

**КИТАЙ:  
ВНУТРЕННЯЯ И ВНЕШНЯЯ ПОЛИТИКА**

DOI:10.20542/0131-2227-2008-6-65-74

**ФОНДОВЫЙ РЫНОК КНР**

© 2008 г. Я. Бергер, В. Михеев

Фондовый рынок Китая был создан в 1990–1991 гг. на двух торговых площадках – в Шанхае и Шэньчжэне. Его главные задачи состояли тогда не столько в аккумуляции свободного капитала, сколько в решении системной задачи – смене формы собственности в период трансформации плановой экономики в рыночную. Капитализация фондового рынка составляла в 90-е годы лишь около 10% ВВП страны. Такая ситуация диктовалась объективными обстоятельствами: процесс становления частного производителя и частного инвестора только начинался. Кроме того, их права еще не были законодательно защищены. И по Конституции КНР, и в соответствии с социалистической традицией государственная форма собственности считалась более прогрессивной, чем частная.

В середине текущего десятилетия страна достигла переломного момента в своем развитии. Сформировался и быстро растет средний класс, ускоряется урбанизация села. Число частных предпринимателей и объем накоплений граждан достигли рыночно значимой массы. Теперь именно внутренний потребительский и инвестиционный спрос – при сохраняющихся высоких темпах роста экспорта – становится главным источником высокой (11.5% в 2007 г.) динамики китайской экономики.

В 2004 г. было внесено фундаментальное изменение в Конституцию, уравнившее в правах государственную и частную формы собственности. В том же году Госсовет издал постановление, зафиксировавшее основные направления развития фондового рынка:

- диверсификация финансовых инструментов, обращающихся на фондовом рынке;
- повышение требований к прозрачности компаний-эмитентов при процедуре листинга;
- создание благоприятного налогового режима;
- реструктуризация рынка посредством фокусирования на работе венчурных компаний в сфере НИОКР, малых и средних предприятий в области услуг, освоения нетрадиционных источников энергии;

БЕРГЕР Яков Михайлович, доктор исторических наук, главный научный сотрудник Института Дальнего Востока РАН.

МИХЕЕВ Василий Васильевич, член-корреспондент РАН, зав. сектором ИМЭМО РАН.

– стимулирование рыночной активности страховых компаний и фондов социального страхования в качестве покупателей, продавцов и эмитентов ценных бумаг.

С этого времени наблюдается бум на фондовом рынке, а также на рынке недвижимости Китая. Распространенное в обществе доверие к экономической политике правительства и устойчивый рост реального сектора экономики формируют бурно растущий спрос населения на ценные бумаги. Капитализация фондового рынка подскочила до 1.15 трлн. долл. (50% ВВП) в 2006 г. и 3.1 трлн. долл. (более 100% ВВП) в 2007 г. В 2006 г. число компаний, прошедших процедуру листинга (более 1.4 тыс.), в 14 раз превысило показатель 1990 г. и на 40% – показатель 2000 г. Из механизма приватизации госсектора фондовый рынок стал превращаться в механизм аккумуляции инвестиционного капитала.

**МЕСТО ФОНДОВОГО РЫНКА  
В ЭКОНОМИКЕ**

Несмотря на фондовый бум последних лет, роль фондового рынка в китайской экономике пока еще далека от той роли, которую он играет в развитых странах. Основное финансирование компаний обеспечивают банки, они же служат главным каналом аккумуляции и инвестирования семейных накоплений. Тем не менее соотношение источников финансирования постепенно меняется. За 2000–2006 гг. доля банковских кредитов в финансировании компаний сократилась с 94 до 83%, а фондового рынка – увеличилась с 6 до 17%, главным образом благодаря опережающему росту рынка облигаций<sup>1</sup>.

В 2007 г. наметились прорывные тенденции в росте рынка акций. В августе его капитализация увеличилась в семь раз по сравнению с июлем 2005 г. Всего за два года фондовый рынок КНР переместился среди развивающихся рынков с 4-го места на 1-е.

Налицо не только количественный, но и качественный скачок. Укрепляется законодательная база, гарантирующая права инвесторов, появляются новые финансовые продукты и инструменты, растет число инвесторов, меняется их состав,

<sup>1</sup> См.: The Financial Times. 05.10.2007.

усиливается контроль. Увеличение числа инвестиционных счетов до 118,7 млн. означает, что по меньшей мере 40 млн. граждан страны связали себя с фондовым рынком. А если учесть и членов семей, то окажется, что почти десятая часть населения страны получила во владение и распоряжение определенную долю государственной собственности.

Крутой подъем фондового рынка обусловлен рядом факторов. Это:

- высокие темпы экономического роста. Благоприятная макроэкономическая конъюнктура дает надежды на дальнейшие успехи компаний, прошедших листинг, особенно в таких отраслях, как финансы, недвижимость, черная металлургия, нефтехимия, производство химического волокна;

- возобновление первичного размещения акций и выход на рынок акций класса “А” таких ведущих эмитентов, как “Промышленно-торговый банк Китая”, “Банк Китая”, страховая компания “Чжунго жэньшоу”, “Транспортный банк”;

- углубление экономических реформ, в том числе в банковско-финансовой системе, и расширяющееся включение национальной экономики в процессы глобализации;

- стремление китайского руководства уравнивать однобокую зависимость экономики от банков, которая послужила одной из причин финансового кризиса 1997–1998 гг.;

- рост активов, исчисленных в китайской валюте, вследствие ревальвации юаня (на 10% за 2 года);

- разбухание золотовалютных резервов (около 1,5 трлн. долл. в конце 2007 г.) и положительного сальдо торгового баланса (около 200 млрд. долл.), обостряющее проблему избыточной ликвидности и подстегивающее фондовый бум.

Для снижения ликвидности денежного рынка и сокращения объемов банковских кредитов Народный банк Китая, выполняющий функции центрального, существенно повысил процентные ставки и нормы резервирования для финансовых организаций. В мае 2007 г. министерство финансов втрое повысило налог на операции с ценными бумагами (до 0,3%), а Комиссия по регулированию банковской деятельности наложила штрафные санкции на шесть банков за нелегальное финансирование спекуляций на фондовом рынке и рынке недвижимости. Однако пока все эти усилия не дают заметных результатов.

Поскольку ставка по банковским депозитам в Китае остается на низком уровне (2,79% на годичный депозит, что ниже уровня инфляции), а темпы роста инвестиций велики, многие аналитики оптимистично оценивают перспективы листинговых компаний. Они исходят из наличия у них

большого потенциала развития и реальных бизнес-планов, а также из того, что реформа государственных предприятий сделала многие из них высокоприбыльными и способствовала существенному сокращению плохих долгов. В то же время пока еще не полная открытость китайского фондового рынка и сохраняющиеся ограничения на деятельность иностранных инвесторов минимизируют (хотя и не устраняют полностью) влияние колебаний международных рынков<sup>2</sup>.

Оптимизм аналитиков разделяется китайскими инвесторами, особенно средними и мелкими держателями акций. Его укрепляет и выход на внутренний рынок целого ряда ведущих отечественных компаний, которые прежде предпочитали листинг за рубежом (*China Mobile, PetroChina, Строительный банк Китая* и др.). Вместе с тем некоторые специалисты указывают на определенный перегрев рынка, наличие “мыльных пузырей”. Их аргумент: завышенные ожидания могут приводить к переоцененности акций и возрастанию рисков.

Перепады на фондовом рынке пока не могут значимо сказываться на общем состоянии экономики, прежде всего потому, что этот рынок все еще не играет определяющей роли в финансировании “критической массы” китайских компаний. Государство по-прежнему владеет большинством акций ведущих финансовых и промышленных корпораций, выставляя на свободную торговлю меньшую долю акций.

И все же воздействие неустойчивости фондового рынка на доверие к нему нельзя недооценивать. Падение Шанхайской биржи на 9% 27 февраля 2007 г. было относительно небольшим в сравнении с огромным подъемом в предыдущие месяцы. Значительно более серьезными оказались спады 30 мая 2007 г. – примерно на 21% и в ноябре 2007 г. – на 18%. В последнем случае падение индекса биржи до 5000 пунктов против 6100 пунктов в середине октября и даже несколько ниже было вызвано наложением внешних факторов, прежде всего ипотечного кризиса в США, на ряд внутренних, которые ранее сами по себе большой роли не играли (например, повышение нормы резервирования). При этом даже “голубые фишки” не только не смогли сыграть стабилизирующую роль, но, напротив, способствовали падению рынка. Акции Китайской нефтяной компании потеряли в цене 4,64%, упав до минимума с момента выхода компании на рынок. В зоне бедствия оказались акции банков, авиационных компаний, предприятий цветной металлургии, железных дорог, угледобывающих предприятий.

<sup>2</sup> См.: Лэнцзин каньдай Чжунго нэйди гупяо шичанно (Хладнокровно воспринимать внутренний рынок акций в Китае) (<http://gb.cri.cn/1321/2007/09/11/542@1757506.htm>).

Социальные и политические угрозы, связанные прежде всего с присутствием на бирже большого числа небогатых людей, которые в ситуации серьезного обвала теряют все свое состояние, весьма велики. Биржевые колебания 2007 г. привели к разорению многих краткосрочных инвесторов. Оптимизм постепенно сменяется разочарованием. Приход на фондовый рынок массового инвестора, не осознающего все возможные риски и по сравнению с институциональным инвестором скорее поддающегося панике, повысил волатильность рынка. Одновременно участились случаи противоправных действий, прежде всего инсайдерских спекуляций. Неслучайно высшее руководство страны в конце 2007 г. заговорило о необходимости разъяснять гражданам не только то, как они могут заработать на фондовом рынке, но и то, что игра на бирже чревата риском потерять сбережения. Контролирующие органы стали уделять повышенное внимание просвещению инвесторов и требовать от листинговых компаний большей открытости информации<sup>3</sup>.

### РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА АКЦИЙ

Чтобы минимизировать риски, связанные с присутствием на местном фондовом рынке иностранного капитала, создано два изолированных друг от друга рынка акций: акции типа "А", которые выпускаются китайскими эмитентами исключительно для покупки китайскими же инвесторами, и акции типа "В", которые продаются иностранным инвесторам за иностранную валюту. Соотношение между двумя рынками по числу листингованных компаний составляет 10 : 1, по капитализации – 30 : 1 в пользу рынка акций типа "А". Кроме того существуют акции типа "Н", выпускаемые китайскими компаниями для размещения на Гонконгской бирже, и типа "S" – для продажи на иностранных фондовых рынках (США, ЕС, Сингапур) – их доля минимальна. Иностранные эмитенты не имеют пока прямого выхода на китайский фондовый рынок.

В 2006–2007 гг. правительство Китая, следуя своим обязательствам перед ВТО, начало отмену ограничений на ввоз-вывоз капитала и либерализацию доступа иностранных финансовых компаний и банков на внутренний рынок. На рынок акций категории "А" отныне допущены лицензированные иностранные инвесторы, растет рынок государственных облигаций, принимаются меры по списанию невозвратной задолженности банков, активизируется размещение акций четырех

крупнейших государственных банков на фондовом рынке.

Законодательную базу фондового рынка составляют законы "О компаниях" (1993 г., новая редакция – 2006 г.), "О страховании" (1995 г.), "О коммерческих банках" (1995 г.), "О ценных бумагах" (1998 г., новая редакция – 2006 г.), "О доверительном управлении" (2001 г.). С 1 июня 2004 г. начал действовать закон "Об инвестиционных фондах", что привело к появлению новых управляющих компаний и фондов, а также инвестиционных продуктов. В 2006 г. внесены поправки в закон "О ценных бумагах", нацеленные в основном на защиту прав миноритарных акционеров. С 15 апреля 2007 г. действует новая редакция Положения об управлении фьючерсными сделками. Готовится закон "О фьючерсах", а также нормативные документы по контролю над компаниями, не прошедшими листинг.

Торговать на фондовой бирже в КНР могут только особые субъекты – компании по торговле ценными бумагами, которые проходят проверку и утверждение со стороны Китайской комиссии по регулированию обращения ценных бумаг. Существует два вида таких компаний: посреднические, которые вправе совершать куплю-продажу только от имени клиентов, и многопрофильные, которые могут совершать сделки как по поручению клиента, так и от своего имени, а также осуществлять операции по размещению ценных бумаг. Все компании по торговле ценными бумагами в Китае являются брокерскими, поскольку при любом варианте они должны проводить операции, используя средства своих клиентов-инвесторов. Им не разрешено кредитовать клиентов, предоставляя им денежные средства или ценные бумаги.

Согласно обязательствам Китая перед ВТО, иностранные компании допускаются к операциям с ценными бумагами только в составе совместных предприятий, где их собственность не превышает 33%. Это означает, что иностранные инвесторы остаются в этих компаниях миноритарными акционерами. Соглашение с ВТО ограничивает также размещение такими компаниями акций классов "А", "В" и "Н" и государственных и корпоративных облигаций. Ассоциация операторов ценных бумаг и финансовых рынков (*SIFMA*), объединяющая более 650 иностранных компаний, активно, но пока безрезультатно, добивается снятия этих ограничений.

Официально разрешена только биржевая торговля акциями. Правила осуществления торговых операций с ценными бумагами разрабатываются фондовыми биржами и утверждаются Китайской комиссией по регулированию обращения ценных бумаг. Ввиду своей молодости китайский фондовый рынок характеризуется сложным пе-

<sup>3</sup> См.: Данцянь цзинци синши шупин: вого ды чжэньцюань шичан цзянькан вэньдин фачжань. (Характеристика современной экономической ситуации: здоровое и стабильное развитие китайского фондового рынка) ([http://www.gov.cn/jrzg/2007-08/11content\\_713179.htm](http://www.gov.cn/jrzg/2007-08/11content_713179.htm)).

реплетением норм и правил, касающихся различных категорий акций и разных инвесторов.

Существуют две разные группы акций: нерыночные (не обращающиеся, не торгуемые на фондовых биржах) и рыночные, свободно обращающиеся. Нерыночные акции – это акции государства, предприятий и трудовых коллективов. Рыночные в зависимости от валюты деноминации и режима обращения делятся, как уже отмечалось, на три типа. По рыночной капитализации и объемам торгов на внутреннем рынке преобладают акции типа “А”, номинируемые в национальной валюте и котируемые на биржах. Прежде их могли приобретать только граждане КНР. Теперь доступ к ним имеют и зарубежные инвесторы в статусе квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (*Qualified Foreign Institutional Investors, QFII*) и стратегических инвесторов.

Акции категории “В”, размещаемые в американских долларах на Шанхайской бирже и в гонконгских долларах на Шэньжэньской бирже, напротив, изначально предназначались для иностранных инвесторов, но в 2001 г. стали доступны и отечественным инвесторам, покупающим их за твердую валюту. Фактически подавляющая часть этих акций и ранее принадлежала гражданам КНР, покупавшим их нелегально по зарубежным валютным счетам. Снятие ограничений для отечественных инвесторов позволило легализовать операции и несколько повысить ликвидность этого сегмента рынка, хотя он все еще значительно отстает от рынка акций “А”. Вследствие этого стоимость акций категорий “А” и “В”, выпущенных одной и той же компанией, может существенно различаться.

До либерализации рынков этих акций портфельные иностранные инвестиции направлялись преимущественно в акции категории “Н”, котируемые на Гонконгской фондовой бирже и номинированные в гонконгских долларах. Размещавшие их китайские компании отличались большей прозрачностью финансовой отчетности и относительно устойчивыми показателями деятельности. Акции категории “Н” характеризуются меньшей по сравнению с другими китайскими акциями степенью риска, но не дают высокой доходности. Отдельную группу на Гонконгской фондовой бирже составляют так называемые красные фишки – акции гонконгских фирм, в которых континентальные китайские компании напрямую или косвенно владеют не менее чем 35%-ной долей.

Важнейшим шагом в развитии рынка акций за последние годы явились принятые правительством меры по замене неторгуемых акций государственных компаний, имеющих листинг на китайских биржах, торгуемыми акциями категории “А”. До этого две трети общей капитализации

рынка приходились на долю неторгуемых акций, что негативно сказывалось на качестве корпоративного управления и серьезно ограничивало слияния и поглощения. Сделки с неторгуемыми акциями сильно затруднялись правилами, требовавшими одобрения со стороны Государственного комитета по управлению государственным имуществом при Госсовете КНР, который ведал предприятиями, и имеющими, и не имеющими листинга. Оценивались такие сделки обычно весьма низко: в 2003 и 2004 гг. в среднем втрое ниже стоимости торгуемых акций.

Все эти обстоятельства крайне негативно отражались на функционировании рынка акций. Капитализация Шанхайской биржи, пройдя пик в 2001 г., когда завершилась первая волна IPO, неуклонно снижалась и сократилась более чем вдвое к середине 2005 г. Китайский фондовый рынок стал одним из худших в мире.

В апреле 2005 г. началась реформа под руководством Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг. Она продвигалась очень быстро, хотя основывалась не на административном принуждении, а на соглашениях между государственными компаниями и частными держателями акций. Каждая компания выработывала свой план преобразований, который должен был получать одобрение двух третей держателей неторгуемых акций и двух третей держателей торгуемых акций. Реформа предполагала согласие частных акционеров на конверсию своих акций в торгуемые в обмен на получение дополнительных акций, опций или денежной компенсации от компаний. Компенсация должна была покрыть убытки частных акционеров из-за вероятного падения стоимости акций, связанного со значительным увеличением их притока на рынки. В некоторых случаях, когда компании предлагали слишком малую компенсацию, в дело вмешивались представители власти и вынуждали пересматривать проект<sup>4</sup>.

Всего за год преобразования были проведены почти в 900 из 1350 компаний, имевших листинг, что составило 70% капитализации рынка акций. К концу января 2007 г. ими были охвачены 90% компаний. Ожидается, что последние неторгуемые акции станут торгуемыми к 2012 г.

В 2006 г. после пяти лет медленного роста и низкой активности на фондовых рынках Китая произошел перелом. На рынке акций “быки” взяли верх над “медведями”. Инвесторы, понесшие за предыдущие годы значительные потери, вернулись на рынок. За год было открыто 2.5 млн. счетов.

В мае 2006 г. был снят годичный мораторий на первичное размещение акций, введенный с нача-

<sup>4</sup> См.: *Ahn J., Cogman D.* A Quiet Revolution in China's Capital Markets ([http://www.mckinseyquarterly.com/article\\_page.aspx?ar=2016&12=5&13=5&srid=290&gp=1](http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=2016&12=5&13=5&srid=290&gp=1)).

лом реформы во избежание обвала рынка. Это вызвало волну IPO и еще больше способствовало росту рынка акций. Общая сумма первичного размещения акций в начале 2007 г. превысила исторический максимум, достигнув 1.4 трлн. юаней (1 долл. США = 7.4 юаня), но и этот рекорд был впоследствии многократно перекрыт.

К маю 2007 г. совокупная рыночная капитализация Шанхайской и Шэньчжэньской бирж достигла 2.3 трлн. долл., намного превзойдя показатель Гонконгской биржи (1.7 трлн. долл.) и уступая в Азии лишь Японии (4.7 трлн. долл.), а в мире – США (16.5 трлн. долл.), Англии (4 трлн.) и Евросоюзу (около 2.6 трлн. долл.).

9 августа 2007 г. капитализация Шанхайской и Шэньчжэньской бирж поднялась до 21 трлн. юаней, впервые превысив объем ВВП за предыдущий год. Совокупный индекс повысился до 4658.6 пункта, а в сентябре – до 5400 пунктов. Число открытых счетов превысило 100 млн., увеличившись на 60% по сравнению с предыдущим годом. Среднесуточный объем торгов составил 202.7 млрд. юаней. С марта 2007 г. стал сокращаться приток средств на депозитные вклады населения, которые начали частично перемещаться на фондовый рынок.

Преобразование неторгуемых акций в торгуемые способствовало не только количественному росту рынка, но и его качественному совершенствованию. До реформы интересы владельцев неторгуемых и торгуемых акций расходились: первые были заинтересованы в наращивании чистых активов, а вторые – в повышении стоимости акций. При этом последние могли выступать лишь в роли миноритарных акционеров и не имели возможности влиять на качество менеджмента, поскольку он определялся большинством акционеров, владевшим неторгуемыми акциями. Это стимулировало расцвет спекулятивной активности на биржах. С отказом от неторгуемых акций стал действовать рыночный механизм ценообразования, направляющий потоки инвестиций в наиболее прибыльные компании и вынуждающий менее успешные компании покидать рынок.

Реорганизация системы разделения акций на торгуемые и неторгуемые повышает эффективность размещения ресурсов. Улучшается корпоративное управление листинговых компаний. Снижается концентрация акций в руках крупных акционеров. Компании становятся более подверженными давлению со стороны конкурентов. Компании с плохими результатами деятельности и соответственно дешевоющими акциями могут быть проданы, а действующая команда менеджеров – уволена. Во избежание этого менеджеры стараются улучшить показатели работы компании.

Одновременно государственные предприятия получили возможность стимулировать деятель-

ность менеджеров, предлагая им акции по системе MBO (*management by objectives*). Мажоритарные акционеры теперь так же, как и миноритарные, заинтересованы в повышении стоимости акций, а соответственно и в улучшении менеджмента.

Новая редакция закона “О ценных бумагах” облегчила доступ на биржу для компаний с относительно небольшим капиталом, но одновременно ужесточила требования к прибыльности и прозрачности участников. Для мониторинга рисков и ликвидации фирм, идущих к банкротству, в 2005 г. создан Китайский фонд по защите инвесторов в ценные бумаги.

Улучшению ситуации на рынке акций способствовали институциональные нововведения и повышение курса юаня. В первой половине 2006 г. (вслед за ростом цен на мировых рынках энергоносителей и сырья) в несколько раз повысилась стоимость акций типа “А” по группам цветных металлов и новых источников энергии. Интерес инвесторов привлекли также акции предприятий оборонной промышленности. Важным фактором стал выход на рынок китайских банков с параллельным выпуском акций серий “Н” и “А”.

Крупнейшее в истории первичное размещение акций Торгово-промышленного банка Китая ознаменовало качественный скачок в развитии рынка акций типа “А”. Сюда стали быстро переходить с рынка акций типа “Н” другие крупные эмитенты – “Банк Китая”, Гуанчжоу-Шэньчжэньская железная дорога, страховая компания “Жэньшоу”. Появление голубых фишек принципиально меняет философию и психологию рынка: на смену спекуляции приходит долгосрочное инвестирование.

Намного возросли масштабы деятельности инвестиционных фондов. К октябрю 2007 г. число индивидуальных счетов превысило 90 млн., увеличившись в 3.8 раза по сравнению с началом года, а совокупные активы под управлением фондов возросли до 2 трлн. юаней (в 2.6 раза). Новые, более крупные инвестиционные фонды стали главной движущей силой на рынке акций типа “А”. В руках инвестиционных фондов, компаний ценных бумаг и страховых институтов находятся сегодня 40% капитализации всего рынка акций в стране. Происходит быстрая дифференциация инвестиционных фондов. Больше всего инвесторов привлекают фонды акций. Многие закрытые фонды преобразуются в открытые.

Разрабатываются правила, которые позволяют инвестиционным фондам открывать для самых богатых клиентов и институциональных инвесторов сегрегированные счета по типу хедж-фондов. Тем самым местные взаимные фонды получают возможность конкурировать с западными банками и частными инвестиционными фондами. Последние представляют собой китайский вариант хедж-фондов.

Они оперируют в серой зоне, имея, по неофициальной оценке, под управлением 600 млрд. юаней. Считается, что сегрегированные счета, более прибыльные, чем в обычных взаимных фондах, в конечном счете могут привлечь до половины активов китайских фондов, поскольку численность богатых граждан стремительно растет. Новые правила позволят фондам инвестировать средства своих клиентов в финансовые деривативы, а также получать квоты по системе квалифицированных отечественных институциональных инвесторов на продажу зарубежных ценных бумаг отечественным клиентам.

Растет число слияний и поглощений, способствующих значительному повышению конкурентоспособности крупнейших китайских компаний на мировом и отечественном рынках. В сентябре 2006 г. вступили в силу Меры по администрированию поглощений компаний, имеющих листинг, а также Правила слияний и поглощений отечественных предприятий иностранными инвесторами.

Одновременно возрастают хрупкость фондового рынка, опасность мыльных пузырей и обвалов, связанных с колебаниями внутренней и мировой конъюнктуры. В свою очередь, китайский фондовый рынок, тесно связанный с мировыми рынками, начинает оказывать на них возрастающее влияние. 27 февраля 2007 г. китайский рынок акций упал почти на 9%. Несколько часов спустя резко и быстро обвалились другие рынки. Демонстрация тесной взаимозависимости была столь же очевидной, сколь и беспрецедентной.

Существуют также определенная взаимосвязь и взаимодополняемость между Гонконгской и континентальными фондовыми биржами. Первая выделяется конкурентоспособной в мировом масштабе институциональной средой, высокими стандартами защиты инвестора и финансовой отчетности. По объему IPO в 2006 г. она в четыре раза превзошла Шанхайскую.

На Шанхайской и Шэньчжэньской биржах в листинг включаются только китайские компании, а на Гонконгской – также и иностранные. По числу листинговых компаний она в несколько раз уступает Шанхайской и Шэньчжэньской, однако на нее приходится 30% суммарного оборота трех этих бирж. Она более специализирована, чем континентальные. Здесь доминируют акции компаний, связанных с финансами, телекоммуникациями, новыми технологиями. На них приходится 40% капитализации гонконгского рынка. Шанхайская же биржа более ориентирована на тяжелую промышленность, а Шэньчжэньская – на производителей товаров широкого потребления<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> См.: Karreman B., Knaap van der B. The Financial Centers of Shanghai and Hong Kong: Competition or Complementary? // ERIM Report Series Research in Management. ERS-2007-062-ORG. September 2007. P. 28.

В полной мере потенциал развития китайского рынка акций – позитивный и негативный – проявится, скорее всего, в неблизкой перспективе. Нынешние ограниченные масштабы рынка акций не позволяют судить о том, насколько он сможет справляться с грядущими рисками, когда капитализация намного превзойдет объем ВВП. Дальнейшая его судьба и роль в экономике и обществе будут зависеть от его величины и в еще большей мере – от успеха или неуспеха последующих реформ. Ведь и нынешней, успешной, реформе по превращению неторгуемых акций в торгуемые предшествовал до 2005 г. целый ряд неудачных попыток оживить рынок.

## РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

Объем непогашенных бондов на середину 2006 г. составлял 45.6% ВВП, то есть был в относительном выражении существенно меньше, чем в Малайзии (93.3%), Корею (89.9%), Сингапуре (73.8%). В абсолютном выражении он в 9 раз меньше, чем в Японии. Однако по темпам роста бондового рынка Китай значительно превосходит названные страны<sup>6</sup>.

Основными эмитентами долговых обязательств выступают государство и его институты: Министерство финансов; Центральный банк; три так называемых политических (или целевых) банка, осуществляющих за государственный счет финансирование убыточных, но жизненно важных для экономики проектов; государственные коммерческие банки; компании ценных бумаг; страховые компании и значительно реже – корпорации<sup>7</sup>.

Общий объем выпущенных в 2006 г. (до ноября) облигаций составил 5 221 млрд. юаней, на 24% больше, чем в 2005 г. Основными каналами их распространения были: межбанковский рынок (4.9 трлн.), “рынок через прилавки” (42.6 млрд. юаней) и биржевой рынок (72.4 млрд. юаней).

Андеррайтерами правительственных бондов выступают главным образом четыре государственных коммерческих банка, а прочие коммерческие банки и компании ценных бумаг формируют синдикаты для подписки на финансовые и корпоративные бонды. Государственные коммерческие банки и кредитные кооперативы держат 75% непогашенных бондов вплоть до их погашения. Так же действуют и прочие финансовые институты. Поэтому на вторичном рынке торгу-

<sup>6</sup> См.: Aglietta M. Developing the Bond Market in China: the Next Step Forward in Financial Reform. For the international conference “Opening and innovation on financial emerging markets”. 27–28.03.2007. Beijing, China.

<sup>7</sup> См.: Direction and Future of China’s Bond Market. CITIC Securities Corporation Ltd. November 2007. For: Investing in Asia bonds conference 2007.

ются всего 25% непогашенных облигаций. Отсюда вытекает его низкая ликвидность.

С конца 2002 г. Китай посредством введения системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов ослабил ограничения на вложения иностранных инвесторов в казначейские бонды. В конце 2004 г. Международной финансовой корпорации, Азиатскому банку развития и Японскому банку международной кооперации (*JBIC*) был разрешен выпуск бондов, номинированных в юанях. В 2005 г. на межбанковский бондовый рынок был впервые допущен иностранный институциональный инвестор – Паназиатский индексный фонд бондов (*PAIF*). Сегодня на китайском рынке облигаций действуют такие финансовые гиганты, как *New York Life Insurance*, *American International Group*, *Citigroup*.

Вторичный рынок бондов состоит из трех неравных сегментов: межбанковского, биржевого и через прилавок. 95% торговли приходится на первый из них. Здесь совершаются транзакции и перепродажи бондов между коммерческими банками, сельскими кредитными кооперативами, компаниями ценных бумаг, страховыми компаниями и другими финансовыми институтами.

Выпуск и транзакции казначейских бондов, бумаг Центрального банка и различных нот в соответствии с Законом о ценных бумагах находятся в ведении Министерства финансов, Народного банка Китая (Центробанка) и Государственного комитета по развитию и реформам. Министерство финансов и Народный банк определяют основные установки по квотам на выпуск бондов, а Комиссия по регулированию банков осуществляет наблюдение за вторичным рынком.

Казначейские бонды выпускаются для бюджетных нужд центрального правительства. Основные правила их регулирования определяются Законом о бюджете КНР и Законом о казначейских бондах КНР. В 2001 г. были впервые выпущены сверхдолгосрочные казначейские бонды со сроком погашения 15 и 20 лет. В 2002 г. был впервые осуществлен выпуск казначейских бондов с 30-летним сроком погашения. В последние годы выпуск казначейских бондов ограничен в связи с укреплением налоговой базы (в 2006 г. налоговые доходы выросли на 20%). В 2005–2006 гг. новые выпуски составляли 600–700 млрд. юаней в год. Еще одной причиной умеренного выпуска казначейских бондов служит увеличивающееся использование государственными и целевыми банками целевых финансовых бондов.

В последние годы Народный банк Китая увеличил выпуск кредитных нот с тем, чтобы вести операции на открытом рынке и “стерилизовать” большой приток капитала. В 2006 г. было выпущено 3.03 трлн. юаневых нот, преимущественно с годичным сроком погашения. Местным и муниципальным

властям пока не разрешено выпускать свои облигации, несмотря на то, что дефицит их бюджета представляет серьезную проблему. Однако некоторые местные правительства при помощи международных финансовых институтов начали экспериментальный выпуск муниципальных бондов. Этот опыт может оказаться очень полезным в свете ускоряющейся урбанизации страны.

После неудачного опыта с выпуском облигаций государственными предприятиями местного подчинения в начале 90-х годов центральное правительство проявляет крайнюю осторожность в отношении рынка корпоративных облигаций. Всего в 2006 г. их было выпущено на сумму 101.5 млрд. юаней. На каждый выпуск должно быть получено разрешение Государственного комитета КНР по развитию и реформам. На рынок корпоративных облигаций допускаются лишь компании с наивысшим кредитным рейтингом, как правило, не ниже *AAA*. Вдобавок к ограничениям на первичном рынке легальность вторичных рынков корпоративных облигаций также остается сомнительной. В строгом смысле слова такие облигации могут торговаться только на двух биржах ценных бумаг, но там такая торговля крайне ограничена. В результате только половина корпоративных облигаций имеет листинг и еще меньшая их доля доступна для торговли на биржах. Нынешний потолок процентной ставки (максимально на 40% выше преобладающей ставки по займам у банков) и очень высокие требования к кредитному рейтингу ограничивают рынок корпоративных бондов. Кроме того установлен 20%-ный налог на доход по корпоративным бондам, от которого освобождены казначейские и финансовые бонды, что еще более сужает рынок корпоративных бондов.

В августе 2007 г. Комиссия по контролю над ценными бумагами приняла Экспериментальные правила выпуска корпоративных облигаций, которые помогут определить перспективы развития данного сегмента фондового рынка. С этой же целью наблюдение за выпуском корпоративных бондов компаниями, имеющими листинг, передано Комиссии по регулированию ценных бумаг, которая осуществляет наблюдение и за рынком акций. Главным двигателем спроса на корпоративные бонды может стать развитие страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов. Сегодня Государственному фонду социального страхования разрешено размещать в корпоративных бондах до 10% своих активов, но фактически он и эту возможность не использует.

В мае 2005 г. были приняты Административные правила по краткосрочным финансовым векселям. Согласно им, таковыми считаются обязательства, выпускаемые нефинансовыми институ-

тами на межбанковском бондовом рынке, который регулируется и поддерживается Народным банком Китая. Доступ к ним имеют, таким образом, только институциональные инвесторы, но не массовый инвестор. Срок погашения составляет 91 день. В отличие от корпоративных облигаций, имеющих банковские гарантии, рыночная стоимость этих векселей зависит от кредитного рейтинга компаний. К выпуску допускаются только компании с очень высокими кредитными рейтингами. Они должны быть прибыльными за последний фискальный год и иметь солидную кредитную историю за последние три года.

Каждому выпуску присваивается рейтинг по меньшей мере двумя официальными рейтинговыми агентствами из пяти существующих в стране и имеющих связь с крупными международными агентствами. От краткосрочных банковских кредитов краткосрочные финансовые векселя отличаются более высокой транспарентностью информации и более строгими требованиями к ее раскрытию. Тем не менее связанные с ними риски достаточно велики. В 2006 г. лишь 243 компании выпустили краткосрочные финансовые векселя на сумму 292 млрд. юаней.

Целевые (“политические”) бонды выпускаются тремя “политическими” (целевыми) банками (Китайский банк развития, Китайский экспортно-импортный банк, Китайский банк развития сельского хозяйства) и представляют собой субординированный долг. В 2006 г. такие бонды были выпущены на сумму более 600 млрд. юаней.

Финансовые бонды выпускают и другие финансовые институты, такие как коммерческие банки, коммерческие страховые компании, городские коммерческие банки, сельские кредитные кооперативы, почта. Выпуск целевых и финансовых бондов санкционируют Госсовет и Народный банк. В апреле 2005 г. последний издал Меры по управлению выпуском финансовых бондов на государственном межбанковском бондовом рынке. Их цель – стандартизировать регулирование рынка, повысить справедливость и эффективность. Эти меры могут способствовать пополнению числа эмитентов целевых и финансовых бондов, что усилит конкуренцию на рынке и привлечет новых инвесторов.

В январе 2007 г. Госсовет одобрил новую практику, позволяющую китайским целевым и коммерческим банкам с высоким кредитным рейтингом с разрешения соответствующих властей выпускать номинированные в юанях бонды в Гонконге.

В целом, хотя Центробанк в течение ряда лет расширял круг участников межбанковского рынка бондов, большинство составляют банки и страховые компании. Число взаимных бондовых фондов остается небольшим. Рынок страдает от недостатка ликвидности, нетранспарентного ценообразова-

ния, ненадежного рейтинга эмитентов и высоких налогов. В сентябре 2007 г. в Пекине была основана Национальная ассоциация институциональных инвесторов финансового рынка с целью развития межбанковского рынка, поощрения инноваций и укрепления саморегулирования рынка.

## ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА С ДРУГИМИ СЕГМЕНТАМИ ЭКОНОМИКИ

В последние годы рынок акций становится все более важным каналом привлечения инвестиций в госсектор экономики. В 2004 г. акционирование крупных государственных предприятий охватило 66,9% их чистых активов. Полностью государственными остаются лишь немногие предприятия, имеющие наибольшее значение для государственной безопасности и жизнеобеспечения. Остальные делятся на три группы: 1) с абсолютным преобладанием госсобственности, 2) с ее относительным преобладанием, 3) с участием государства, но без обладания им контрольным пакетом акций.

Для предприятий каждой группы установлены свои правила выхода на фондовые биржи, образования совместных с национальным и иностранным капиталом компаний, сделок по обмену прав собственности, слияний и поглощений. Значительная часть акций стала котироваться на бирже как в Китае, так и за рубежом.

Примерно 20% неторгуемых акций сосредоточено в отраслях, которые правительство считает стратегическими и потому жестко ограничивает сторонние инвестиции в них. Несколько более 55% неторгуемых акций принадлежат стратегическим инвесторам, таким, например, как местные органы власти, для которых компании служат главным источниками занятости. Остальные 25% находятся преимущественно в руках инвесторов, финансируемых государством, в том числе три четверти акций (по стоимости) – в секторах, открытых для иностранных инвесторов. С развертыванием реформы неторгуемых акций последние впервые получили возможность реструктурировать свои непрофильные активы, что породило волну слияний и поглощений.

В наибольшем выигрыше оказываются самые агрессивные китайские компании, стремящиеся к консолидации активов в своих отраслях. Они стремятся вытеснить пассивных, нестратегических инвесторов и привлечь стратегических, нередко – иностранных с тем, чтобы получить выход на новые рынки или доступ к новым технологиям.

В марте 2006 г. премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао призвал ускорить акционирование крупных государственных предприятий, прежде всего в монополизированных отраслях, с привлечением



государственного, коллективного и частного капитала – отечественного и иностранного. Он предложил также уменьшить долю государства в уже акционированных предприятиях, где она, по его мнению, излишне велика и мешает плюрализации инвестиций, формированию нормальных структур корпоративного управления, коренному преобразованию механизма хозяйствования. Все вновь строящиеся предприятия должны быть акционерными с участием не только государственного, но и негосударственного капитала.

Новые фонды для инвестиций в рынок акций будут созданы в связи с предполагаемым реформированием пенсионной системы и системы социального обеспечения. Они сосредоточат две трети стоимости всех неторгуемых акций, или три четверти, если исключить сегменты рынка с ограничениями на инвестиции.

Укрепление рынка акций, которое не в последнюю очередь связано с профессионализацией и совершенствованием управления инвестициями, будет, по замыслу властей, все более укреплять доверие к этому рынку со стороны формирующегося среднего класса. Сюда может переместиться значительная часть нынешних низкодоходных банковских депозитов, на долю которых приходится почти три четверти всех финансовых активов в стране. С течением времени здоровый и высоколиквидный рынок акций сможет оказывать возрастающее влияние на банковскую систему, играющую, как отмечалось, главную роль в распределении капитала. Одновременно будет уменьшена зависимость китайской экономики от банковской системы, сокращены риски, связанные с плохими долгами, как для компаний, так и для самих банков.

В стратегическом взаимодействии с другими секторами экономики фондовый рынок будет играть все более важную роль:

макроэкономически – в обеспечении источников финансирования национальной экономики;

на уровне микроэкономики – в повышении эффективности и прозрачности работы корпораций;

в социальном аспекте – в обеспечении дополнительных источников доходов граждан.

Долгосрочной тенденцией станет относительное снижение роли банков в качестве инвесторов. В среднесрочной перспективе большой запас прочности китайской экономики – под воздействием растущего внутреннего спроса со стороны быстро увеличивающихся в численности среднего класса и урбанизирующегося крестьянства – обеспечивает устойчивость фондового рынка и его иммунитет от риска мыльных пузырей.

В долгосрочной перспективе – а) при замедлении темпов роста экономики, б) при наступлении стадии “критического влияния” фондового рынка на экономику и в) при возникновении критиче-

ского уровня взаимозависимости китайского и мирового фондовых рынков – возникнут риски распространения возможного биржевого коллапса на всю экономику.

## РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА

За последние годы китайское правительство последовательно ослабляло ограничения прав иностранных инвесторов<sup>8</sup>. Введение в 2002 г. системы (*QFII*) легитимизировало допуск крупных иностранных инвесторов на фондовый рынок. К претендентам на такой статус предъявляются высокие требования по:

– продолжительности деятельности в своей сфере бизнеса (5 лет для управляющих компаний, 30 лет для компаний по ценным бумагам),

– сумме активов в управлении (не менее 10 млрд. долл.),

– оплаченному уставному капиталу (не менее 1 млрд. долл.),

– квалификации персонала,

– наличию отлаженной системы контроля,

– деловой репутации в своей стране и т.п.

Коммерческие банки, рассчитывающие приобрести статус *QFII*, должны входить в список 100 крупнейших банков мира по объему активов за последний финансовый год<sup>9</sup>. Этот статус открыл иностранцам доступ к казначейским ценным бумагам, конвертируемым и корпоративным бондам, а также имеющим листинг неторгуемым акциям.

Иностранный инвестор должен открывать в китайских банках специальный счет в юанях, который используется как депозитарий активов фонда. Акции приобретаются через местные брокерские компании. Установлены квоты на приобретение иностранным инвестором акций у одного китайского эмитента (не более 10%) и на долю всех иностранных инвесторов в общем количестве акций одного китайского эмитента (не более 20%).

В 2006 г. правила получения статуса *QFII* были смягчены. Срок, в течение которого инвестор с этим статусом не мог репатриировать капитал, сокращен с одного года до трех месяцев для пенсионных фондов, страховщиков и долгосрочных взаимных фондов. К концу года под управлением инвесторов со статусом *QFII* находились фонды общей стоимостью 3.77 млрд. долл.

<sup>8</sup> См.: China's Capital Markets at the Birth of a New Era. An interview with Winston W. Ma of J.P. Morgan investment banking division. Business Law Journal. University of California, Davis, School of Law. 01.05.2006 (<http://blj.ucdavis.edu/article.asp?id=609>).

<sup>9</sup> См.: Правовые основы регулирования слияния, поглощения и приобретения предприятий в КНР иностранными инвесторами ([http://www.crc.mofcom.gov.cn/crweb/rcc/info/Article.jsp?a\\_no=30125&col\\_no=316](http://www.crc.mofcom.gov.cn/crweb/rcc/info/Article.jsp?a_no=30125&col_no=316)).

Менее крупные иностранные инвесторы, не имеющие статуса *QFII*, могли приобретать неторгуемые акции имеющих листинг государственных компаний в процессе их акционирования. Правила слияний и поглощений с использованием такого метода последовательно вводились в период 2002–2004 гг. Реформа по замене неторгуемых акций торгуемыми лишила некрупных инвесторов такой возможности. Однако введенные в начале 2006 г. Административные правила, регулирующие управление стратегическими инвестициями иностранных инвесторов в имеющие листинг компании изменили ситуацию. Новые правила позволили иностранцам в качестве стратегических инвесторов приобретать акции типа “А”, даже если они не обладают статусом *QFII*. Иначе говоря, для них сохраняется такой же доступ к китайским компаниям, каким они располагали прежде.

Многие иностранные инвесторы предпочитают вкладывать средства в компании, имеющие юридический адрес в континентальном Китае, а листинг – в Гонконге. В их числе – хеджинговые компании, для которых во внутреннем Китае нет ни местных инструментов, ни прямого доступа к рынку, ни систем алгоритмической торговли. Однако пока не выработаны специальные правила, регулирующие деятельность хедж-фондов. Собственно китайские брокерские фирмы намного уступают своим зарубежным коллегам, прежде всего по инструментам, которые они предлагают институциональным инвесторам. Иностранцы хедж-фонды привлекает быстро растущий китайский рынок, несмотря на его низкую транспарентность. Предполагается, что к 2010 г. в Гонконге будет сконцентрировано до 45% всех хеджевых активов Азии против нынешних 35%<sup>10</sup>.

В 2005–2006 гг. зарубежные инвесторы приобрели в КНР 250 компаний на общую сумму 14 млрд. долл. Первое место среди покупателей принадлежало США (5.4 млрд. долл.), второе – Англии (3.6 млрд.), третье – Сингапуру (1.8 млрд. долл.)<sup>11</sup>.

В октябре 2003 г. пленум ЦК КПК предписал начать акционирование государственных коммерческих банков. Три из них – Строительный банк Китая, Банк Китая и Промышленно-торговый банк Китая привлекли в роли стратегических инвесторов зарубежные финансовые организации, включая *Bank of America*, *Royal Bank of Scotland*, *Goldman Sachs*, государственную инвестиционную компанию из Сингапура *Temasek*. Из отечественных организаций к акционированию четырех государственных банков был допущен только Фонд социального страхования.

В связи с окончанием пятилетнего переходного периода членства КНР в ВТО иностранные финансовые организации уравниены в правах с китай-

скими. Им разрешены розничные операции в национальной валюте, открыт в основном рынок страховых услуг, одновременно устранены ограничения на инвестиции в торговлю. Это положило начало их полномасштабной конкуренции с китайскими финансовыми организациями, особенно в наиболее развитых восточных районах страны и прежде всего за привлечение наиболее выгодных и перспективных корпоративных клиентов.

В этой ситуации в стране возникло беспокойство по поводу возможного захвата иностранными ТНК ведущих национальных предприятий. Поэтому правительство в сентябре 2006 г. ввело исправленный вариант Временного положения о слиянии и поглощении иностранными инвесторами предприятий во внутренних пределах. Документ подтверждает, что иностранные инвесторы имеют право на слияние и поглощение отечественных предприятий в государственных границах путем приобретения акций, но вместе с тем декларирована решимость правительства защищать экономическую безопасность государства.

Право утверждать или отклонять сделки по слиянию и поглощению передано с регионального уровня на общегосударственный – в Министерство коммерции. Ему вменено в обязанность (до планируемого появления в будущем высшего антимонопольного органа) следить за тем, чтобы не происходила монополизация рынка. Другой документ – Программа использования иностранного капитала в 11-й пятилетке (2006–2010 гг.) – также предусматривает усиление государственного контроля за слиянием и поглощением иностранными инвесторами ключевых предприятий в чувствительных для национальной безопасности отраслях. Одновременно приняты меры по сдерживанию притока капитала “ложных иностранных инвесторов”. В частности, от инвесторов теперь требуется заверять свое происхождение в китайских консульствах за рубежом.

\* \* \*

Выполнение задач, определенных руководством КНР на период до 2020 г., включая нынешнюю пятилетку, потребует огромных вложений в инфраструктуру, научно-технический прогресс, социальное обеспечение, пенсионную систему, образование. Мобилизовать средства без многократного повышения роли фондового рынка невозможно. Его огромный потенциал в Китае определяется в первую очередь общими благоприятными перспективами роста экономики и рыночного реформирования. Мощной движущей силой его развития служит изменение структуры общества за счет урбанизации, сокращения бедности, формирования мощного среднего класса, роста семейных доходов и построения “общества среднего достатка”, что создает колоссального массового инвестора.

<sup>10</sup>См.: Asia Report. Hedge Funds: ready, set // Waters magazine. September 2007.

<sup>11</sup>См.: Ibidem.