183, 172].

Однако деятельность инвестиционных фондов сопряжена с определенными трудностями. Наиболее распространенной проблемой является периодический массовый вывод из инвестиционных фондов средств клиентов. Часто имели место случаи, когда стоимость их вложений опускалась ниже минимально разрешенной величины уставного капитала – 200 млн. юаней (около 30 млн. долл.). Такие крупномасштабные выводы средств в том числе объясняются тем, что с появлением новых типов фондов частные и институциональные инвесторы, являющиеся клиентами ранее существовавших фондов, стремятся повысить доходность и качество инвестиций и переводят свои вложения в новые фонды, способные лучше управлять рисками.

Существует, однако, и иная причина, связанная с недобросовестным поведением менеджеров УК. Так, КУКЦБ были выявлены случаи организации менеджерами компаний фиктивного притока краткосрочных вложений клиентов в период формирования фондов. Услуги фиктивных клиентов при этом оплачивались. Благодаря подобным манипуляциям, период подписки фондов выглядел более успешным, что позволяло привлечь большее количество частных инвесторов. Однако вскоре наступал массовый вывод средств [180, 18].

В настоящее время большинство действующих фондов не отличается разнообразием применяемых инвестиционных стратегий, что невыгодно их отличает от большинства фондов на развитых рынках. Более того, на практике динамика большинства фондов идентична, что связано с отсутствием разнообразия инвестиционных стратегий.

Однако также имеют место позитивные тенденции. Все больше проявляется диверсификация фондов по типам вложений. Обширные перспективы развития

инвестиционных фондов связаны с ростом рынка облигаций, и в первую очередь корпоративных бумаг.

Разрешение компаниям напрямую участвовать в инвестиционных фондах вызвало массовый отток средств из банковского сектора. При этом КУКЦБ рассчитывала на то, что фондовые управляющие будут осуществлять мониторинг компаний, чьими акциями они владеют. Эти планы отчасти реализовались.

Еще одна проблема заключается в том, что УК инвестируют в основном в «голубые фишки», пренебрегая большинством компаний второго эшелона. Так, например, в конце 2003 года среди них развернулась борьба за акции компаний энергетической, металлургической, нефтехимической промышленности с целью улучшить показатели своей годовой отчетности. Акции компаний «Baosteel» и «Sinopec» полностью были скуплены, что увеличило опасность возникновения «пузыря» на рынке акций и, как следствие, возможность обвала котировок [174, 16].

Стремительный рост рынка акций в 2006- начале 2008 гг. активизировал приток средств в инвестиционные фонды из широких общественных слоев, особенно индивидуальных сбережений граждан. Это предопределило многократное увеличение объема привлеченных средств в фонды в указанном периоде, а также рост их общего количества.

*Деятельность страховых компаний Китая на фондовом рынке* началась в 1999 году, когда Комиссия по регулированию страховой деятельности разрешила им выходить на фондовый рынок посредством вложений в инвестиционные фонды. В связи с внушительностью активов страхового сектора и средне- и долгосрочным характером мобилизуемых ими средств, китайские страховщики быстро заняли заметное место на национальном фондовом рынке, обеспечив до 30% вложений в инвестиционные фонды [98, 74].

С 2003 года государство заметно смягчило действовавшие ранее ограничения на инвестиционную деятельность страховых компаний: в число

ценных бумаг, разрешенных для размещения их средств, помимо надежных государственных казначейских обязательств, включены корпоративные облигации, а предельные размеры инвестиций повышены с 10 до 20% финансовых активов компаний. В 2004 году страховые компании получили право инвестировать свои средства в акции китайских компаний в рамках первичного размещения и на вторичном рынке. Наконец, в 2005 г. Совместным решением Комиссии по регулированию страховой деятельности и КУКЦБ страховым компаниям (включая зарегистрированные в Китае дочерние компании иностранных страховых обществ) было предоставлено право самостоятельной инвестиционной деятельности с размещением на фондовом рынке до 5% своих активов [98, 74].

На протяжении 2005 года страховые компании были весьма пассивны: в течение этого периода объем их инвестиций на рынке акций составил 1,9 млрд. долл., т.е. 1,12% от их свободных активов на конец 2005 года (172 млрд. долл.), при установленном лимите вложений в 5% [191, 109].

В 2006 году активность страховых компаний, воодушевленных благоприятными прогнозами относительно рынка акций «А», заметно возросла. За шесть месяцев 2006 года в рынок акций «А» напрямую ими было инвестировано 5 млрд. долл., вложения в инвестиционные фонды составили 9,8 млрд. долл. Итого в акции типа «А» напрямую и косвенно было инвестировано 14,8 млрд. долл., что составило 7,53% капитализации рынка акций «А» 2006 года. Наиболее показателен в этой связи пример крупнейшей страховой компании КНР «Ping An Insurance», за шесть месяцев 2006 года инвестировавшей в акции 1,9 млрд. долл., т.е. 4,8% стоимости ее свободных активов на начало 2006 года [191, 110]. Таким образом, лимит вложений был почти достигнут компанией.

В настоящее время китайские страховые компании активно участвуют в IPO как стратегические инвесторы, занимаются интернет-трейдингом, частными размещениями; непрерывно растет объем их инвестиций в акции. Так, в 2006 г. страховая компания «China Life Insurance» совместно со своей материнской

компанией “China Life Group” приобрела 500 млн. акций одной из крупнейших универсальных компаний по ценным бумагам “CITIC Securities” на сумму 577 млн. долл. В начале августа тот же тандем приобрел пакет акций «А» в рамках IPO «Air China». Для участия в эмиссии Промышленно-торгового банка Китая (ICBC) страховые компании направили сумму в 1,43 млрд. долл., в результате чего приобрели 45,26% от общего количества распространенных банком акций [191, 109].

За время присутствия на фондовом рынке УК, работающие со страховыми фондами, накопили определенный опыт, создали профессиональные команды инвестиционных управляющих, подготовив тем самым условия для дальнейшего повышения роли страхового капитала на рынке акций.

По состоянию на середину 2008 года, в структуре вложений страхового сектора банковские депозиты составляли 102,5 млрд. долл. (25,8%), облигации – 213 млрд. долл. (53,6%); инвестиционные фонды – 27 млрд. долл. (6,9%); акции – 43 млрд. долл. (10,7%)\*. Низкая доля вложений в акции и инвестиционные фонды связана с неблагоприятной конъюнктурой фондового рынка в 2008 году.

*Под квалифицированным иностранным институциональным инвестором (Qualified Foreign Institutional Investors – QFII) подразумевается иностранная управляющая компания, страховая компания, инвестиционная компания, инвестиционный банк, получившие разрешение КУКЦБ на осуществление инвестиций на РЦБ Китая, и получившие инвестиционную квоту от Государственной администрации КНР по валютному контролю (ГАВК). Индивидуальная квота QFII может варьировать от 50 до 800 млн. долл. [180, 39].*

До вступления КНР в ВТО в 2001 году на рынок акций типа «А», крупнейший сегмент фондового рынка страны, имели право инвестировать исключительно отечественные участники рынка. Финансовые власти в течение ряда лет разрабатывали механизм постепенного, ограниченного допуска

---

\* [http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-10/31/content\\_7162926.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2008-10/31/content_7162926.htm)

иностранный капитал на внутренний РЦБ, в том числе преследуя цель защитить ограниченно конвертируемый китайский юань. КНР при этом приняла во внимание опыт подобных преобразований Тайваня. Таким образом, необходимость либерализации финансового рынка вследствие вступления в ВТО привела к созданию института QFII. Для осуществления операций на рынке ценных бумаг QFII должны прибегнуть к услугам китайского коммерческого банка в качестве депозитария (банка-«кастоди») и китайской компании по ценным бумагам в качестве брокера. Деятельность QFII осуществляется исключительно через специально созданные в КНР дочерние инвестиционные фонды закрытого типа, подконтрольные КУКЦБ и ГАВК.

Компании-претенденты на получение статуса QFII должны отвечать ряду требований. Необходимыми условиями являются: устойчивое финансовое положение, высокий кредитный рейтинг, достаточный объем активов (устанавливается КУКЦБ); уровень риск-менеджмента должен отвечать соответствующим требованиям в стране происхождения компании.

Установлены следующие количественные требования к объему активов претендентов:

- для управляющих компаний необходимым критерием является срок ведения бизнеса более пяти лет и объем фондов в управлении за последний отчетный год не менее 10 млрд. долл. США.
- для страховых компаний: продолжительность страховой деятельности должна превышать 30 лет; величина уставного капитала не менее 1 млрд. долл. США; объем управляемых активов в ценных бумагах – не менее 10 млрд. долл. США за последний отчетный год.
- для компаний по ценным бумагам: продолжительность деятельности в отрасли более 30 лет; величина уставного капитала не менее 1 млрд. долл. и управляемых активов в ценных бумагах – не менее 10 млрд. долл. за последний отчетный год.



- для коммерческих банков: нахождение в списке ста крупнейших банков мира по общему объему активов за последний отчетный год; величина активов в ценных бумагах – не менее 10 млрд. долл. США [116, 658].

При осуществлении инвестиций в китайские ценные бумаги QFII должны соблюдать следующие требования:

- отдельный инвестор QFII не может приобретать более 10% акций какой-либо китайской компании, зарегистрированной на фондовой бирже.
- доля всех инвесторов QFII в отдельно взятой компании не может превышать 20% акций.

Средства QFII, вложенные в РЦБ КНР, должны сохраняться там не менее трех лет. По истечении данного срока репатриация может проходить лишь поэтапно, не более 20% общего объема средств в один перевод (интервалы – от одного до трех месяцев).

В 2006 году произошли определенные изменения в системе регулирования деятельности QFII, расширяющие возможности их деятельности. Регулятором были переработаны нормы в части установления инвестиционных квот, системы расчетов, расчета доходов QFII, порядка проведения клиринговых операций с участием QFII. Наряду с ослаблением требований в части срока блокирования активов, предельного количества топ-менеджеров QFII и других аспектов их деятельности, были усилены положения, касающиеся контроля за фактическими бенефициарами QFII [191, 110].

В таблице 2.17 представлена структура QFII по типам финансовых институтов.

Таблица 2.17  
Структура инвесторов QFII в КНР (начало 2008 года)

<i>Типы инвесторов</i>	Инвестиционные и управляющие компании	Коммерческие банки	Инвестиционные банки	Страховые компании	Прочие
<i>Доля, %</i>	37	29	23	2	10

Источник: China Securities Regulatory Commission Annual Report (2007)

Из данных таблицы следует, что структура QFII в КНР достаточно диверсифицирована. Учитывая, что лицензии и квоты инвесторов QFII утверждаются госорганами, правительство имеет возможность управлять данной структурой.

В таблице 2.18 представлена структура QFII по направлениям инвестиций.

Таблица 2.18

Структура активов инвесторов QFII (начало 2008 года)

<i>Вид актива</i>	Акции	Депозиты	ПИФы	Г-облигации	Конвертируемые облигации
<i>Доля, %</i>	54,1	38,6	5,6	1,2	0,5

Источник: China Securities Regulatory Commission Annual Report (2007)

Из таблицы следует, что основными направлениями вложений QFII являются акции и банковские депозиты. Это неудивительно с той точки зрения, что рынок акций «А» традиционно обеспечивает высокую прибыль на инвестиции, в то время как депозиты гарантируют стабильность вложений и компенсируют риски. Однако весьма показательными являются крайне низкие инвестиции в рынок облигаций, в особенности корпоративных бумаг. Это связано с тем, что рынок корпоративных облигаций в Китае по сути находится в отправной точке своего развития и находится в числе важнейших приоритетов КУКЦБ.

В 2003 году КУКЦБ зарегистрировала первую группу QFII в числе 12 иностранных институциональных инвесторов. Среди них были японский инвестиционный банк «Nomura Securities», крупнейший инвестиционный банк Швейцарии «UBS AG», зарубежные пенсионные фонды и пр. Допустимый объем инвестирования со стороны QFII определяется инвестиционной квотой, ежегодно устанавливаемой ГАВК. Первая инвестиционная квота 2003 года составила 1,7 млрд. долл., однако уже к началу 2004 года она была полностью исчерпана. К середине 2005 года в КНР уже действовало 27 QFII с совокупной инвестиционной квотой в 9,9 млрд. долл. США [97, 102].

В 2006 году была ускорена процедура рассмотрения и утверждения заявок на получение статуса QFII, в результате в этом же году в КНР было

зарегистрировано 50 QFII, из них 40 получили инвестиционную квоту на общую сумму свыше 8 млрд. долл. Рост совокупной квоты по сравнению с концом 2005 года составил 2,4 млрд. долл. [191, 110].

В настоящее время статус QFII получили 72 финансовых института. Большинство их составляют транснациональные инвестиционные банки, управляющие компании и универсальные коммерческие банки. К концу 2007 года QFII полностью выработали квоту в 9,9 млрд. долл. Рыночная стоимость их совокупного портфеля ценных бумаг составила 23 млрд. долл. В настоящее время совокупная инвестиционная квота для QFII увеличена до 30 млрд. долл. [170, 65].

В частности, максимально допустимой инвестиционной квотой в 800 млн. долл. располагает инвестиционный банк “UBS AG” – крупнейший инвестор QFII, работающий в Китае. Примерно 60% его инвестиций поступает на рынок акций «А», 20-30% расходуется на приобретение долговых обязательств китайских предприятий по банковским кредитам и 10-20% - на казначейские обязательства. Ежедневный объем биржевых операций “UBS AG” в среднем составляет 0,5% дневного оборота Шанхайской фондовой биржи, максимально достигая 3-4% [98, 75]. В качестве андеррайтера банк занял третье место на Шанхайской фондовой бирже по объему размещенных акций в 2007 году с показателем 62,4 млрд. юаней (8,2 млрд. долл.).\*

К началу 2007 года по объему инвестиций на рынок акций «А», еще недавно доступный только для китайских инвесторов, группа инвесторов QFII, выступая в качестве акционеров 214 крупных компаний, опередила зарегистрированные в КНР брокерские компании, пропустив вперед лишь паевые инвестиционные фонды [98, 75]. Однако по оценкам “UBS AG”, по состоянию на начало 2009 года общая доля инвесторов QFII в рыночной капитализации рынка акций «А» составляет менее 5%.\*\*

---

\* Shanghai Stock Exchange Fact Book 2008 – [www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)

\*\* [http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2009-01/15/content\\_7400389.htm](http://www.chinadaily.com.cn/bizchina/2009-01/15/content_7400389.htm)

## 2.5 Оценка рисков и конкурентоспособности рынка ценных бумаг

В качестве одного из подходов к оценке уровня рыночного риска на фондовых рынках можно использовать показатель волатильности, характеризующий изменчивость котировок ценных бумаг, значений фондовых индексов, амплитуду их колебаний.

В предлагаемом анализе используется методика измерения рыночного риска, предложенная Я.М. Миркиным [86, 54]. Расчеты произведены на основе значений фондовых индексов стран БРИК, а также для регионального индекса MSCI BRIC. В целях сравнения с мировыми тенденциями волатильности расчет также произведен для мирового индекса MSCI All Countries World Index (включающий развитые и развивающиеся рынки), индекса развивающихся рынков MSCI Emerging Markets Index. В целях сопоставления с отдельными развитыми рынками расчет коэффициента вариации произведен также для США, Японии и Германии. Данные расчетов представлены в табл. 2.19.

Таблица 2.19

Коэффициент вариации фондовых индексов серии MSCI\*, %

Страна (группа)	Коэффициент вариации, %
MSCI BRIC	44,4
Бразилия	52,2
Россия	41,1
Индия	44,3
Китай	46,7
США	13,8
Германия	27,8
Япония	16,4
MSCI Emerging Markets Index	33,4
MSCI All Countries World Index	18,4

Данные для расчета – [www.msclub.com](http://www.msclub.com)

Из рассчитанных показателей коэффициента вариации следует, что все страны в составе БРИК отличаются предельно высоким уровнем

\* Расчеты произведены на основе динамических рядов месячных значений индексов MSCI, находящихся в открытом доступе на сайте [www.msclub.com](http://www.msclub.com), за период 31.03.2004 – 27.02.2009. Фондовые индексы определены на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долларах США на конец месяца. Коэффициент вариации рассчитан программными средствами MS Office Excel как отношение стандартного отклонения по ряду к среднему значению по ряду.

волатильности, а, следовательно, уровень риска на данных рынках высок. Однако в случае Китая коэффициент вариации несколько выше, чем для индекса MSCI BRIC, и уступает по значению лишь Бразилии. Из таблицы видно, что уровень волатильности фондового рынка КНР почти в три раза выше, чем в США и Японии, и почти в два раза - Германии. В группе БРИК коэффициент вариации на 33% выше, чем на развивающихся рынках в целом, и более чем в два раза выше, чем для мирового индекса. В то же время уровень волатильности рынка Китая оказывается на 40% выше, чем по развивающимся рынкам, и в 2,5 раза выше, чем по миру в целом, что позволяет отнести фондовый рынок КНР к наиболее рискованным в мире.

В соответствии с данными компании “Dow Jones Indexes”, в период 1994-2001 годов средний уровень волатильности по рынку акций Китая составлял 51,1% [171, 10]. Из сопоставления этого значения с данными произведенного расчета следует, что за последние годы средняя волатильность рынка немного снизилась.

В докризисный период колоссальный рост рынка акций Китая сопровождался еще более стремительным увеличением коэффициента P/E. Таким образом, перед началом мирового финансового кризиса по уровню этого показателя рынок КНР оставил далеко позади все прочие рынки. Необходимо отметить, что беспрецедентный рост P/E в Китае продиктован в основном спекулятивным ростом котировок акций и лишь в незначительной мере связан с позитивными прогнозами роста прибыли компаний. Так, в начале 2008 года среднее значение P/E на фондовом рынке Китая составило 64, в то время как в Бразилии – 14,6; в Индии – 28,5 [189, 122].

Важным моментом является так же и то, что в большинстве случаев периоды роста рынка акций Китая сопровождаются повышением уровня волатильности, что в очередной раз подтверждает спекулятивную сущность данного рынка. Эта особенность была характерна и для последнего, докризисного рынка быков 2006 – начало 2008 г.г., когда был отмечен стремительный рост рыночных колебаний.

*Ликвидность РЦБ* характеризуется возможностью быстрого осуществления сделок, не влекущей существенных колебаний рыночной цены. Это критерий обеспеченности сделок активами, спросом и предложением на них, и обоснованности цен. Низкая ликвидность рынка создает простор для рыночных спекуляций и манипуляций, а также ведет к увеличению волатильности котировок и повышению торговых издержек, оказывая негативное воздействие на РЦБ и его конкурентоспособность.

Для оценки рыночной ликвидности можно использовать показатели скорости обращения акций и средней стоимости биржевой сделки. В таблице 2.20 они представлены по фондовым биржам стран БРИК.

Таблица 2.20

## Показатели ликвидности биржевых рынков акций стран БРИК

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Скорость обращения акций, %*</b>					
<b>Бразилия (Bovespa)</b>	43,0	42,8	45,5	57,1	66,7
<b>Индия:</b>					
<i>Национальная фондовая биржа</i>	101,5	75,6	67,8	67,7	75,7
<i>Бомбейская фондовая биржа</i>	43,1	35,4	31,9	29,4	29,0
<b>Китай:</b>					
<i>Шанхайская фондовая биржа</i>	87,0	82,1	153,8	211,0	118,2
<i>Шэньчжэньская фондовая биржа</i>	120,5	128,9	251,7	389,2	235,9
<b>Россия (ММВБ)**</b>	73,5	51,0	63,7	103,2	н/д
<b>Средняя стоимость сделки, (тыс. долл.)</b>					
<b>Бразилия (Bovespa)</b>	7,8	10,7	12,8	21,2	н/д
<b>Индия:</b>					
<i>Национальная фондовая биржа</i>	0,6	0,6	0,6	0,7	н/д
<i>Бомбейская фондовая биржа</i>	0,5	0,6	0,7	0,7	н/д
<b>Китай:</b>					
<i>Шанхайская фондовая биржа</i>	1,2	1,1	1,6	2,5	н/д
<i>Шэньчжэньская фондовая биржа</i>	1,1	1,0	1,5	2,5	н/д

Источник: данные Международной федерации фондовых бирж

\* Скорость обращения акций отражает отношение объема сделок по акциям к их рыночной капитализации. Сначала показатель рассчитывается ежемесячно как отношение объема сделок за месяц к рыночной капитализации на конец месяца, затем приводится к годовому исчислению по формуле расчета скользящей средней.

\*\* По России данные о скорости обращения акций Международная федерация бирж не приводит. Оценка показателя произведена автором исходя из отношения годового объема сделок с акциями к рыночной капитализации на конец года.

Как свидетельствуют данные таблицы, исходя из скорости обращения акций, на фондовом рынке Китая в анализируемом периоде произошел стремительный рост ликвидности, и по итогам 2007 года по этому показателю он стал бесспорным лидером группы (причем ликвидность Шэньчжэньской биржи почти в два раза выше, чем в Шанхае), в то время как ликвидность остальных рынков группы БРИК существенно не изменилась. Однако по итогам 2008 года в ходе кризиса данный показатель снизился на обеих китайских биржах почти в два раза, тем не менее, он по-прежнему существенно выше, чем на других рынках акций БРИК.

С точки зрения средней стоимости сделки, из приведенных данных следует, что данный показатель на обеих биржах Китая невысок, что подтверждает тезис о доминирующей роли индивидуальных инвесторов. С другой стороны, за анализируемый период он вырос более чем в два раза, и это может свидетельствовать об активизации сектора институциональных инвесторов на рынке.

В докладе Народного банка Китая (НБК) «Международная финансовая стабильность» декларируется, в частности, уменьшение спреда между биржевыми заявками на покупку и предложениями о продаже, то есть разницы между лучшими текущими ценами продавца и покупателя. Чем меньше спред, тем ниже стоимость исполнения сделки и соответственно выше ликвидность рынка. По данным НБК, на Шанхайской фондовой бирже в период 1995- начала 2007 годов средняя величина спреда сократилась со 153 до 31 базисного пункта, или с 8 до 1,6 центов [167, 45].

Таким образом, в соответствии с данными НБК и таблицы 1.16, на рынке акций Китая до начала кризиса имело место планомерное повышение ликвидности. Представляется, однако, что данный рост ликвидности не отражает качественного развития рынка, а является следствием колоссального роста активности индивидуальных инвесторов в период «рынка быков» 2006 - начала 2008 годов, их массового вовлечения в спекулятивную игру, направленную на «разогрев» рынка. Сокращение спреда в этом случае может

объясняться массовостью и краткосрочностью спекулятивных сделок населения, в результате чего спрос и предложение на рынке практически уравниваются.

*Определенные риски для фондового рынка КНР обусловлены низкой инвестиционной привлекательностью котирующихся компаний.* У многих публичных компаний Китая довольно низкие операционные показатели. Так, в период 1993-2003 годов коэффициент отношения операционной прибыли до вычета налогов к совокупным активам компаний снизился с 7,34 до 2,7%, в то время как коэффициент общей прибыли до налогообложения за тот же период сократился с 8,56 до 3,39%. Вместе с тем число котирующихся компаний, несущих общие убытки, выросло с 0,57 до 12,59%, а компаний, имеющих убытки от операционной деятельности – соответственно с 1,7 до 20,43% [188, 413]. Необходимо отметить также, что совокупный объем операционной прибыли публичных компаний непрерывно снижался с 1998 года, несмотря на неизменно высокие темпы роста ВВП Китая.

Существуют различные объяснения низкой операционной эффективности котирующихся компаний Китая, включая негативные последствия десятилетий существования в качестве госпредприятий, по-прежнему сохраняющийся контроль местных органов власти и плохое качество корпоративного управления.

Другой возможной причиной является отсутствие у региональных властей в условиях квотирования объемов размещений достаточных социально-экономических стимулов для надлежащего отбора компаний, выходящих на рынок IPO и, как следствие, низкое качество последних. Так, региональные власти не заинтересованы в потере даже части контроля над более эффективными госкомпаниями, потребности в финансировании которых по-прежнему предпочитают удовлетворять путем безрискового банковского кредитования. Таким образом, заявки на проведение IPO утверждаются для наименее эффективных компаний.



Несмотря на низкие показатели рентабельности большинства публичных компаний КНР, их акции традиционно торгуются с чрезвычайно высокими значениями коэффициента P/E, что влечет за собой низкие показатели дивидендной доходности для акционеров.

В среднем 50,7% котирующихся компаний выплачивают дивиденды в денежной форме, в то время как доля прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов, в среднем составляет 35,75%. И, хотя эти цифры в целом сопоставимы с показателями фондовых рынков других стран, однако низкий уровень прибыли компаний и завышенные котировки акций приводят к крайне низким значениям дивидендной доходности, которая в среднем составляет всего 0,85%. В то же время средний уровень ставки по сберегательным депозитам составляет 1,78% [188, 415]. Таким образом, долгосрочная инвестиционная доходность рынка акций Китая является неудовлетворительной даже в сравнении с низким уровнем доходности по банковским депозитам.

*В силу низкой инвестиционной доходности рынка акций Китая его основным движущим фактором становятся рыночные спекуляции.* Большинство биржевых сделок осуществляется в ходе шумового трейдинга. Причины спекулятивной природы фондового рынка КНР лежат в ряде ключевых черт китайской экономической системы. Одним из таких существенных факторов является наличие репрессивной финансовой системы с предельно низкими процентными ставками по сберегательным депозитам и ограниченным выбором инвестиционных решений. Таким образом, миллионы инвесторов, стремящихся к более высоким доходам и готовых нести соответствующие риски, устремляются на фондовый рынок.

Необходимо заметить, что финансовая система, полностью контролируемая государством, несет в себе скрытое налогообложение не только для сектора домохозяйств, но и для государственных предприятий и учреждений, хранящих денежные средства в государственных банках. В силу этого, сектор государственных институтов также является активным участником фондового

рынка, главным образом посредством вложений в инвестиционные фонды. При этом в данном случае для игры на бирже используются государственные средства, которые путем различных непрозрачных схем переводятся из банковского сектора на фондовый рынок. Для спекуляций отвлекается часть полученной прибыли государственных институтов, а возникающие убытки относятся на бюджетные счета.

Другим обстоятельством, также способствующим спекулятивному характеру китайского рынка акций, является контрольное участие государства в большинстве котирующихся компаний. Активное участие государства в деятельности этих компаний не позволяет рынку однозначно оценить стоимость их активов, что создает предпосылки для спекуляций с их акциями (в отличие от частных активов, стоимость которых устанавливается исходя из ожидаемых денежных потоков).

С одной стороны, государство активно использует публичные компании для достижения своих целей в социально-экономической политике, что искажает рыночную стоимость лежащих в их основе активов. С другой стороны, государство осуществляет активную финансовую поддержку малоэффективных и убыточных компаний, тем самым искусственно повышая стоимость их активов.

В среднем 38,64% котирующихся компаний Китая получают финансовую помощь в форме прямых субсидий или льготного налогообложения, причем средняя доля субсидий в общем объеме операционной прибыли компаний достигает 14,8% [188, 418]. Наряду с прямой финансовой помощью, государство также практикует вливание качественных активов и сокращение долговой нагрузки убыточных компаний. Подобная политика создает неопределенность в вопросе стоимости активов компаний и, следовательно, к искажению котировок их акций на рынке. Само ожидание рынком финансовой поддержки государства той или иной публичной компании создает предпосылки для начала активной спекулятивной игры с ее акциями.

Наконец, развивающийся характер регулятивной инфраструктуры РЦБ Китая и несовершенство многих норм законодательства создают благоприятные условия для инсайдерской торговли, объем которой на фондовом рынке Китая весьма значителен. Инсайдеры получают огромные прибыли, как участвуя в непрерывных ралли рынка акций, так и активно провоцируя взлеты и падения путем распространения ложной информации и рыночных манипуляций. Нередки ситуации, когда инсайдеры совместно с крупными игроками скупают акции компании, распространяют на рынке слухи о предстоящем вливании государственных активов или принятии новых планов развития, и затем продают акции на пике цены доверчивым рядовым инвесторам.

Сложным представляется вопрос об определении объемов инсайдерской торговли на фондовом рынке Китая, в силу самой ее сущности. В соответствии с данными доклада о мировой конкурентоспособности, подготовленного Гарвардским университетом и Мировым экономическим форумом, индекс инсайдерской торговли для Китая значительно выше, чем для других крупных рынков. По некоторым данным, представители КУКЦБ в частных беседах допускали, что в каждый момент торгов рыночному манипулированию могут подвергаться около 30% всех акций [188, 419].

*Необходимо также рассмотреть факторы снижения уровня рыночного риска РЦБ Китая.* В частности, однородность большинства публичных компаний, выраженная в контрольном участии государства и активном вмешательстве в их деятельность, приводит к равномерному распределению интереса инвесторов к различным акциям, что проявляется в высоком уровне торговой диверсификации по видам акций на обеих фондовых биржах. Этот показатель в Китае существенно выше, чем в остальных странах БРИК. В силу этой особенности даже в наиболее кризисные периоды на фондовом рынке КНР сохраняется довольно высокий уровень торговой активности. Таким образом, рынок оказывается менее зависимым от движений котировок «голубых

фишек», и более застрахованным от их обвала. В этом аспекте рынок акций Китая является менее рискованным, чем остальные рынки группы БРИК.

Другим фактором, влияющим на уровень рыночного риска, является концентрация рыночной капитализации, то есть доля капитализации, занимаемая крупнейшими компаниями («голубыми фишками»). Этот показатель до недавнего времени был традиционно невысок для обеих фондовых бирж Китая, отставал от уровня развитых рынков. Отсутствие устойчивого ядра «голубых фишек» имело следствием предельно высокий уровень риска, так как акции средних и малых компаний активно подвергались рыночным манипуляциям, что неизбежно подрывало устойчивость рынка в целом. Однако серия IPO крупнейших банков и компаний на Шанхайской фондовой бирже, имевшая место в последние годы, привела к качественному повышению рыночной концентрации, превысив уровень многих развитых рынков. Таким образом, в Шанхае сформировано мощное ядро «голубых фишек», в то время как рыночная концентрация в Шэньчжэне по-прежнему остается довольно низкой.

Отраслевая структура фондового рынка также является фактором, влияющим на уровень рыночного риска. Чем более она однородна, тем выше риск данного рынка в случае наступления кризиса в доминирующих отраслях. Рынок акций Китая отличается высоким уровнем диверсификации, сопоставимым с развитыми рынками. Большинство котирующихся компаний относится к обрабатывающему сектору промышленности. В этом проявляется качественное преимущество китайского фондового рынка, в частности, над российским, с его ярко выраженной олигополистической структурой, абсолютным доминированием компаний топливно-энергетического комплекса и банков. Таким образом, по критерию отраслевой структуры рынок акций КНР характеризуется незначительным уровнем риска и высокой конкурентоспособностью.

Произведенный анализ позволяет сделать вывод, что по главному критерию, волатильности, фондовый рынок Китая является одним из самых рискованных

среди развивающихся рынков. Далее, сильно завышенные котировки акций на фоне перманентной спекулятивной игры, ведущие к чрезмерно высоким значениям коэффициента P/E, а также активное вмешательство государства в деятельность большинства публичных компаний, затрудняющее определение стоимости их активов рынком, - все это создает дополнительные риски для инвесторов.

Подводя итог оценке конкурентоспособности рынка акций Китая, необходимо учитывать, что он в значительной мере изолирован от международного рынка, приток иностранных портфельных инвестиций сильно ограничен, что делает пока мало актуальным вопрос о его международной конкурентоспособности.

Что касается внутренней конкурентоспособности, то, как было указано выше, в силу традиционно низкого уровня банковских ставок по сберегательным депозитам, рынок акций Китая является единственной возможностью получения существенного дохода от инвестиций. В то же время извлечение дохода происходит исключительно благодаря спекулятивному росту котировок, так как дивидендная доходность крайне низка (в два раза ниже сберегательных ставок). В такой ситуации участие рядовых инвесторов на спекулятивном фондовом рынке, каждый этап роста которого становится надуванием очередного «пузыря», несет высокий риск потери вложений.

### **Выводы по главе**

Специфической чертой рынка акций КНР является его разделение на сегменты рыночных и нерыночных акций, что было заложено в основу рынка в связи со стремлением государства привлечь необходимое финансирование для компаний при полном сохранении контроля над ними. Однако подобная модель рынка привела к накопившимся диспропорциям, в частности к необъективному ценообразованию, низкому качеству корпоративного управления в компаниях. Это побудило государство к проведению реформы нерыночных акций, суть которой заключается в постепенной продаже государственных пакетов акций.

Реформа спланирована таким образом, что реально ощутимые последствия от ее проведения (существенное повышение уровня «free float» на рынке) можно ожидать лишь через несколько лет. Однако сама концепция либерализации рынка, лежащая в основе реформы, оказала весьма позитивное воздействие на инвесторов и способствовала преодолению многолетней рецессии.

Рынок облигаций велик по объему, но характеризуется доминированием государственных бумаг. В сегменте корпоративных облигаций в последние годы произошел прорыв, но по объему эмиссий он по-прежнему существенно отстает от гособлигаций, поэтому его развитие находится в числе важнейших приоритетов КУКЦБ.

В секторе институциональных инвесторов происходят положительные перемены. КУКЦБ осуществила санацию компаний по ценным бумагам, необходимость которой была вызвана их массовой убыточностью в период рецессии. Произошло укрупнение компаний при общем сокращении их числа. Инвестиционные фонды, в свою очередь, демонстрируют устойчивое развитие, сопровождающееся стремительным ростом общего объема вложений. Происходит дальнейшая активизация деятельности квалифицированных иностранных институциональных инвесторов. Позднее других доступ на рынок получили страховые компании, их инвестиционный потенциал пока задействован незначительно.

Начавшееся реформирование нерыночных акций, введение нового порядка ценообразования на рынке IPO, разрешение эмитентам выходить на рынок акций группами компаний – все это в значительной мере активизировало деятельность на первичном рынке, выразившись в стремительном росте числа размещений и объемов привлечения на рынке акций. Однако еще более быстрыми темпами в докризисный период росли количество и объем привлечений в рамках вторичных размещений (SPO), в 2007 году впервые превысив по этим показателям рынок IPO.

Также произошло существенное повышение рыночной концентрации фондового рынка вследствие проведенных в этот период крупнейших IPO.

Таким образом сформировалось устойчивое ядро «голубых фишек», которое предположительно станет эффективным в противодействии масштабным спекулятивным движениям рынка.

Наравне с первичным рынком акций, выросли в разы и все основные показатели биржевого рынка, как следствие беспрецедентного рынка быков в 2006- начала 2008 г.г. Однако в ходе мирового финансового кризиса произошло резкое снижение всех показателей.

В ходе анализа уровня рисков и конкурентоспособности фондового рынка КНР было показано, что по общепринятому критерию (волатильности) рынок акций Китая является одним из самых рискованных в мире. Он обладает предельно низкой дивидендной доходностью и генерирует доход в основном благодаря спекулятивному росту. Многие котирующиеся компании имеют низкие операционные показатели, подконтрольны государству и в значительной мере субсидируются, что повышает общий уровень риска. В то же время в докризисный период наметилась благоприятная тенденция повышения уровня рыночной ликвидности. Из факторов снижения общего рыночного риска можно выделить высокий уровень отраслевой диверсификации фондового рынка и диверсификации торговых сделок по видам акций.

### **Глава 3. Перспективы развития рынка ценных бумаг КНР и возможности использования его опыта в России**

#### **3.1 Влияние мирового финансового кризиса и перспективы развития рынка ценных бумаг**

В настоящее время развитие фондового рынка КНР, как и в большинстве стран мира, находится под сильным воздействием мирового финансового кризиса. В докризисный период 2005-2008 годов рынок демонстрировал предельно высокую волатильность. В частности, композитный индекс Шанхайской фондовой биржи вырос в шесть раз с 1012 пунктов в 2005 г. до 6124 пунктов к началу 2008 года. Однако уже к ноябрю 2008 года индекс достиг минимума в 1708 пунктов, в результате чего падение в течение года составило 72% [185, 17].

Обвал китайского рынка может быть связан как с воздействием мирового финансового кризиса, так и с образованием «пузыря» фондового рынка (что косвенно подтверждается его чрезвычайной волатильностью). В частности, важным внутренним фактором падения рынка является специфика психологии экономического поведения китайских инвесторов. Исследователи Яо и Ло, основываясь на данных рыночной статистики, выделили психологические мотивы в поведении китайских инвесторов, сопровождающие рост и падение фондового рынка. По их выводам, образование рыночного «пузыря» связано с такими ключевыми психологическими факторами, как жадность, зависть и стремление к спекуляциям. «Сдувание пузыря» в свою очередь продиктовано страхом, недостатком уверенности и разочарованием инвесторов. В исследовании сделан вывод о том, что продолжительный «медвежий рынок» в Китае был неизбежен и в силу мирового финансового кризиса, который в период с сентября 2008 г. затронул практически все фондовые рынки [185, 17].

Таким образом, стремительное падение фондового рынка КНР наравне с развитыми западными рынками в большей мере обусловлено психологическими факторами. В частности, в течение 2008 года индексы DJIA



и FTSE 100 потеряли порядка 30%, что так или иначе отражает неблагоприятный экономический климат, тяжелое финансовое положение корпораций и рецессию в США и Великобритании, в то время как ситуация в Китае по этим показателям значительно более благоприятная.

Непосредственные меры регулятора, направленные на поддержание фондового рынка КНР, включают налоговое стимулирование (освобождение от гербового сбора сделок на покупку ценных бумаг, исключение из налогооблагаемой базы налога на доходы физических лиц и корпоративного налога на прибыль доходов в части, полученной на рынке ценных бумаг). Другими мерами стали увеличение разрешенного допустимого объема собственного портфеля ценных бумаг финансовых посредников (компаний по ценным бумагам), упрощение порядка обратного выкупа акций котирующихся корпораций со стороны их материнских компаний, а также введение временного моратория на проведение IPO.

В ходе кризиса в Китае в первую очередь пострадали компании экспортно-ориентированных отраслей и финансовые учреждения, значительная часть активов которых размещена в западных ценных бумагах. Банковская система также испытала кризис ликвидности, однако меньший, чем в большинстве других стран.

Принимая во внимание диверсифицированную отраслевую структуру фондового рынка КНР, проводимая в условиях кризиса политика государственной помощи ведущим отраслям промышленности способна оказать существенную поддержку фондовому рынку. Согласно одобренному в ноябре 2008 г. Государственным советом КНР плану, 4 трлн. юаней (586 млрд. долл.) в течение двух лет будет выделено на финансирование программ по восстановлению пострадавших от стихийных бедствий регионов, строительству жилья для малообеспеченных граждан, развитию транспортных сетей, внедрению экологически чистых и инновационных технологий. О

масштабности финансового плана свидетельствует то, что его объем составляет примерно 80% всех государственных расходов Китая за 2007 год\*.

В целях стимулирования экономической активности и увеличения предложения денег в условиях кризиса Китай проводит умеренно мягкую денежно-кредитную политику. На протяжении 2008 года Народным банком Китая в ходе серии снижений базовая учетная ставка была сокращена с 7,2 до 5,58%, базовая ставка по депозитам – с 3,60 до 2,52%, норма обязательных резервов банковской системы была снижена на 2,5%\*\* . Ослаблен государственный контроль за выдачей банковских кредитов. Произведено снижение налогового бремени на экономику в целом и прежде всего на малый бизнес (экономия для предприятий составит 17,5 млрд. долл.). Введены налоговые льготы по капитальным затратам.

В рамках финансово-бюджетной политики предусмотрено увеличение государственных инвестиций и переход к умеренному дефициту бюджета, покрываемому выпуском казначейских облигаций.

Правительство также выступило с инициативой стимулирования рынка недвижимости внутренними мерами. Снижены налог на приобретение некоторых категорий жилья, гербовый сбор при операциях с недвижимостью и устанавливаемые банками суммы первоначального взноса по ипотечному кредиту с 30% до 20%. Ожидается, что домовладельцы в скором времени будут освобождены от уплаты налога на недвижимость, проданную через три года после покупки, тогда как ранее этот срок составлял пять лет. При этом налог будет взиматься с прибыли от продажи, а не с цены, по которой было продано жилье. Рассматривается возможность снятия ограничений на покупку гражданами второго дома. Также был принят закон, позволяющий страховым компаниям инвестировать средства в национальный жилищный рынок.

Активная позиция Китая в части стимулирования национальной экономики проявилась в снижении правительством цен на нефтепродукты в декабре 2008

---

\* <http://www.rbcdaily.ru/2008/11/11/world/389773>

\*\* <http://www.prime-tass.ru/news/show.asp?id=841554&ct=news>

г. впервые за два года после того, как цена на нефть испытала значительное падение. По данным Национальной комиссии по развитию и реформам, цены на бензин были понижены на 14% до 816 долларов за тонну, на дизель – на 18%, топливо для реактивных двигателей потеряло 32% своей стоимости\*.

В условиях кризиса правительство отдает приоритет государственной поддержке следующих отраслей: нефтехимической, сталелитейной, судостроительной и текстильной промышленности, автомобилестроения, машиностроения, производства цветных металлов, легкой, электронной промышленности и сектора информационных технологий.

В частности, государством поддерживаются внутренние цены на цветные металлы ниже мирового уровня с целью стимулировать закупки у отечественных металлопроизводителей предприятиями обрабатывающей промышленности. Планируется также принятие мер, направленных на стимулирование слияний в металлургии и автомобилестроении. Так, в течение ближайших трех лет предполагается создать 5 крупнейших сталелитейных компаний, на которые будет приходиться 45% национального производства отрасли, а также объединить 15 крупнейших автопроизводителей в 10.

Введены экспортные налоговые вычеты для производителей электронных изделий. В целях стимулирования легкой промышленности рассматривается возможность снижения потребительского налога на алкогольную, косметическую продукцию и товары класса премиум. Также предполагается прямое субсидирование фермерских хозяйств в объеме до 120 млрд. юаней (18 млрд. долл.)\*\*.

В результате проводимой антикризисной политики экономика КНР начала демонстрировать позитивные тенденции. Индекс деловой активности (PMI) непрерывно растет в течение нескольких месяцев (с 38% в ноябре 2008 г. до 49% в феврале 2009 г.). Три месяца подряд повышались индексы экспортных и внутренних промышленных заказов. Начиная с середины февраля, показатели

---

\* <http://www.chinapro.ru/rubrics/14/870/>

\*\* <http://www.chinapro.ru/rubrics/14/1087/>

производства и потребления электроэнергии преодолели спад и демонстрируют двухзначный рост, опережающий аналогичные значения 2008 года. За последние три месяца в значительной мере увеличились денежный агрегат M2 и объем выданных кредитов. Показатель объема добавленной стоимости в промышленности также вырос и достиг уровня ноября 2008 года. Объем инвестиций в основные фонды с начала 2009г. вырос на 26,5%, объем потребления – на 15%. Ведущие национальные фондовые индексы CSI 300 и Shanghai Composite Index с начала года выросли на 40%, занимая таким образом лидирующие позиции в мире\*.

*С преодолением кризиса перед рынком ценных бумаг Китая стоят серьезные задачи качественного развития. Все достигнутые до сих пор успехи имели в основном количественное выражение, то есть развитие носило экстенсивный характер. Наличие в Китае жесткой регулятивной модели фондового рынка предопределяет процесс формулирования задач и параметров развития на высшем государственном уровне с последующим строгим контролем их выполнения.*

Банковское кредитование играет доминирующую роль на финансовом рынке Китая. В настоящее время экономическая модель Китая, как и России, представляется собой ярко выраженную “bank-based model” (модель с преобладанием банковского финансирования компаний в противовес “market-based model”, когда в финансировании доминирует фондовый рынок). Однако государством осознается важность повышения роли фондового рынка в финансировании экономики. До тех пор, пока большинство компаний продолжают опираться на банковские кредиты, невозможной является масштабная трансформация банковских ресурсов в инвестиции на РЦБ. Таким образом, в банковской системе образуется чрезмерная концентрация рисков.

Тем не менее, в последние годы наметилась тенденция постепенного увеличения доли РЦБ в финансировании хозяйства и есть основания полагать, что она сохранится в перспективе. В частности, в период с 2003 по 2008 годы

---

\* [http://english.people.com.cn/90001/90780/91344/6632562\\_txt.html](http://english.people.com.cn/90001/90780/91344/6632562_txt.html)

показатель отношения финансирования через фондовый рынок к банковскому кредитованию вырос с 14,9 до 21,1% [168, 46]. Более того, в долгосрочном периоде можно прогнозировать коренное изменение данного соотношения с возрастанием доли РЦБ ввиду того, что через несколько лет реформа нерыночных акций войдет в эффективную стадию, то есть большое количество государственных пакетов акций будет продано на открытом рынке.

Однако, несмотря на предстоящую масштабную приватизацию, маловероятно, что в долгосрочной перспективе в Китае будет преодолено доминирование долгового финансирования (складывающегося из банковского кредитования и облигационных займов). Причины этого заключаются в том, что, с одной стороны, лишь малая часть компаний представлена на фондовом рынке, то есть абсолютное большинство компаний используют банковское кредитование как единственно возможный источник финансирования, и, с другой стороны, значительная часть внутреннего государственного долга финансируется за счет эмиссии государственных ценных бумаг (казначейские облигации).

Рассматривая отдельно перспективы рынка облигаций, с учетом декларируемой и последовательно проводимой финансовой политики, можно предположить, что в структуре совокупного облигационного долга будет неуклонно возрастать доля корпоративных облигаций. Так, в общем объеме эмиссий облигаций доля корпоративных займов выросла с 2,8% в 2004 г. до 13,4% в 2007 г. (см. табл. 2.8), а по доле стоимости непогашенных займов в объеме ВВП – с 0,8% в 1997 г. до 3% в 2008 г. (см. табл. 2.2). Именно развитию рынка корпоративных облигаций регулятор отдает приоритет, так как он крайне мал в сравнении с объемами эмиссий государственных облигаций.

Предположительно активизируется процесс эмиссии корпоративных облигаций котирующимися компаниями, что будет способствовать перенесению части финансовых рисков с рынка акций на рынок облигаций. В настоящее время число таких эмиссий невелико. Для стимулирования

корпоративных облигационных займов государством принят ряд важных мер: отказ от государственного квотирования объемов эмиссий; разрешение направлять средства займа на текущие операционные нужды компаний; отменено требование предоставления банковской гарантии по займу. Взамен этого необходимо присвоение эмиссии кредитного рейтинга уполномоченным рейтинговым агентством.

Процентные ставки по купонам теперь устанавливаются в ходе рыночных процедур, а не директивно, как ранее. Введена новая система управления облигационными займами, в соответствии с которой доверенное лицо по эмиссии должно действовать в первую очередь в интересах держателей облигаций. Разрешены так называемые «полочные регистрации» (shelf registration), при которых разовая регистрация эмиссии дает право эмитенту разбивать его на несколько частичных размещений. Первая часть займа должна быть размещена в течение 6 месяцев со дня регистрации выпуска в КУКЦБ и составлять не менее 50% его общего объема; оставшаяся часть (единовременно или частями, по усмотрению эмитента) - в течение двух лет [183, 14].

До настоящего времени стремительный рост рынка акций Китая был вызван большей частью спекулятивными факторами, ажиотажем многомиллионной армии инвесторов, то есть по сути каждый раз являлся надуванием очередного «пузыря», за которым неизбежно следовал обвал фондового рынка. Такая ситуация, регулярно повторяясь, не ведет к качественному развитию рынка. Однако существуют потенциальные перспективы для качественного роста рынка акций КНР.

Во-первых, проводимая в настоящее время реформа нерыночных акций через несколько лет должна привести к массовой приватизации государственных пакетов акций во всех котирующихся компаниях. Это, в свою очередь, приведет к значительному повышению уровня “free float” на рынке. Кардинальное сокращение масштабов государственного участия в компаниях и концентрация рычагов управления в руках частного капитала, а также вовлечение в конкурентную среду позволят корпорациям выйти на приемлемый

уровень эффективности и рентабельности, которые в настоящее время довольно низки. С другой стороны, прекращение государственных дотаций и безвозмездного вливания активов даст, наконец, возможность справедливой рыночной оценки компаний. В конечном счете, это приведет к резкому сокращению потенциала спекулятивного роста и создаст предпосылки для обоснованного роста котировок, исходя из экономических показателей компаний.

Во-вторых, государством уже приняты серьезные меры по повышению уровня корпоративного управления в котирующихся компаниях, как-то: обеспечение добросовестного раскрытия информации, независимости и эффективности деятельности органов правления компаний, борьба с незаконным присвоением активов, либерализация рынка слияний и поглощений. Таким образом, в среднесрочной перспективе можно ожидать, что эти меры произведут ожидаемый эффект на уровень эффективности, рентабельности, конкурентоспособности корпораций, что также найдет выражение в качественном росте фондового рынка.

Наибольшее затруднение в оценке перспектив РЦБ Китая представляет будущее воздействие государственной финансовой политики, и прежде всего ее внешнего вектора. Так, последовательно проводимая на протяжении всего периода экономических реформ политика жесткого валютного регулирования, закрытого счета капиталов, ограничения портфельных инвестиций привела, с одной стороны, к защищенности фондового рынка Китая от международных финансовых потрясений (так было, в частности, во время финансового кризиса 1997-98 годов), от крупных спекуляций хедж-фондов, а с другой стороны, к слабой интегрированности в конкурентное пространство международного финансового рынка.

Другими словами, рынок акций КНР практически полностью опирается на внутренний инвестиционный потенциал, который представляется практически неисчерпаемым. Но в то же время нельзя утверждать, что фондовый рынок Китая выиграл конкуренцию за внутренних инвесторов, так как в условиях

политики финансового подавления банковских ставок и невозможности для абсолютного большинства рядовых инвесторов вложения своих средств в зарубежные инструменты, отечественный рынок акций является для них единственной возможностью, пусть и с высоким риском, получить существенный доход на инвестиции.

Таким образом, репрессивная финансовая политика приводит к тому, что фондовый рынок фактически оказывается исключенным как из внешней, так и из внутренней конкурентной среды, вследствие чего объективная оценка его эффективности и конкурентоспособности представляется затруднительной.

Исходя из приведенной аргументации и с учетом проводимой реформы нерыночных акций, направленной на постепенную приватизацию компаний, наиболее обоснованной станет политика постепенной либерализации финансового рынка, переход к рыночному валютному курсу, открытому счету капиталов. В частности, прогнозируется более широкий допуск иностранных коммерческих банков, который приведет к появлению реальной конкуренции на рынке банковских услуг и выравниванию процентных ставок. Только в этом случае будет иметь место справедливая конкуренция между банковским сектором и рынком ценных бумаг. Затем станет целесообразным более широкий допуск иностранного капитала на фондовый рынок, однако с учетом недостатков модели, сложившейся в частности на российском рынке акций с его колоссальной зависимостью от иностранного спекулятивного капитала.

Задача построения эффективного многоуровневого фондового рынка, состоящего из биржевого и внебиржевого секторов, будет являться одним из ключевых приоритетов регулятора. В соответствии с планами КУКЦБ, уже ведется активная работа по созданию самостоятельного биржевого рынка «компаний роста», а также общенационального внебиржевого рынка на базе существующих торговых платформ трансфер-агентов.

С повышением качественного уровня рынка акций Китая большинство высокоэффективных компаний - потенциальных «голубых фишек», выходящих на IPO, будут отдавать предпочтение отечественным биржевым площадкам, а



не зарубежным, что имело место до последнего времени. Это не только будет способствовать повышению уровня прямого финансирования на финансовом рынке страны, но и в целом улучшит показатели котирующихся компаний. Так, Промышленно-торговый банк Китая (Industrial and Commercial Bank of China) и Банк Китая (Bank of China) уже осуществили программу двойного листинга с одновременным размещением на отечественной и зарубежной бирже. Такие действия, по всей видимости, означают признание регулятором зрелости внутреннего рынка для допуска на него лучших компаний страны.

Рост числа «голубых фишек» способствует повышению рыночной концентрации, что рассматривается китайским регулятором в качестве положительного фактора, способного оказывать стабилизирующее воздействие на рынок.

Важным этапом в развитии первичного рынка акций стало введение КУКЦБ в 2005 г. нового порядка проведения IPO и SPO, опирающегося на рыночное ценообразование. Разрешен также выход на рынок группами компаний, что означает возможность создания холдинговых корпораций (размещаются акции материнской компании, а не дочерней, как раньше). Такой тип размещений уже провели банки «Industrial and Commercial Bank of China», «Bank of China», крупнейшая нефтяная компания «PetroChina».

Еще одним важным фактором развития рынка становится постепенный перенос «голубых фишек», ранее имевших только зарубежный листинг, на отечественные биржевые площадки. Так, в 2007 году корпорации «PetroChina» и «China Life Insurance Company» провели размещение на Шанхайской бирже, имея листинг в Нью-Йорке и Гонконге соответственно.

Учитывая, что потенциал инвестирования на рынке акций КНР огромен, множество предприятий охотно разместили бы акции на бирже, в том числе и с целью финансирования своей текущей деятельности. У ряда компаний велика доля заемных средств в активах, в то же время они остро нуждаются в финансовых ресурсах. Таким образом, с одной стороны, на рынке акций они смогли бы получить необходимое финансирование, с другой стороны, понизить

долговую нагрузку и тем самым увеличить возможность дальнейших заимствований.

С преодолением кризиса вероятно возобновится тенденция роста объемов привлечения на первичном рынке акций Китая. Этому будут способствовать такие факторы, как дальнейшая либерализация рынка, активизация реформы нерыночных акций; значительные усилия регулятора, направленные на повышение качества корпоративного управления в компаниях; рыночно ориентированное ценообразование в процессе размещений и появившаяся возможность создания публичных холдинговых компаний.

С одной стороны, продолжит расти в абсолютном выражении сегмент «голубых фишек» из числа крупнейших госкомпаний, еще не имеющих листинга; с другой стороны, в общей структуре эмитентов будет увеличиваться доля частных компаний, являющихся основной движущей силой китайской экономики.

В то же время все большую роль и удельный вес будут приобретать повторные размещения, создавая предпосылки для формирования устойчивого ядра надежных эмитентов и качественного развития рынка акций, его превращения в стабильный инструмент финансирования.

На Шэньчжэньской фондовой бирже с 2004 года функционирует отдельный рынок средних и малых компаний. По состоянию на начало 2008 года листинг на нем имели 202 компании [168]. Однако, учитывая масштабы китайской экономики, его потенциал пока реализован незначительно. В перспективе этот рынок может стать одним из главных каналов финансирования динамичных компаний среднего и малого бизнеса, а принцип построения его торговой платформы будет положен в основу биржевого рынка «компаний роста».

Создание последнего поддерживается на уровне Госсовета КНР. КУКЦБ уже разработала критерии публичного размещения, листинга, торговых и расчетно-клиринговых процедур. Основу данного рынка составят венчурные компании – небольшие высоко рискованные предприятия инновационного типа, работающие в основном в сфере высоких технологий и не отвечающие

критериям листинга обыкновенного биржевого рынка. Учитывая специфику венчурных компаний, для рассмотрения их заявок на получение листинга предполагается создать специальную комиссию, которая будет состоять главным образом из членов Комиссии КУКЦБ по вопросам публичных размещений.

В настоящее время фондовый рынок Китая характеризуется также ограниченным рядом доступных инвестиционных продуктов, практическим отсутствием финансовых инноваций. Монопольное положение рынка акций, как следствие чрезмерная концентрация ликвидности на нем, предсказуемое и однонаправленное поведение инвесторов, – все это приводит к высочайшему уровню риска и нестабильности фондового рынка. В силу этого, значительные усилия регулятора будут направлены на внедрение новых финансовых инструментов.

В частности, КУКЦБ признает необходимость активного развития рынка производных финансовых инструментов, которое пока находится в начальной стадии. В Китае деривативы особенно необходимы как механизм страхования финансовых рисков на сверхволатильном рынке. В будущем также можно ожидать конвертацию акций типа «В» в акции типа «А», целесообразность и возможность которой активно рассматривается в финансовых кругах. В силу того, что рынок акций типа «В» так и остался незначительным по объему и низко ликвидным, в целом он не имеет перспектив развития.

Дальнейшее развитие сектора компаний по ценным бумагам предположительно будет проходить по пути консолидации и доминирования крупных универсальных компаний – тенденции, сформировавшиеся как ответ на системный кризис в отрасли, имевший место несколько лет назад. Введение жестких требований регулятора к финансовым показателям деятельности компаний, внешнего депозитарного и расчетно-кассового обслуживания инвесторов уполномоченными коммерческими банками, тщательный контроль за целевым использованием средств клиентов, запуск автоматизированных процедур риск-мониторинга отрасли, – все это, скорее всего, приведет к

вытеснению небольших независимых игроков с рынка или их поглощению большими компаниями, пользующимися государственной поддержкой. Таким образом, этот вектор развития предположительно приведет к монополизации рынка крупнейшими компаниями. Большинство из них по-прежнему будут находиться под контролем государства, однако все более заметную роль начнут играть и крупные частные игроки сектора.

С другой стороны, можно ожидать активизации приватизационных процессов в отрасли как составной части, с одной стороны, проводящейся реформы нерыночных акций и ожидаемой массовой приватизации крупных пакетов акций, с другой стороны, набирающего обороты процесса слияний и поглощений. Так или иначе, приватизация в секторе компаний по ценным бумагам происходит быстрее, чем по котирующимся компаниям в целом.

Важным направлением в развитии отрасли станет постепенное размывание «китайской стены» между инвестиционным и коммерческим банковским делом, первые признаки которого уже проявились в разрешении коммерческим банкам создавать дочерние структуры для ведения бизнеса на рынке ценных бумаг.

Еще одним важным направлением станет количественное и качественное развитие сектора управляющих компаний, потребность в которых будет нарастать с дальнейшим расширением деятельности инвестиционных фондов. В настоящее время в деятельности управляющих компаний общим местом является недостаточный профессионализм, отсутствие разнообразия в инвестиционных стратегиях. Таким образом, задача улучшения качественного аспекта их деятельности представляется наиболее актуальной. Особое значение будут приобретать специализированные управляющие компании для страховых и пенсионных активов, в настоящее время их насчитываются единицы. Но в скором времени потребность в них также будет высока, в силу расширения инвестиционной деятельности страховых компаний и набирающего обороты пенсионного обеспечения.

На фоне общего развития фондового рынка и сектора его профессиональных участников будет происходить расширение перечня предлагаемых финансовых продуктов. На сегодняшний день он крайне ограничен. Для подтверждения этого тезиса можно, в частности, отметить, что рынок до сих пор ожидает разрешения регулятора на ведение маржинальной торговли с минимальным разрешенным уровнем плеча.

В политике универсальных компаний по ценным бумагам практически отсутствует персональный подход к нуждам инвесторов. Единицы компаний предлагают обеспеченным клиентам услуги по управлению благосостоянием, персонального траста. Однако отсутствие инновационного подхода к предоставляемым услугам связано во многом с низким качественным уровнем инвесторской базы – другими словами, на рынке пока господствует рядовой непросвещенный инвестор. Таким образом, скорость развития инвестиционных продуктов будет связана с темпом качественного развития инвесторской базы, и соответственно с повышением спроса на качественные инвестиционные услуги.

Весь период существования РЦБ в Китае на нем господствовали индивидуальные инвесторы. Тем не менее, по данным КУКЦБ, в начале 2008 года доля институциональных инвесторов на рынке достигла 50%. На повышение роли последних были затрачены значительные усилия регулятора. Однако более других стимулировалось развитие сектора инвестиционных фондов, и прежде всего фондов открытого типа. В частности, для них были значительно облегчены регистрационные процедуры. Такая политика привела к тому, что в настоящее время общая доля инвестиционных фондов на рынке акций составляет около 25% и более половины всех вложений институциональных инвесторов [168, 54]. Это влечет за собой существенные диспропорции в общей структуре вложений сектора институциональных инвесторов, значительное отклонение от образцов развитых рынков, где ведущую роль на рынке играют страховые и пенсионные активы, а также

предельную концентрацию рисков в отдельном сегменте институциональных инвесторов.

Таким образом, в перспективе можно ожидать корректировки этих диспропорций, с одной стороны, вследствие целенаправленной политики регулятора по сбалансированному развитию сектора институциональных инвесторов, которая декларируется сегодня; с другой стороны, в силу объективных тенденций роста пенсионного обеспечения будут расти объемы пенсионных активов, инвестируемых на фондовый рынок. Все больший доступ на рынок акций будут получать страховые компании, а их активы в Китае огромны. При условии проведения такого курса у сектора институциональных инвесторов есть шанс через несколько лет приобрести более сбалансированный вид.

Другим обстоятельством, затрудняющим устойчивое развитие сектора институциональных инвесторов в целом и, в частности, инвестиционных фондов, является доминирование фондов открытого типа (*mutual funds*), а в них, в свою очередь, тех же розничных инвесторов, которые преобладают и на рынке в целом. Они в подавляющем большинстве предлагают для инвестиций «короткие деньги» и нацелены исключительно на спекулятивный рост. Массовые выводы средств частных инвесторов из инвестиционных фондов при малейших признаках коррекции значительно подрывают стабильность фондового рынка. Таким образом, ключевым вектором развития в этом направлении станет просвещение рядовых инвесторов в отношении эффективности долгосрочных инвестиций и стимулирование последних.

С другой стороны, необходимо совершенствовать корпоративную структуру управляющих компаний. Особое внимание в управлении инвестиционными фондами должно быть уделено развитию системы риск-менеджмента. В частности, с развитием прочих секторов финансового рынка Китая (рынок корпоративных облигаций, производных финансовых инструментов) начнется процесс диверсификации вложений инвестиционных фондов, уход от

монопольного положения рынка акций в этой сфере, что благоприятно скажется на общем уровне финансового риска.

### **3.2 Возможности использования опыта Китая в развитии рынка ценных бумаг России**

В широком смысле в китайском опыте экономических преобразований наиболее ценным для России представляется аспект сохранения государственного контроля за крупнейшими компаниями – флагманами отраслей, большинство которых теперь являются «голубыми фишками» фондового рынка КНР. Это позволяет правительству успешно реализовывать контрольное участие в этих компаниях в государственной политике развития фондового рынка, а также в социально-экономической политике. В России такие возможности значительно ограничены.

Жесткая регулятивная система РЦБ, существующая в Китае, с более широкими полномочиями регулятора в сравнении с Россией, позволяет вести более эффективную борьбу с манипулятивной и инсайдерской торговой практикой на рынке. В настоящее время в Государственной Думе РФ готовится к рассмотрению проект Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком». Законопроектом вводятся определения понятий инсайдерской информации, инсайдеров, признаков манипулирования рынком, а также дополнительные требования к раскрытию инсайдерской информации и правовые механизмы контроля за ее использованием. Правительством также внесены на рассмотрение соответствующие поправки в Уголовный кодекс РФ. В нем появится статья «Манипулирование ценами на рынке ценных бумаг».

В рамках этого законодательного процесса в России также обсуждается проблема распространения средствами массовой информации (СМИ) недостоверных сведений, играющих на руку инсайдерам и манипуляторам. В этом аспекте также представляется целесообразным принять во внимание

практику КУКЦБ, которая в рамках своих регулятивных функций осуществляет полномочия по лицензированию СМИ для распространения информации, связанной с рынком ценных бумаг.

Важной составляющей опыта фондового рынка Китая для России является тот факт, что в Китае, в отличие от России, удалось создать надежную опору РЦБ в лице отечественных розничных инвесторов. Таким образом, в Китае имеет место перманентный, не ослабевающий интерес широких слоев населения к инвестициям на рынок акций. Однако причины этого интереса во многом обусловлены не качеством инвестиций на фондовом рынке, а его искусственным монопольным положением на финансовом рынке страны как единственного источника существенных доходов на вложения (репрессивная финансовая политика и доминирование государственных банков, ведущее к практическому отсутствию конкуренции в банковском секторе).

В то же время в России полное открытие финансового рынка усилило его спекулятивную природу, породило жизненную зависимость от иностранного спекулятивного капитала (в основном «горячих денег»), которые в докризисный период составляли большинство инвестиций при слабой развитости внутренней инвестиционной базы. Последняя, в частности, характеризовалась доминированием банков и незначительной ролью населения.

Так или иначе, но развитые фондовые рынки, представляющие англо-американскую модель, характеризуются чрезвычайно высокой долей участия населения. Задача развития внутренней инвестиционной базы (особенно повышения роли населения в ее составе) в России ставится на высшем государственном уровне. Также признается недопустимость того факта, что вследствие господства иностранного капитала на российском фондовом рынке ценообразование на акции «голубых фишек» фактически происходит на зарубежных биржах посредством механизма депозитарных расписок. Поиск практических путей преодоления этих диспропорций в условиях кризиса и массового оттока иностранного капитала становится в России приоритетной задачей.



В частности, рассматривая так называемые «народные IPO» как один из способов привлечения широких слоев населения на фондовый рынок, необходимо отметить, что в России, в отличие от Китая, они в основном приносят гражданам разочарования, в силу установления завышенных цен размещения. В любом случае, такие прецеденты далеко не способствуют привлечению на рынок новых розничных инвесторов, а напротив, надолго или навсегда отталкивают обжегшихся участников «народных IPO». Так, в Китае регулятор в ходе установленных административных процедур четко контролирует, чтобы цены размещения в ходе IPO не оказались завышенными, и это прежде всего касается «народных IPO», так как от них зависит доверие к фондовому рынку всего населения.

Российский и китайский фондовые рынки в докризисный период продемонстрировали колоссальный рост, увеличившись в разы. Однако в обоих случаях рост был в основном спекулятивный, но с той разницей, что в России он был обусловлен внешним спросом, в Китае – внутренним. В итоге оба рынка обвалились также в разы, однако, если в случае России это непосредственно было связано с началом активной стадии мирового финансового кризиса, то в Китае падение рынка началось раньше и было более плавным и продолжительным по времени, фактически вылившись в затяжную коррекцию.

Таким образом, в этом аспекте модель китайского рынка представляется более предпочтительной, в силу того обстоятельства, что все инвестиционные ресурсы, ушедшие с фондового рынка в период кризиса, вместе с полученными доходами остаются в стране, что способствует сохранению стабильности финансового сектора, в то время как в случае России массовый отток иностранного капитала неизбежно вызвал кризис ликвидности.

Еще одним важным преимуществом фондового рынка КНР перед российским рынком является высокий уровень диверсификации биржевых сделок по видам акций. Этот показатель для рынка акций КНР сопоставим с уровнем развитых рынков. Причем важно то обстоятельство, что диверсификация сделок на биржах Китая сохранилась и после выхода на

фондовый рынок большого числа «голубых фишек». Таким образом, интерес инвесторов в Китае относительно равномерно распределен среди различных эмитентов и не зависит от размера компании. В этом проявляется резкий контраст с российским фондовым рынком с его ярко выраженной олигополистической структурой, которая проявляется в абсолютном доминировании немногочисленных «голубых фишек» в структуре торговых сделок.

С этой точки зрения, в силу высокого уровня диверсификации сделок, РЦБ Китая обладает большей ликвидностью (особенно акций второго эшелона) и меньшей степенью рыночного риска, то есть рынок не опирается исключительно на «голубые фишки», как это происходит в России. С другой стороны, в Китае большой интерес к акциям второго эшелона обусловлен во многом действиями крупных спекулянтов, которые зачастую подогревают интерес рядовых инвесторов к акциям в преддверии спекулятивной атаки. Но, несмотря на это, в данном аспекте фондовый рынок Китая демонстрирует большую развитость и сбалансированность, чем российский рынок.

Отраслевая структура рынка акций Китая отличается высоким уровнем диверсификации. По этому критерию фондовый рынок КНР вполне сопоставим и даже превосходит некоторые развитые рынки. В то же время на российском рынке имеет место полное господство «голубых фишек» топливно-энергетического комплекса. Конечно, отраслевая структура фондовых рынков во многом является производной от отраслевой структуры экономики, и в случае России и Китая эта закономерность соблюдается. Так, экономика Китая характеризуется высоким уровнем диверсификации с преобладанием обрабатывающих отраслей промышленности, а в России ярко выражено доминирование сырьевого сектора в экономике, и на государственном уровне осознается необходимость ее диверсификации.

Преимущества, вытекающие из высокого уровня диверсификации фондового рынка Китая, связаны главным образом с равномерным распределением отраслевых рисков (в случае России главный такой риск – уровень

международных цен на нефть, газ, металлы, - ложится бременем на весь рынок акций). Далее, относительно равный доступ различных отраслей экономики на РЦБ способствует повышению их эффективности, обострению как внутриотраслевой, так и межотраслевой конкуренции за ресурсы фондового рынка. В результате этих процессов во всех отраслях выделяются компании-флагманы (в случае наличия крупнейших компаний - «голубые фишки»), служащие образцом для остальных компаний с точки зрения эффективности, имиджа, модели корпоративного управления.

В любом случае, проблема создания в России диверсифицированной экономики выходит далеко за рамки задач фондового рынка и стоит в ряду жизненно важных социально-экономических приоритетов государства.

Россия и Китай проводят различную политику в вопросе привлечения иностранных инвестиций. В Китае все пореформенные годы основной акцент делался на привлечении прямых иностранных инвестиций в реальный сектор экономики; главенствующая роль этого инвестиционного канала сохраняется и по сей день. С началом постепенной либерализации финансового и, в частности, фондового рынка, начался процесс ограниченного допуска иностранных институциональных инвесторов на РЦБ в рамках созданной системы квотирования.

На сегодняшний день объемы иностранных вложений на рынке ценных бумаг КНР незначительны в сравнении с общим объемом рынка, и в силу этого не способны оказать сколько-нибудь заметного влияния на рыночную конъюнктуру. Этим обусловлена некоторая изолированность Китая от международного финансового рынка, положительным следствием которой является защищенность от глобальных финансовых потрясений (наиболее ярким проявлением этого является азиатский финансовый кризис 1997-98 годов, который практически не затронул рынок акций КНР, а также последующие потрясения меньшего масштаба). Учитывая колоссальный внутренний спрос на ценные бумаги, Китай может позволить себе сохранить за иностранными инвесторами формальную роль на рынке, однако такой сценарий

маловероятен, так как противоречит общим тенденциям либерализации финансового сектора в Китае.

Россия представляет собой противоположный пример, испытав серьезные трудности в вопросе привлечения прямых иностранных инвестиций ввиду неблагоприятного инвестиционного климата. Тем не менее, в последние годы активизировался процесс притока портфельных инвестиций, поощряемый правительством. Еще более он усилился в 2006 году с полным открытием счета капиталов. Но, будучи в большинстве своем «короткими» и «горячими» деньгами, эти инвестиции способствовали окончательному закреплению спекулятивного характера модели фондового рынка, жизненно зависимо от иностранных инвесторов.

В силу этого, российский РЦБ подвержен таким системным рискам, как импортируемый кризис («финансовый вирус») и спекулятивная атака со стороны глобальных хедж-фондов. Немаловажную роль здесь играют масштабность и недостаточная подконтрольность маржинальной торговли на российском рынке: при массивной игре на понижение короткие позиции глобальных инвесторов могут достигать 3-7% ВВП, с последующим бегством капиталов, обрушением национальной валюты и запуском механизма финансового кризиса\*. Подобные риски ни в коей мере не присущи китайскому рынку, в том числе и по причине отсутствия на нем режима маржинальной торговли.

Таким образом, взвешенный подход Китая к привлечению портфельных иностранных инвестиций, безусловный приоритет и стимулирование внутреннего инвестиционного спроса, политика постепенного открытия финансового рынка оказываются предпочтительнее как в плане долгосрочного развития, так и способствуют высокой устойчивости рынка в период глобальных финансовых потрясений.

---

\* Я.М. Миркин. «Финансовая инфекция. Сценарии кризиса в России и политика противодействия». - "Российская газета". Федеральный выпуск № 4610 от 13 марта 2008 г.

В построении национального фондового рынка Китай выбрал «американскую модель» - с наличием единого регулирующего органа, системой жестких предписаний, разделением коммерческого и инвестиционного банковского дела (по образцу акта Гласса-Стигала в США). Россия также во многом следовала принципам «американской модели», в частности приняла систему жестких предписаний.

Тем не менее, по ряду оснований сложившаяся в Китае модель фондового рынка представляется более эффективной, чем в России. В частности, наличие единого регулирующего органа (КУКЦБ) позволяет реализовывать единую долгосрочную политику развития рынка, эффективнее бороться с рыночным манипулированием и прочей недобросовестной практикой (в отличие от России – с разделением функций регулирования между ФСФР, Банком России и Министерством финансов РФ, с существующими разногласиями этих органов о задачах и пути развития РЦБ).

Еще одним важным моментом является изначальный выбор Китаем модели разделения коммерческого и инвестиционного банковского дела, в то время как в России практикуется смешанная модель с участием как коммерческих банков, так и брокерско-дилерских компаний. Однако эффективность «китайской стены» определяется наличием мощного по капитализации сектора универсальных компаний по ценным бумагам (брокерско-дилерских компаний), способного полностью (без коммерческих банков) удовлетворять инвестиционный спрос на фондовом рынке. Адекватный по мощности сектор существует в Китае, в силу преобладания крупных универсальных компаний по ценным бумагам с контрольным участием государства, располагающих весьма крупным капиталом.

Напротив, введение в России «китайской стены» между коммерческим и инвестиционным банковским делом (идея, активно продвигавшаяся ФКЦБ в 1999 году) представляется едва ли возможным в силу относительной слабости сектора брокерско-дилерских компаний, преобладания в нем небольших компаний с низкой капитализацией. В то же время коммерческие банки,

большинство которых не подконтрольны государству, в последние годы активно вовлеклись в спекуляции на фондовом рынке, способствуя надуванию «пузыря», и в ущерб кредитованию реального сектора экономики.

С другой стороны, практика жесткого разделения банковского и инвестиционного бизнеса, применявшаяся в Китае последние пятнадцать лет (с 1994 г.), представляется целесообразной с той точки зрения, что китайские коммерческие банки были отягощены проблемой «плохих кредитов», доля которых была самой высокой в мире. Участие банков в фондовых операциях затруднило бы ее кардинальное решение. Сейчас, когда доля «плохих кредитов» значительно снизилась, начинается постепенный процесс демонтажа «китайской стены». Коммерческим банкам уже разрешено создавать дочерние компании для ведения фондового бизнеса.

Коренное расхождение между Китаем и Россией кроется в том факте, что РЦБ Китая создавался и направлялся «сверху», по четко разработанному государственному плану, а российский – «снизу», исходя из стихийных рыночных потребностей экономических агентов.

Таким образом, едва ли возможным представляется прямое использование опыта фондового рынка Китая в условиях России, так как совершенно различными представляются как политические, так и экономические системы двух стран. Однако в настоящее время, в период мирового финансового кризиса, когда РЦБ в России также находится в сложном положении, возникают необходимость и возможности поиска новых подходов к его развитию. В этом аспекте опыт Китая представляется полезным для изучения, в силу размера обеих стран и общности социалистического прошлого.

Рынку ценных бумаг России предстоит решение главной двуединой задачи: с одной стороны, качественного развития внутренней инвестиционной базы, появления интереса и доверия к рынку со стороны миллионов граждан – потенциальных инвесторов, с другой стороны, создания механизма, стимулирующего выход на фондовый рынок новых, потенциально

эффективных компаний, работающих преимущественно в сфере высоких технологий. Китаю в целом удалось достичь этих фундаментальных целей.

Можно выделить задачи второго плана, способствующие достижению указанных главных целей: повышение стабильности фондового рынка (снижение уровня рыночного риска), достижение устойчивого экономического роста, успешная макроэкономическая политика, повышение концентрации внутренних финансовых ресурсов институционального сектора для инвестиций на РЦБ, эффективная деятельность регулятора и другие задачи.

Представляется, что некоторые стандартные направления политики, успешно примененные в Китае для достижения этих целей, могут быть использованы и в России.

Политика налогового стимулирования инвестиций на фондовый рынок является действенным методом привлечения как частных, так и институциональных инвесторов. Она применяется на многих формирующихся рынках, и Китай здесь не является исключением. Так, уже с 1994 года в КНР не облагаются налогом доходы индивидуальных инвесторов (физических лиц) от операций с ценными бумагами\*. В ходе последнего беспрецедентного рынка быков 2006 - начала 2008 годов правительством Китая активно рассматривалась возможность восстановления данного налога с целью сдерживания инвестиционного бума. Однако точка зрения противников этой меры возобладала. И уже с началом последнего (текущего) кризиса фондового рынка Китая и с углублением его в ходе мирового финансового кризиса, налоговое стимулирование вновь выступает эффективным инструментом поддержания рынка. Более того, в марте 2008 года в целях поддержания сектора институциональных инвесторов правительством было принято решение об отмене корпоративного налога на прибыль в части доходов, полученных на рынке ценных бумаг\*\*.

---

\*[http://english.peopledaily.com.cn/200703/01/eng20070301\\_353190.html](http://english.peopledaily.com.cn/200703/01/eng20070301_353190.html)

\*\*[http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-03/20/content\\_6553532.htm](http://www.chinadaily.com.cn/china/2008-03/20/content_6553532.htm)

Таким образом, учитывая, что в России доходы на рынке ценных бумаг облагаются в обычном порядке, использование налогового стимулирования также представляется целесообразным, в первую очередь для привлечения розничных инвесторов на рынок.

Еще одним важным фактором роста доверия населения к фондовому рынку является создание эффективного механизма защиты вложений в ценные бумаги, гарантированного государством (наподобие системы страхования банковских вкладов). В Китае с 2005 года действует Фонд защиты инвесторов на рынке ценных бумаг, финансирование которого осуществляется в основном за счет взносов профессиональных участников рынка. Естественно, с наступлением кризиса фондового рынка значение подобных фондов резко возрастает.

В России существует Федеральный общественно-государственный фонд по защите прав вкладчиков и акционеров, учрежденный в 1995 году, основной функцией которого является осуществление компенсационных выплат лицам, понесшим ущерб на финансовом и фондовом рынках РФ. На практике источниками средств для выплаты компенсаций обманутым вкладчикам в основном становятся средства, составляющие часть доходов от приватизации федеральной собственности, и доходы, полученные от использования собственных средств Фонда и управления его имуществом. Размер компенсации Фонда в адрес одного инвестора ограничен суммой 10 тыс. руб., для ветеранов и инвалидов ВОВ – 50 тыс. руб. По состоянию на 1 марта 2009 года Фонд произвел компенсационные выплаты более чем 1 миллиону 339 тысячам вкладчиков Российской Федерации на общую сумму свыше 1 млрд. 493 миллионов рублей\*. Таким образом, средняя сумма выплат на человека составляет чуть более одной тысячи рублей, что немного. Для сравнения, только уставный капитал Фонда защиты инвесторов Китая составляет 770 млн. долл.

---

\* <http://www.fedfond.ru/>



Осознавая необходимость защиты инвесторов, ФСФР уже длительное время разрабатывает проект закона «О компенсациях гражданам на рынке ценных бумаг», результатом чего должно явиться создание компенсационного фонда, имеющего целью страхование вложений розничных инвесторов от нерыночных рисков, связанных с деятельностью профессиональных участников рынка. В настоящее время создание фонда планируется на базе Агентства по страхованию вкладов со смешанным финансированием с участием государства и профессиональных участников РЦБ\*\*.

В Китае в последние годы произошла санация и консолидация сектора компаний по ценным бумагам. В настоящее время этот сегмент в КНР характеризуется относительно небольшим количеством компаний (107 компаний по состоянию на начало 2008 года) с высоким уровнем капитализации и значительными активами. Это позволяет им осуществлять масштабные инвестиции на фондовом рынке, финансировать качественные и дорогостоящие инвестиционные проекты. В то же время в России количество аналогичных по функциям брокерско-дилерских компаний в несколько раз больше, чем в Китае. Многие из них отличаются низкими операционными показателями и незначительной капитализацией. России в перспективе предстоит вывести на фондовый рынок ряд госкомпаний. В то же время на сегодняшний день основная часть крупных IPO российских компаний организуется иностранными инвестиционными банками.

Таким образом, вероятно, что консолидация сектора брокерско-дилерских компаний отвечает интересам российского РЦБ, причем этот процесс представляется едва ли возможным без активного участия государства в определенном количестве компаний, без их масштабной капитализации с его стороны. Эти компании образуют ядро сектора и будут конкурировать с зарубежными инвестиционными банками на российском рынке.

---

\*\* Встреча ФСФР России, НАУФОР и других СРО о создании компенсационного фонда на рынке ценных бумаг, 19 февраля 2009 года, ИНСОП - <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=7241>

В рамках общей экономической политики перед Россией стоит серьезная задача по развитию среднего и малого бизнеса. Более того, создание инновационной экономики требует появления компаний роста, работающих в основном в высокотехнологичных отраслях. Зачастую это венчурные компании, финансирование которых связано с принятием повышенных рисков. Рынку ценных бумаг может быть отведена значительная роль в финансировании компаний среднего и малого бизнеса и компаний роста. В этом аспекте можно снова обратиться к китайскому опыту.

В частности, в Китае на Шэньчжэньской фондовой бирже уже несколько лет функционирует отдельный биржевой рынок средних и малых компаний, и его роль в финансировании данного сектора неуклонно возрастает. В среднесрочной перспективе в России также может быть целесообразной реализация подобной идеи при условии, что в рамках общеэкономической политики государства будут созданы базовые условия для активного развития малого и среднего бизнеса. В этом случае фондовый рынок сможет выполнять селекционную функцию по отбору наиболее перспективных инвестиционных проектов, а также выступать в качестве барометра рыночной конъюнктуры и эффективности сектора средних и малых компаний.

В Китае также завершается подготовка к запуску полноценного биржевого рынка компаний роста. Однако процесс создания такого сегмента связан с определенными трудностями, так как необходимо учитывать венчурный характер большинства компаний роста. Таким образом, построение данного рынка требует создания специальной инфраструктуры, включая особые критерии листинга для компаний роста и сегмент институциональных инвесторов, готовых принимать высокие риски венчурного бизнеса. В России с 2007 года на фондовой бирже ММВБ функционирует сектор инновационных и растущих компаний (ИРК), предусматривающий получение листинга в рамках существующих котировальных списков. Однако до настоящего времени размещение на нем провели всего две компании.\*

---

\* <http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/igc/profile>

Далее, в России также может быть применен ряд подходов из китайской практики в целях усиления регулирования на рынке IPO и повышения качества размещений ценных бумаг.

Во-первых, возможно введение системы поручительства, действующей в КНР, при которой главный андеррайтер является гарантом проводимого размещения, принимает профессиональную и репутационную ответственность за обоснованность цены размещения и его результаты, осуществляет мониторинг деятельности эмитента и рыночной конъюнктуры размещенных ценных бумаг в течение установленного периода.

Во-вторых, целесообразным может быть нормативное закрепление процедур в рамках «дью дилидженс», и, как следствие, их унификация. Это будет способствовать повышению профессионализма участников рынка и качества инвестиционных услуг, совершенствованию механизма ценообразования на рынке IPO.

Устойчивость развития РЦБ в значительной мере определяется макроэкономическими показателями государства. В этой связи опыт Китая также может быть полезен для России. В настоящее время экономика Китая намного успешнее российской по уровню ключевых показателей, влияющих на эффективность фондового рынка (в их числе коэффициент монетизации экономики, степень централизации финансовых ресурсов, уровень сбережений населения, приток иностранных инвестиций). В то же время за рамками исследования остались важнейшие макроэкономические показатели – экономический рост (динамика ВВП); уровень инфляции, базовой ставки (ставки рефинансирования), банковских кредитных ставок, степень налоговой нагрузки на экономику. По всем перечисленным показателям Китай предпочтительнее России с позиции крупной развивающейся экономики, ориентированной на долгосрочный рост.

Таким образом, в достижении эффективной финансовой, монетарной, налоговой политики кроются большие резервы для качественного роста российского фондового рынка. Первоочередными задачами представляются

при этом повышение уровня монетизации экономики, снижение цены денег (кредита) для бизнеса, эффективная борьба с инфляцией.

Полное открытие счета капиталов в России при относительно слабой развитости внутренней инвестиционной базы привели к чрезмерной зависимости РЦБ от иностранных портфельных инвестиций и доминированию иностранных инвесторов в объеме сделок. Такая политика усилила спекулятивную природу российского фондового рынка в силу того, что эти инвестиции большей частью представляют собой «горячие деньги», ориентированные на быстрое извлечение прибыли благодаря высокой доходности рублевых активов. Подобная архитектура рынка привела к тому, что с началом мирового финансового кризиса произошел массовый отток иностранных капиталов, рынок потерял значительную часть ликвидности, что наряду с общими кризисными явлениями поставило его в еще более тяжелое положение.

Несмотря на то, что на высшем государственном уровне было сделано заявление о том, что никаких ограничений на движение капиталов введено не будет, тем не менее, нынешнее кризисное состояние российского фондового рынка делает актуальным рассмотрение новых подходов к привлечению иностранного капитала.

Для устойчивого развития российскому фондовому рынку необходим значительный объем долгосрочных инвестиций. Таким образом, отдавая приоритет стимулированию внутренних финансовых ресурсов (прежде всего привлечению индивидуальных инвесторов), в аспекте внешних инвестиций может быть использован опыт Китая по контингентированному допуску иностранных институциональных инвесторов (квалифицированные иностранные институциональные инвесторы). Существующая в КНР система квотирования может быть заменена более гибкими процедурами планирования. Однако приоритетными в этом направлении являются задачи привлечения крупнейших финансовых институтов, стимулирование (возможно административными методами, как в Китае) долгосрочных инвестиций с их

стороны, ограничение деятельности международных спекулятивных институтов (хедж-фондов).

Подводя общий итог в вопросах сопоставления моделей рынков ценных бумаг Китая и России и возможностей применения китайского опыта в российских условиях, с определенной долей вероятности можно прогнозировать сближение качественных характеристик двух рынков. С одной стороны, фондовый рынок Китая постепенно либерализуется, в то время как на российском рынке происходят обратные процессы – переход от абсолютной либерализации к эффективному регулированию. Более того, в условиях углубляющегося мирового финансового кризиса и нарастания проблем крупного частного бизнеса, в России в рамках антикризисной политики возможна масштабная реализация схемы «конвертация долгов в акции», что может привести к значительному повышению доли собственности государства в корпорациях и приближению структуры собственности российского рынка акций к китайскому образцу.

### ***Выводы по главе***

В ходе анализа показано, что фондовый рынок Китая в настоящее время испытывает воздействие мирового финансового кризиса, однако падение рынка в 2008 г. было во многом связано и с внутренними факторами, в частности, с образованием «пузыря». Антикризисные меры правительства направлены как непосредственно на фондовый рынок (налоговое стимулирование инвестиций, упрощение обратного выкупа и прочее), так и на прямую финансовую поддержку ключевых отраслей экономики, что также оказывает опосредованное воздействие на восстановление РЦБ.

Определены вероятные тенденции развития РЦБ Китая. В общем плане они сводятся к повышению доли фондового рынка в финансировании экономики, однако, при сохранении главенствующей роли банковского кредитования (bank-based model). Будет происходить постепенная либерализация рынка с расширением допуска внешних инвестиций. Предстоящая массовая

приватизация госпакетов акций приведет к существенному повышению уровня “free float”. Можно предположить также прорыв в развитии рынка корпоративных облигаций, значительное расширение сектора институциональных инвесторов, создание полноценного внебиржевого и срочного финансового рынков, постепенный демонтаж «китайской стены» между инвестиционным и коммерческим банковским делом, увеличение набора доступных финансовых инструментов.

В китайском опыте ценность для России имеют следующие аспекты: существование опоры рынка в виде многомиллионной армии индивидуальных инвесторов; политика постепенного расширения допуска иностранных портфельных инвестиций; наличие диверсифицированного рынка с точки зрения отраслевой принадлежности эмитентов и относительно равномерного распределения сделок по видам акций; создание эффективной регулятивной системы «американской модели» с единым органом регулирования, способствующей скоординированному развитию рынка и успешному противодействию недобросовестной практике.

Предложены возможные направления использования опыта Китая в развитии РЦБ России, включая: налоговое стимулирование внутренних инвестиций; создание государственного компенсационного фонда защиты инвесторов на рынке ценных бумаг; консолидация сектора компаний по ценным бумагам с активным участием государства в их капиталах; усиление регулирования рынка IPO в части создания системы поручительства организаторов размещения, закрепления обязательного характера и унификации процедур «дью дилидженс»; разработка концепций биржевых рынков средних и малых компаний, активизация рынка компаний роста; достижение эффективности макроэкономической политики как важного фактора устойчивого развития фондового рынка; введение системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов.

## Заключение

Результатами проведенного исследования являются следующие итоги, выводы и предложения:

Анализ фундаментальных факторов, формирующих РЦБ, позволил сделать следующие выводы: модель фондового рынка Китая является уникальной, так как представляет собой единственный прецедент существования крупного РЦБ в рамках многоукладной рыночно ориентированной экономики с монополизированной политической сферой. Фондовый рынок КНР сформировался под влиянием сильной государственной власти, процесс его развития спланирован и жестко контролируется государством.

Несмотря на значительный абсолютный объем рынка акций, финансовый сектор Китая имеет долговой характер, что проявляется в доминирующей роли банковского кредитования и государственных ценных бумаг (облигаций) в финансировании хозяйства. Сравнительный анализ фундаментальных факторов по рынкам стран группы БРИК (Бразилия, Индия, Китай, Россия) привел к выводу, что по ряду макроэкономических показателей, влияющих на развитие фондовых рынков, КНР имеет значительное преимущество перед остальными странами группы. В их числе: предельно высокий уровень монетизации, низкая степень централизации финансовых ресурсов в экономике, чрезвычайно высокий уровень частных сбережений, лидерство в привлечении прямых иностранных инвестиций.

Положенный в основу рынка механизм акционирования государственных компаний с выделением трех различных сегментов акций (нерыночные акции государства, рыночные акции юридических лиц и рыночные акции) позволил государству сохранить контрольный пакет акций в абсолютном большинстве котирующихся компаний. В силу этого, фондовый рынок Китая характеризуется высокой концентрацией собственности в акционерных капиталах компаний и является разновидностью *“stakeholder capitalism”* (рынок крупных акционеров). В случае Китая контролирующим акционером

большинства компаний выступает государство. Однако, несмотря на это, доля свободной рыночной капитализации (free float) в Китае превышает аналогичные показатели в других странах БРИК.

В результате рассмотрения отраслевой структуры китайских компаний в составе ряда фондовых индексов показано, что рынок акций Китая, как и экономика страны в целом, имеет высоко диверсифицированную структуру с общим доминированием компаний обрабатывающей промышленности.

Анализ фундаментального фактора традиционных ценностей населения привел к выводу, что особенности экономического поведения китайской нации обусловлены совместным влиянием культурных и религиозных традиций в сочетании с многоплановым историческим наследием. В качестве общего вывода предложен тезис о том, что в основе менталитета китайской нации лежит склонность к активному экономическому поведению, принятию рисков, стремление к извлечению прибыли.

В ходе изучения статистических данных о доле индивидуальных инвесторов выяснилось, что фондовый рынок Китая – это «рынок населения» с присущими ему спекуляциями и высокой волатильностью. Частные инвесторы, по официальным данным регулятора, доминируют в структуре инвестиций, однако рассмотрены также аргументы в пользу того, что в этом вопросе данные официальной статистики могут не отражать объективной роли населения и роль последнего, возможно, значительно преувеличена. Тем не менее, учитывая тот факт, что экономика КНР лидирует в мире по уровню национальных и частных сбережений, и предельно высокую инвестиционную активность населения, внутренние финансовые ресурсы для фондового рынка представляются практически неисчерпаемыми.

Произведен анализ регулятивной системы РЦБ Китая, в результате чего сделаны следующие выводы: за основу системы регулирования в Китае была взята «американская модель», характеризующаяся наличием единого органа регулирования и системой жестких правил и предписаний. Однако действие указанного выше фундаментального фактора сильного государства и



централизованной государственной власти предопределило формирование регулятивной системы фондового рынка как предельно жесткой, с объемом функций и полномочий, превосходящим выбранный образец США.

Это проявляется в нескольких ключевых аспектах:

во-первых, регулятор РЦБ Китая (Комиссия по управлению и контролю рынка ценных бумаг – КУКЦБ) является единственным субъектом регулирования рынка, в то время как в тех же США штаты выполняют определенные функции в этой сфере;

во-вторых, на процесс эмиссий и публичных размещений ценных бумаг также наложился отпечаток высокой централизации общеэкономических процессов и системы государственного планирования, что нашло отражение в регулировании объема фондового рынка, исходя из долгосрочной стратегии его развития. Практически это воплощается в системе квотирования объемов IPO (инвестиционные квоты), и КУКЦБ является последней инстанцией в процессе отбора компаний-претендентов на проведение размещений ценных бумаг;

в-третьих, КУКЦБ осуществляет прямой контроль деятельности всех профессиональных участников РЦБ и других объектов рыночной инфраструктуры (СМИ, аудиторы, юристы) посредством разветвленной системы лицензирования. Далее, саморегулируемые организации (СРО) – фондовые биржи, профессиональные ассоциации – являются таковыми лишь по формальным признакам и также непосредственно подконтрольны КУКЦБ;

в-четвертых, существующие в Китае жесткие ограничения на перемещение капиталов через границу приводят к четкой регламентации деятельности квалифицированных иностранных институциональных инвесторов и квалифицированных отечественных институциональных инвесторов (последним разрешено вести операции с иностранными ценными бумагами). Это фактически приводит к выполнению регулятором несвойственных ему функций по валютному регулированию (разработка порядка открытия валютных счетов, механизмов конвертации и прочее).

В результате анализа инструментального ряда РЦБ Китая сделан вывод о том, что, являясь развивающимся рынком, он характеризуется ограниченным набором доступных финансовых инструментов.

Рынок акций имеет сложную структуру с делением на типы в зависимости от целевой направленности. Акции типа «А» составляют большую часть акционерных капиталов компаний. Они выпускаются и котируются в юанях, и предназначены для внутренних инвесторов. Из представителей зарубежного капитала только квалифицированные иностранные институциональные инвесторы могут приобретать их в пределах установленной регулятором квоты.

Акции типа «В» (особые юаневые акции) изначально были предназначены для иностранных инвесторов, приобретаются за доллары США, но котируются в юанях. С 2001 года право приобретать их получили и внутренние инвесторы. Однако этот сегмент акций так и не претерпел серьезного развития, отличается низкой ликвидностью и во многом может рассматриваться как атавизм фондового рынка.

Акции типа «Н» предназначены для инвесторов Гонконга и обращаются на Гонконгской фондовой бирже. Они выпускаются и котируются в гонконгских долларах. Их доля в структуре акционерных капиталов значительна. Аналогичными являются акции типа “N”, “L”, “S”, размещаемые соответственно на Нью-йоркской, Лондонской и Сингапурской фондовых биржах.

Акции типа «А», являясь основой акционерных капиталов компаний, по своей экономической сущности являются обыкновенными акциями. Они в свою очередь также подразделяются на три категории. В процессе акционирования государственных компаний примерно в равных пропорциях выделяются три типа акций: в структуре капитала акции государства выражают долю собственности последнего (принадлежат органам госимущества или региональным правительствам); акции юридических лиц принадлежат нефинансовым организациям – соучредителям акционерных компаний. Первые два вида акций не обращаются на публичном рынке, и только последний тип –

индивидуальные (рыночные) акции, поступают в открытое обращение и представляют собой объект рыночных инвестиций.

Подобная структура капитала привела к диспропорциям в ценообразовании на акции. Правительство КНР осознало, что преодоление сегментации рынка акций является необходимым условием его успешного развития. В силу этого, в 2005 году началась долгосрочная реформа нерыночных акций, целью которой является постепенная конвертация нерыночных акций в рыночные с предоставлением компенсации владельцам последних за потерю ликвидности. Анализ хода реформы показал, что основной формой компенсации является передача части конвертируемых нерыночных акций исходя из соотношения, установленного на договорной основе между всеми заинтересованными сторонами.

Реформа спланирована таким образом, что конвертированные пакеты акций блокируются на длительный срок и поступают на рынок небольшими частями, чтобы не подрывать рыночную ликвидность. Таким образом, анализ статистических данных о структуре акционерных капиталов котирующихся компаний также подтвердил тезис о том, что в целом последствия реформы пока не наступили. Тем не менее, предполагается, что в среднесрочной перспективе результатом реформы станет приватизация значительной части государственных пакетов акций и, соответственно, повышение уровня “free float” на рынке.

В ходе исследования установлено, что рынок облигаций КНР, как и фондовый рынок в целом, характеризуется жестким регулированием со стороны государства. Анализ инструментального ряда показал, что в Китае выпускаются три типа облигаций: казначейские, финансовые и корпоративные. Казначейские облигации составляют более половины общего объема эмиссий. Они выпускаются Министерством финансов КНР в основном для финансирования расходов государственного бюджета. Финансовые облигации по своим характеристикам фактически также являются государственными ценными бумагами с полным предоставлением по ним государственных

гарантий. Их доля в структуре рынка облигаций составляет около одной трети. В настоящее время финансовые облигации выпускаются тремя государственными банками развития для финансирования крупных инфраструктурных проектов. В частности, Государственный банк развития Китая почти полностью формирует свои активы за счет выпуска этого типа ценных бумаг.

Установлено также, что корпоративные облигации составляют меньшую часть, хотя в последние годы их доля существенно возросла. Это связано с мерами регулятора, направленными на стимулирование этого сегмента. Так, например, если раньше выпуск корпоративных облигаций осуществлялся в пределах установленной государством квоты исключительно госпредприятиями и был связан со значительными административными барьерами, то в настоящее время квотирование объемов эмиссий отменено, а эмитентом может являться предприятие любой формы собственности, отвечающее установленным критериям финансового состояния. Принят также ряд других мер, направленных на упрощение и стимулирование корпоративных займов.

Основной объем торгов облигациями осуществляется на межбанковском рынке, причем большая часть оборота приходится на сделки «репо» с казначейскими облигациями.

В ходе анализа сектора профессиональных участников фондового рынка получены следующие итоги:

Как было указано выше, фондовый рынок Китая характеризуется доминированием индивидуальных инвесторов. Однако, согласно официальным данным регулятора, последовательная политика стимулирования сектора институциональных инвесторов привела к тому, что по итогам 2007 года их доля на рынке достигла 50%.

В ходе исследования показано, что в Китае применяется классическая американская модель разделения коммерческого и инвестиционного банковского дела. И, несмотря на то, что некоторые ограничения на операции

коммерческих банков с ценными бумагами уже сняты (им разрешено создавать дочерние структуры для ведения фондового бизнеса), тем не менее пока практически монопольное положение на рынке занимают компании по ценным бумагам (инвестиционные банки, брокерско-дилерские компании). Они делятся на универсальные компании по ценным бумагам (осуществляющие весь комплекс операций на рынке ценных бумаг) и брокерские компании (ограничены в рамках брокерских операций).

Большинство универсальных компаний по ценным бумагам были учреждены государством (часто региональными правительствами) и в настоящее время являются государственными акционерными компаниями. Наиболее крупные из них обладают значительной капитализацией. В ходе многолетней рецессии рынка акций КНР (2001-2005 г.г.) сектор компаний по ценным бумагам пришел в упадок, и государство было вынуждено провести его санацию и консолидацию. Ряд компаний был ликвидирован, имела место серия слияний и поглощений. В итоге общее количество компаний по стране составило чуть более 100, концентрация их капитализации заметно выросла. С учетом уроков кризиса КУКЦБ внедрила систему непрерывного риск-мониторинга сектора, базирующуюся на общем критерии достаточности собственного капитала.

С другой стороны, в секторе компаний по ценным бумагам растет доля частного капитала. В ряде случаев крупные компании переходят в частные руки посредством рынка слияний и поглощений.

В рамках общей политики Китая по ограничению иностранных портфельных инвестиций введен институт квалифицированных иностранных институциональных инвесторов. В ходе анализа принципов действия этого механизма показано, что он базируется на принципах квотируемого допуска иностранных инвестиций на рынок акций типа «А». Статус квалифицированных инвесторов получают крупнейшие транснациональные финансовые институты. Однако в настоящее время их общая инвестиционная

квота составляет 30 млрд. долл., что является крайне незначительной долей в общем объеме фондового рынка Китая.

Страховые компании позже других институциональных инвесторов получили разрешение участвовать в операциях на рынке ценных бумаг. КУКЦБ совместно с регулятором страхового рынка проводит политику по постепенному расширению разрешенного объема страховых активов для инвестиций на фондовый рынок (устанавливается как доля в процентах в общих активах страховой компании). В настоящее время, учитывая кризисное состояние рынка акций, в инвестиционном портфеле страховых компаний преобладают государственные облигации.

В ходе анализа деятельности инвестиционных фондов показано, что последние годы ознаменовались колоссальным прорывом в развитии этого сектора. Значительно выросли как количество инвестиционных фондов, так и общий объем их вложений. Политика регулятора направлена на стимулирование и диверсификацию этого сектора, в результате чего видовая структура фондов становится более разнообразной. Тем не менее, стремительное развитие данного сегмента вступает в контраст с недостаточной ролью страховых и пенсионных активов на фондовом рынке, что привело к абсолютному доминированию инвестиционных фондов в структуре институциональных инвесторов. Общим местом также является недостаточный профессионализм управляющих компаний инвестиционных фондов, отсутствие диверсификации в инвестиционных стратегиях.

Исследование первичного рынка акций КНР позволило сделать вывод, что он так же, как и модель фондового рынка, сформировался в значительной мере под воздействием фактора жесткой регулятивной системы, которая охватывает и рынок IPO. Помимо ограничения в виде описанной выше системы квотирования публичных размещений, к компаниям-претендентам предъявляются высокие требования в части финансовых показателей их деятельности.

На первичном рынке ценных бумаг Китая действует система поручительства (поручителем по размещению выступает, как правило, главный андеррайтер). Фактически это механизм делегирования части контрольных полномочий регулятора профессиональным участникам рынка - организаторам IPO, предусматривающий, однако, определенную ответственность последних. В частности, поручитель несет ответственность за надлежащее проведение процедур «дью дилидженс», отвечает за обоснованность цены размещения, достоверность предоставляемых компанией-эмитентом сведений, контролирует финансовые показатели компании в течение установленного периода после размещения. В случае несоблюдения перечисленных условий поручитель может лишиться лицензии на проведение андеррайтинга.

Вместе с тем происходит определенная либерализация рыночных процедур: в частности, введен новый, рыночно ориентированный механизм ценообразования на рынке IPO; распределение инвестиционной квоты также осуществляется на более рыночных началах; разрешен выход на фондовый рынок группами компаний (формирование публичных холдинговых компаний).

Анализ структуры эмитентов фондового рынка Китая привел к выводу, что большинством котирующихся компаний являются госкорпорации (бывшие госпредприятия). Частные компании составляют меньшинство, так как высокие требования к финансовым показателям эмитентов создают значительный барьер для большинства частных компаний, представляющих венчурный капитал.

В результате анализа статистических данных первичного рынка акций Китая показано, что в докризисный период появилась тенденция стремительного роста количества и общего объема как первичных, так и повторных размещений. Прогнозируется, что с преодолением мирового финансового кризиса эта тенденция возобновится.

В ходе исследования вторичного рынка акций получены следующие результаты: определена обратная взаимосвязь общей динамики котировок рынка акций с уровнем международных цен на первичные энергоносители, что

связано с преобладанием промышленных компаний в отраслевой структуре фондового рынка Китая. Выделены основные этапы развития вторичного рынка акций КНР.

Рассмотрены основные организационные особенности Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж. Показано, что они, формально являясь СРО, в своей деятельности полностью подконтрольны регулятору.

Проанализирована динамика основных операционных показателей фондовых бирж: в докризисный период биржевой рынок вырос в разы по всем ключевым параметрам. Повысилась концентрация рыночной капитализации, что связано с выходом на фондовый рынок ряда крупнейших корпораций, вследствие чего на рынке сформировалось ядро из «голубых фишек». Биржевой рынок Китая характеризуется также невысоким уровнем торговой концентрации, приходящейся на акции «голубых фишек», другими словами, имеет диверсифицированную структуру сделок по видам акций.

Произведены расчеты уровня рыночного риска (волатильности) для ряда развитых и развивающихся национальных фондовых рынков. В ходе анализа полученных результатов выяснилось, что рынок акций КНР имеет наиболее высокий уровень волатильности по анализируемой группе. Это позволило отнести фондовый рынок Китая к наиболее рискованным в мире.

Рынок акций Китая характеризуется также предельно высокими значениями коэффициента  $P/E$ , что связано со спекулятивным ростом котировок, приводящим к значительной переоцененности акций.

Анализ динамики скорости обращения акций показал, что в докризисный период произошел существенный рост рыночной ликвидности. По этому показателю Китай значительно превзошел остальные страны БРИК. О росте ликвидности свидетельствуют и данные Народного банка Китая о сокращении величины рыночного спреда. Однако, учитывая высокий уровень рыночной волатильности, представляется, что данный рост ликвидности обусловлен в основном нарастанием спекулятивной активности населения на беспрецедентном «рынке быков» 2006-2007 годов.



Факторами, повышающими общий уровень рыночного риска, являются также невысокие операционные показатели большинства госкорпораций; предельно низкий уровень дивидендной доходности фондового рынка; активное вмешательство государства в деятельность подконтрольных компаний (вливание активов, субсидирование), ведущее к искажению их рыночной оценки.

Факторами снижения общего рыночного риска являются диверсифицированная отраслевая структура фондового рынка и относительно равномерное распределение торговой активности по видам акций.

В ходе анализа показано, что фондовый рынок Китая в настоящее время испытывает воздействие мирового финансового кризиса, однако падение рынка в 2008 г. было во многом связано и с внутренними факторами, в частности, с образованием «пузыря». Антикризисные меры правительства направлены как непосредственно на фондовый рынок (налоговое стимулирование инвестиций, упрощение обратного выкупа и прочее), так и на прямую финансовую поддержку ключевых отраслей экономики, что также оказывает опосредованное воздействие на восстановление РЦБ.

С учетом результатов проведенного исследования определены следующие тенденции развития фондового рынка КНР: повышение доли рынка акций в финансировании экономики при сохранении ведущей роли банковского финансирования (bank-based model); постепенная либерализация фондового рынка с расширением допуска иностранных портфельных инвестиций; в среднесрочной перспективе масштабная приватизация госпакетов акций в результате завершения реформы нерыночных акций, и, как следствие, существенное повышение уровня “free float”; прорыв в развитии рынка корпоративных облигаций; значительное расширение сектора институциональных инвесторов и повышение его рыночной доли; создание общенационального внебиржевого и срочного финансового рынков; постепенное снятие законодательных барьеров между инвестиционным и

коммерческим банковским делом; развитие продуктовой структуры финансовых инструментов.

В результате обобщения результатов исследования показано, что полезными направлениями в опыте развития фондового рынка КНР для России являются: успешное решение задачи массового привлечения населения на рынок в качестве главного инвестиционного ресурса; последовательная политика первоочередного развития внутренней инвестиционной базы; ограничение притока иностранных портфельных инвестиций как защитный механизм от международных финансовых потрясений и спекулятивных атак; диверсифицированная отраслевая структура рынка акций и относительно равномерное распределение торговой активности по акциям различных эмитентов как факторы снижения общего рыночного риска; эффективная модель рынка с единым органом регулирования и четкой вертикалью полномочий, способствующая скоординированному развитию рынка и успешному противодействию недобросовестной практике.

Предложены возможные практические меры на российском рынке ценных бумаг, реализованные в Китае: налоговое стимулирование внутренних инвестиций (освобождение от налогообложения доходов от операций с ценными бумагами); создание системы страхования частных инвесторов от нерыночных рисков, связанных с деятельностью профессиональных участников рынка (государственный компенсационный фонд на рынке ценных бумаг); консолидация сектора брокерско-дилерских компаний с активным участием государства в их капиталах; усиление регулирования рынка IPO, в частности введение правового механизма поручительства организаторов размещения, нормативное закрепление обязательности и унификации процедур «дью дилидженс»; достижение эффективности макроэкономической политики как важного фактора устойчивого развития фондового рынка; введение системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов в качестве механизма по ограничению иностранных портфельных инвестиций.

## Список литературы

1. Акции как ценные бумаги в Китае. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 2, 2001
2. Акционерные банки в КНР В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 2, 2003
3. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие.-2-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004
4. Алпатов С.Б., Антипова О.Н., Ушаков В.А. Реорганизация системы Народного банка Китая // Банковское дело, №1, 2001
5. Анесянц С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг: Уч. пособие. –М.: Финансы и статистика, 2005
6. Банк развития Китая. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 3, 2006
7. Ба Цзиньсинь. Проблемы формирования в КНР транснациональных компаний с китайским капиталом. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2006
8. Банки и рынок ценных бумаг в КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 3, 2001
9. Банковская Реформа в Китае: эволюция и возможные последствия. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 6, 2006
10. Бао И. Китай: стратегические интересы в Центральной Азии и сотрудничество со странами региона // Центральная Азия и Кавказ, №5, 2001
11. Бергер Я. Китай – глобальная держава XXI века? // Азия и Африка сегодня, 2006г., №8.
12. Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В. Фондовый рынок: Учеб. пособие для высш. учеб. заведений экономического профиля. – М.: Вита- Пресс, 1998
13. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Уч. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2000
14. Борох О. Перспективы экономики КНР: зарубежные оценки в зеркале китайской критики. // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2003
15. Бучаев Я.Г. Основные штрихи системного моделирования рынка ценных бумаг . – М.: Эдиториал УРСС, 2004
16. Бучаев Я.Г., Галин Д.М., Завельский М.Г. Фондовый рынок как механизм финансирования хозяйства. В сб. «Механизм и модели финансирования экономического роста и регионального развития / Труды института

- системного анализа Российской академии наук. – М.: Едиториал УРСС, 2003
17. Ван Жунжун. Основные направления социального развития северо-западного региона Китая на современном этапе. Диссертация на соискание ученой степени кандидата социологических наук. – М., 2004
  18. Волков М.В. Структура и классификация рынка ценных бумаг. Операции с ценными бумагами в деятельности банков. Управление портфелем ценных бумаг // Финансы и кредит, №10, 2005
  19. Воронина Н.В., Бабанин В.А. Значение ценных бумаг и денежных средств как инструментов финансирования слияний и поглощений // Финансы и кредит, № 19, 2006.
  20. В экономике Китая // Бюллетень иностранной коммерческой информации, № 113, 2006 г.
  21. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2006
  22. Гельбрас В. «Принцы и нищие» в сегодняшнем Китае. // Азия и Африка сегодня, 2005г., №6.
  23. Гонконг: уроки финансового кризиса. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 12, 2001
  24. Горбунова С. Идеологические интерпретации социальной роли религии и буддизм в КНР // Проблемы Дальнего Востока, №2, 2005
  25. Государственные и муниципальные финансы: Учебник / Под общ. ред. Мацкуляка И.Д. – М. : РАГС, 2003
  26. Губайдуллина Ф.С. Как привлекать иностранные инвестиции. Опыт стран Центральной и Восточной Европы и Китая // ЭКО, №9, 2003
  27. Гурнович Т.Г., Торопцев Е.Л. Рынок ценных бумаг: теория, практика и финансовые расчеты: Учеб. пособие – Ставрополь: изд-во Ст. ГАУ «АГРУС», 2003
  28. Данилов Ю.А. О мифах фондового рынка. Доклад на семинаре «Институциональные проблемы российской экономики». Препринт WPI /2003 /05 – М.: ГУ ВШЭ, 2003.
  29. Деева А.И. Финансы: Уч. пособие –2-е изд., перераб. и доп. –М.: Экзамен, 2004
  30. Деньги, кредит, банки: Учебник. Под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009.
  31. Добрынина Л.Н., Малявина А.В. Фондовый рынок и биржевая торговля: Учебно-методическое пособие. – М.: Экзамен, 2005
  32. Дотерайв Дж., Фок В. Венчурный капитал США для Китая: возможности и вызовы В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 1, 2005
  33. Доронин И.Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит, №8, 2002
  34. Евдокимова Л.А. Финансы, денежное обращение и кредит: Уч. пособие. М.: МГИУ, 2006

35. Евсенко О.С. Инвестиции в вопросах и ответах : Уч. пособие. - М.: Проспект, 2004
36. Журба В. Мировые рынки: тенденции и проблемы // Рынок ценных бумаг, № 18, 2003
37. Жуков Е.Ф. Основные тенденции развития рынка ссудных капиталов США на современном этапе. Автореферат диссертации д.э.н., М., 1984.
38. Жуков Е.Ф. Финансы зарубежных стран: Уч. пособие / Моск. Ин-т народного хоз-ва им. Г.В.Плеханова – М., Издание МИНХ им. Г.В.Плеханова, 1984
39. Жуков Е.Ф. Самофинансирование при капитализме: теория и практика. – М.: Финансы и статистика, 1990
40. Жуков Е.Ф. Общая теория денег и кредита: Уч.пособие. /Под ред. Е.Ф.Жукова. – М., Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995
41. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Уч. Пособие для студ. Экон.спец. вузов. – М., Банки и биржи : ЮНИТИ, 1995
42. Жуков Е.Ф. и др. Банковское законодательство. Уч.пособие для студентов вузов. Под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ, 2001
43. Жуков Е.Ф. Основные тенденции развития финансового рынка в России // Финансовый бизнес, №3,2004.
44. Жуков Е.Ф., Нишатов Н.П., Торопцов В.С., Григорович Д.Б., Галкина Л.А. Рынок ценных бумаг: Комплексный учебник. – М.: Вузовский учебник, 2009.
45. Законодательство Китая о зарубежных инвестициях // Российский внешнеэкономический вестник, №6, 2006 г.
46. Зданович А.В. О конкурентном потенциале экономики КНР. // Бюллетень иностранной коммерческой информации, № 11-12, 2005 г.
47. Зыков В.М. Новые тенденции в стратегии угольной отрасли Китая. Сопоставление с Россией // Энергия, №7, 2002
48. Иванов А.В. Сценарии развития рынка ценных бумаг // Проблемы прогнозирования, №4, 2004
49. Иванов А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – 2-ое изд. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2006
50. Иностранные банки в КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 6, 2004
51. Иностранные инвестиции в горнодобывающую отрасль КНР. // Бюллетень иностранной коммерческой информации, № 139, 2006 г.
52. Ипполитов В.А. Мировой фондовый рынок: история развития и современное состояние // Российский внешнеэкономический вестник, №3, 2006 г.
53. Кай Джу Подготовка китайских банкиров в области финансов. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 8, 2001
54. Казаков А. Рынок акций в условиях изменения конъюнктуры фондовых рынков. // Рынок ценных бумаг, №22, 2006

55. Как приветствуют друг друга в Китае? // Российский внешнеэкономический вестник, №9, 2006 г.
56. Каменский Д.В. Фондовый рынок: теория и практика функционирования переходной экономике. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук – Орел, 1999
57. Китай и мировая экономика. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 1, 2006
58. Китай ограничивает деятельность иностранных банков // Бюллетень иностранной коммерческой информации, 2006 г., № 106.
59. КНР и финансовый кризис в Азии В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 13, 2001
60. Козлов Н.Б. Становление фондового рынка в постсоциалистических странах. Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук – М., 2003
61. Колпакова Г.М. Финансы. Денежное обращение. Кредит. : Уч.пособие – 2-е изд., перераб. и доп. – М.:Финансы и статистика, 2005 Проблемы Дальнего Востока, №4,2002
62. Кондрашова Л. «Модернизация с китайской спецификой»: проблема экономического измерения. // Проблемы Дальнего Востока, №4,2002
63. Коррупция в китайских государственных коммерческих банках. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 1, 2005
64. Кравченко Т. Региональный рынок ценных бумаг: формирование модели // Банковское дело в Москве, №6, 2002
65. Кубышина Г.А. Переход к рынку (опыт России и стран Азии) : Учеб.пособие / Дипломат. академия МИД России. – М., Научная книга, 2003
66. Кузнецова В.В. Иностранные банки в КНР // Внешнеэкономический бюллетень, №2, 2005
67. Кузнецова В. Финансовая бомба замедленного действия // Азия и Африка сегодня, № 10, 2002
68. Кузнецова В. Банковская система Китая. –М.: Гуманитарий, 2003
69. Куликов А.А. Форекс для начинающих – СПб.: Питер, 2004
70. Лазарева Н.Б. Фондовый рынок: вопросы методологии и теории. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук – М., 2005
71. Лансков П.М. Совершенствование механизма регулирования финансового рынка // Финансы и кредит, №36, 2005
72. Ларин А.Г. Роль китайской диаспоры в развитии экономики Китая // Российский внешнеэкономический вестник, №2, 2006 г.
73. Либерализация экономики. // Деловой Китай, том VIII. Российско-Китайский центр торгово-экономического сотрудничества. М., 2005

74. Ли Ливэй. Реформирование банковской системы Китая. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2006
75. Ли Теин. ВТО и Китай. // Проблемы Дальнего Востока, №4, 2002
76. Ли Чуаньтун, Кондрашова Л. Китай: новые подходы к управлению государственным имуществом // Проблемы теории и практики управления, №1, 2005
77. Лифлянд Л.И. Век акций, рент и облигаций / Л.И. Лифлянд, Ю.А.Петров. – М.: Б.и., 2005
78. Ли Юн Ган. Слияния и приобретения предприятий в условиях рыночной экономики (на примере КНР). Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2003
79. Лычагин А.И. Исторический опыт КНР по созданию специальных экономических зон (1980-1992 гг.). Диссертация на соискание ученой степени кандидата исторических наук. – Н.Новгород, 1997
80. Лян Дэцинъ. Реформирование механизма финансирования промышленных предприятий России и КНР в условиях перехода к рынку. – Новосибирск : Сибирское соглашение, 2001
81. Макеев Ю. Фондовый рынок Китая // Рынок ценных бумаг, №5, 2003
82. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995
83. Миркин Я.М. Институты рынка ценных бумаг в России: Справочник / Московское агентство ценных бумаг. – М.: Перспектива, 1996
84. Миркин Я.М. Банковские операции: Учеб. пособие для банковских школ. – М.: ИНФРА-М, 1996
85. Миркин Я.М. Мегарегулятор // Рынок ценных бумаг, №14, 2000
86. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития – М.: Альпина Паблишер, 2002
87. Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. – М., 2003
88. Миркин Я.М. Среднесрочная конъюнктура фондового рынка // Рынок ценных бумаг, №8, 2001
89. Миркин Я.М. Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками // Рынок ценных бумаг, №8, 2006
90. Мовсесян А.Г. Современные тенденции развития мировых финансовых рынков // Банковское дело, №6, 2001
91. Мунаян А.А. Инвестиционные банки на мировых фондовых рынках. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук – М., 2003
92. Муромцева З. Развитие городов и оптимизация экономической структуры Китая в XXI веке. // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2002

93. Народнонаселение и экология – ключевые факторы реформ: Сб. рефератов / РАН.Ин-т Дальнего Востока, Центр науч. информации и документации; Сост.: Баженова Е.С. –М., 2003 (Информ. материалы / РАН, сер.Д. Пробл.охраны окружающей среды в Восточном регионе, вып.3/4)
94. Неймышев П.А. Современный мировой рынок ценных бумаг: проблемы анализа и прогнозирования. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 1999
95. Новоселова Л. О реализации инвестиционной составляющей стратегии экономического роста в КНР. // Российский экономический журнал, 2006, №4
96. Новоселова Л. Политика привлечения иностранного капитала в Китае // Проблемы теории и практики управления, №2, 2006
97. Новоселова Л. Развитие иностранного предпринимательства в КНР. // Проблемы Дальнего Востока №3, 2005.
98. Новоселова Л. Фондовый рынок КНР в эпицентре экономических преобразований. – Российский экономический журнал, 1-2, 2007.
99. Осадин Н.Н., Дьячков А.М. Финансовый рынок и особенности расследования мошенничества: Учебное пособие. Волгоград: Волгоград. акад. МВД России, 2000.
100. Особенности формирования рынка ценных бумаг в России /Казиахмедов Г.М., Андриянов К.В., Крылов А.А., Лужков М.Ю.; Под ред. Н.М.Коршунова. – М.: Экономика, 2002
101. Островский А. Сравнительный анализ экономической реформы в КНР и России. // Проблемы Дальнего Востока, №4, 2002
102. Паланкоев А.М. Инвестиционные ресурсы фондового рынка. –М.: Изд. Центр «Акционер», 2001
103. Пивоварова Э. Усиление социальной ориентации – неперемное условие углубления рыночных преобразований в КНР: новые свидетельства // Российский экономический журнал, 2006, №2
104. Подолько Е.О. Эволюция внешнеполитических концепций КНР. Диссертация на соискание ученой степени кандидата политических наук. – М., 2006.
105. Портяков В. Я. О банковской сфере Китая // Деньги и кредит, №5, 2006
106. Портяков В. Я. Об экономической роли государства в Китае. // Проблемы Дальнего Востока, №4, 2002
107. Портяков В. Новый шаг на пути реформ. // Проблемы Дальнего Востока, №6, 2002
108. Портяков В. Китайская народная республика: основные ориентиры 11-ой пятилетки// Проблемы Дальнего Востока №3, 2006.
109. Портяков В. О перспективах развития Китая // Проблемы Дальнего Востока №5, 2005.
110. Потапов М. Газовый рынок Китая и перспективы российского сотрудничества. // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2002
111. Почагина О. Социокультурные и социопсихологические аспекты старения населения в КНР. // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2003



112. Распад мировой долларовой системы: ближайшие перспективы /Сборник работ. Под общ.ред. Ю.Д.Маслюкова. – М., издатель Н.Е.Чернышова, 2001
113. Реформа банковского регулирования в КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 1, 2004
114. Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернхард Р., Баренбойм П., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. – М., Юридический дом «Юстицинформ», 2003.
115. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: Современное состояние и закономерности развития – М.: Финансовая академия, 2000
116. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. – Альпина бизнес букс, 2007.
117. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова. –2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2004
118. Рынок ценных бумаг: Уч.пособие /ВЗФЭИ; под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ, 2006.
119. Савельев К.А. Рынок ценных бумаг в условиях перехода к преимущественно интенсивному типу воспроизводства. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук – Самара, 2006
120. Савинский С.П. Некоторые аспекты госконтроля финансовой сферы КНР // Финансы, №10, 2003
121. Сапир Е.В. Рынок ценных бумаг: инфраструктура, инструменты: Учебное пособие, Ярославл.гос.ун-т. Ярославль, 1999
122. Саркисянц А.Г. Международный рынок капиталов: современные тенденции и перспективы // Финансы и кредит, №№ 15 и 22, 2006
123. Смирнов Е.В. Фондовый рынок как сфера взаимодействия фиктивного и действительного капитала российских корпораций. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук - Краснодар, 2005
124. Совместная декларация Российской Федерации и Китайской Народной Республики. // Проблемы Дальнего Востока, №1, 2003
125. Соловьев Д. Присоединение России к ВТО: правовые проблемы рынка ценных бумаг // Рынок ценных бумаг, №3, 2002
126. Софьянникова И. Реформа системы валютного регулирования в Китае. // Проблемы Дальнего Востока, №1, 2003
127. Структурные реформы в банковском секторе Китая. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 1, 2002
128. Темпы экономического роста Китая выше, чем ожидали эксперты // Бюллетень иностранной коммерческой информации, 2006 г., № 114. Чжоу Сяочуань. Денежно-кредитная политика, реформы финансовой системы и устойчивый экономический рост в Китае // Деньги и кредит, №7,2003
129. Титаренко М. Китай и глобализация. Вступительное слово при открытии XIV Международной научной конференции «Китай, китайская

- цивилизация и мир. История, современность, перспективы» // Проблемы Дальнего Востока, №6, 2002
130. Уорд И. Судьба доллара решается в Пекине. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 3, 2005
  131. Финансовая статистика КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 5, 2003
  132. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Под ред. д.э.н., проф. А.Г.Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2004
  133. Финансы: Учебник / Под ред. Г.Б.Поляка. –3-е изд., перераб. и доп. – М. ЮНИТИ, 2007
  134. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. В.К.Сенчагова, А.И.Архипова. –2-е изд, перераб. и доп.- М.: Проспект, 2004
  135. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. Н.Ф.Самсонова. – М.: ИНФРА-М, 2003
  136. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. М.В.Романовского, О.В.Врублевской. – М.: Высшее образование, 2007
  137. Финансы и кредит: Уч.пособие / Под ред. Ковалевой А.М. – М.: Финансы и статистика, 2004
  138. Флерье В. Реформы финансовых рынков Китая. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 5, 2005
  139. Фондовые биржи в КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 7, 2001
  140. Хоу Цзиньгуан. Реформа государственных предприятий в Китайской народной республике. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2000
  141. Ху Дэпин. Размышления о теории и практике реформы в Китае // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2003
  142. Хуашэн Ч. Китай, Россия, США: интересы, позиции, взаимоотношения в Центральной Азии // Центральная Азия и Кавказ, №5, 2004
  143. Цзинь Хэ. Китайская модель перехода к социалистической рыночной экономике. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2002
  144. Цзян Цзин. Адаптация китайской экономики к условиям мирового хозяйства после вступления КНР в ВТО. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Екатеринбург, 2005
  145. Цыплаков С, Попов Е. Российско-китайское торгово-экономическое сотрудничество: проблемы и перспективы. // Проблемы Дальнего Востока, №3, 2002
  146. Ческидов Б.М. Методология моделей рынков ценных бумаг // Финансы и кредит, №21, 2004

147. Чжан Шоуруй. Современное состояние и перспективы привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику КНР. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2001
148. Чжан Янь. Финансирование частного предпринимательства в КНР. – М., Макспресс, 2004
149. Чжоу Сяочуань. Денежно-кредитная политика, реформы финансовой системы и устойчивый экономический рост в Китае // Деньги и кредит, №7, 2003
150. Шарин Д.Н. Формирование и регулирование фондового рынка КНР (на примере рынка акций). Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2001
151. Шарп Уильям Ф. Инвестиции = Investments / Шарп Уильям Ф., Г.Александр, Бэйли Дж.; Пер с англ. Буренина А.Н., Васина А.А. – М.: ИНФРА-М, 2004
152. Шевель И. Реформа банковской системы в Китае. // Проблемы Дальнего Востока, №6, 2002
153. Шевель И. Реформирование личного подоходного налога в Китае // Проблемы Дальнего Востока №6, 2006.
154. Шепенко Р.А. Правовое регулирование налоговой системы КНР. Диссертация на соискание ученой степени доктора юридических наук. – М., 2005
155. Шепенко Р.А. Территориальные суррогаты Китая // Российский внешнеэкономический вестник, №11, 2006 г.
156. Шепенко Р.А. Административный пересмотр в налоговом праве Китая // Российский внешнеэкономический вестник, №10, 2006 г.
157. Ши Циюань. Трансформация социальной структуры китайского общества в период реформирования экономики. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2004
158. Шредер Клаус. Реформирование банковской системы Китая // Деньги и кредит, №5, 2006
159. Экономика Китая вступает в XXI век. Под ред. М.Л. Титаренко, науч.руководитель – И.Н.Наумов. –ИДВ РАН. – М, 2004
160. Экономические реформы КНР. В сб. аналитико-реферативных материалов по зарубежным источникам ИНИОН РАН «Банковское дело: зарубежный опыт», выпуск 2, 2005
161. Ян Пувэй. Социально-экономическое развитие западных регионов как фактор общего экономического роста КНР. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2005
162. Янукян М.Г. Современные тенденции развития международного рынка ценных бумаг // Финансы и кредит, №5, 2005

Источники на иностранных языках:

163. Annual Review of China's Bond Market 2007. – [www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)

164. 2007 年：中国经济形势分析与预测。主编/陈佳贵//社会科学文献出版社，北京(Blue Book of China's Economy: Analysis and Forecast on China's Economy 2007 (pp. 267-290). – Shehui Kehue Wenxian Chubanshe, Beijing).
165. Bond Market Integration: the Chinese Mainland and Hong Kong.// Man Kwong Leung, Trevor Young. – Journal of Contemporary China (2006), 15(47), May, 297-309.
166. 中国金融发展报告。社会科学文献出版社，北京，№2，2005. (China: Banking and Financial Market Development, №2, 2005. – Social Sciences Academic Press, China).
167. China Financial Stability Report 2007 – www.pbc.gov.cn
168. China Financial Stability Report 2008 – www.pbc.gov.cn
169. China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges / Edited by Eswar Prasad; [et al.]—Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2004.
170. China Securities Regulatory Commission Annual Report (2007) - www.csrc.gov.cn
171. China Stock Market in a Global Perspective. Research Report by Sheldon Gao. - Dow Jones Indexes, 2002.
172. Evelyn Moser, Thorsten Nestmann. Russia's Financial Sector: Financial Deepening Will Support Long-term Growth.// Deutsche Bank Research, 2007.
173. Green Stephen. Better than a Casino: Some Good News from the Frontline of China's Capital Market Reform. – Asia Programme Working Paper, Royal Institute of International Affairs, London, 2003.
174. Green Stephen. Enterprise Reform and Stock Market Development in Mainland China. – Deutsche Bank Research, 2004.
175. Green Stephen, He Ming. China's Stock Market: Out of the Valley in 2004?// The Royal Institute of International Affairs, Briefing Paper №1, 2004.
176. 郝大明。国有企业公司制改革效率的实证分析。//经济研究，2006 年第 7 期。(Hao Daming. Analysis on Efficiency of Chinese state-owned Enterprises Restructuring to Corporations.// Economic Research Journal, No.7, 2006 (pp. 61-73) – Social Sciences Academic Press, China).
177. Hidetaro Muroi. The Chinese stock market picks up thanks to reform.// Japan center for economic research staff report. 2006.
178. International Financial Statistics. – IMF.
179. Marcos Chamon and Eswar Prasad. Why are Saving Rates of Urban Households in China Rising? // IMF Working Paper, WP/08/145, International Monetary Fund, 2008.
180. Niels Kristian Kjaer. The Chinese Stock Market: Possibilities and Pitfalls.// Trade Council of Denmark – China. 2006.
181. People's Republic of China: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion. - IMF Country Report No. 06/394, International Monetary Fund, 2006.

182. Sayuri Shirai. Is the Equity Market Really Developed in the People's Republic of China? – ADB Institute Research Paper Series No.41, September 2002.
183. Shanghai Stock Exchange Fact Book 2007. – www.sse.com.cn
184. Shenzhen Stock Exchange Fact Book 2007. – www.szse.cn
185. Shujie Yao, Minjia Chen. Chinese Economy 2008: A Turbulent Year amid the World Financial Crisis. – The University of Nottingham, China Policy Institute, February 2009.
186. Steffen Dyck. China's Financial Markets: Current Situation and Future Development.// Deutsche Bank Research, 2008.
187. 王国刚，何旭强。中国股票市场：2005 年回顾和 2006 年展望。//财贸经济 2006 年第 4 期。(Wang Guogang, He Xuqiang. Opportunities in a New Perspective: A Review of 2005 and an Outlook of Chinese Stock Market in 2006.// Finance and Trade Economics, No.4 (pp. 55-63), 2006).
188. Wong Sonia M.L. China's Stock Market: A Marriage of Capitalism and Socialism.// Cato Journal, Vol. 26, No.3, 2006.
189. World Federation of Exchanges Annual Report and Statistics 2007 – www.world-exchanges.org
190. 吴晓求。股权分置改革的若干理论问题。-兼论全流通条件下中国资本市场的若干新变化。//财贸经济，2006 年第 2 期。(Wu Xiaoqiu. Theoretical Problems in the Process of the Split Share Structure Reform – A Further Discussion on Recent Development of China's Capital Market.// Finance and Trade Economics, No.2, 2006 (pp. 24-32).
191. 徐平生。2007 年股票市场运行展望。//2007 年：中国与世界经济的发展报告。(Xu Pingsheng. Outlook of Stock Market.//Green Book of Economy Information: China and the World Economy Development Report, 2007 (pp. 108-116) - Shehui Kehue Wenzgang Chubanshe, Beijing).
192. 曾颖，陆正飞。信息披露质量与股权融资成本.// 经济研究，2006 年第 2 期。(Zeng Ying, Lu Zhengfei. The Relationship between Disclosure Quality and Cost of Equity Capital of Listed Companies in China.// Economic Research Journal, No.2, 2006 (pp. 69-80) – Social Sciences Academic Press, China).

