

# Перспективы размещений акций российских компаний в Китайской Народной Республике

**Д.А. ШЕВЧЕНКО**, кандидат экономических наук, Южный федеральный университет. E-mail: dashevchenko@sfedu.ru  
**Д.П. ХОМЯКОВ**, департамент аудита АО «КПМГ», Ростов-на-Дону. E-mail: ares909@yandex.ru

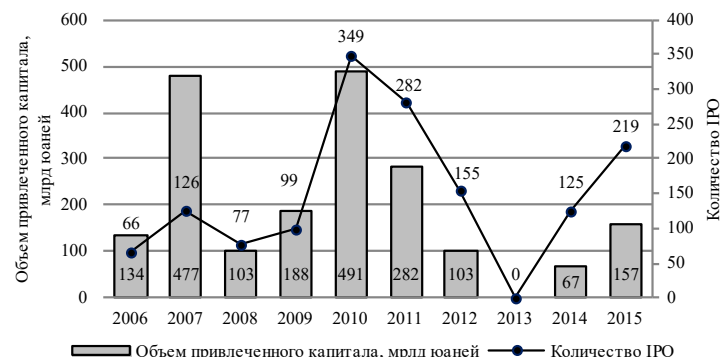
Китайский финансовый рынок обладает значительным потенциалом, который в основном ориентирован на развитие национальной экономики. В статье проанализированы возможности размещения акций российских компаний на китайских фондовых биржах, позволяющие диверсифицировать структуру источников финансирования российского бизнеса. На основе проведенного анализа сделаны выводы о привлекательности Гонконга как места проведения IPO для российских компаний, раскрыты альтернативные механизмы привлечения акционерного капитала на фондовых биржах материкового Китая.

*Ключевые слова:* рынок ценных бумаг, первичное публичное размещение, IPO, акция, акционерное общество, Китай, депозитарные расписки

Рынок акций является одним из наиболее закрытых и в то же время перспективных секторов китайского финансового рынка. Тот факт, что по количеству и объему проводимых IPO китайские фондовые площадки превосходят многих мировых лидеров, свидетельствует о громадном потенциале этого рынка акционерного капитала. В связи с этим значительный интерес представляет анализ современных особенностей механизма размещения акций иностранными компаниями на китайских торговых площадках и перспектив его использования российскими эмитентами.

## Состояние и особенности организации первичного рынка акций КНР

За последние двадцать лет выпуск акций (IPO) как механизм привлечения финансирования получил широкое распространение в Китае, о чем свидетельствуют ставшие рекордными суммы капитала, мобилизованного данным способом на китайских фондовых биржах (рис. 1, 2).



**Источник:** China IPO Markets Update // KPMG. – 2015. – P. 6. URL: <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/China-IPO-Markets-Update-1512-v1.pdf>

Рис. 1. Количество IPO (правая шкала) и объем привлеченных средств на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах в 2006–2015 гг., млрд юаней



**Источник:** China IPO Markets Update // KPMG. – 2015. – P. 3. URL: <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/China-IPO-Markets-Update-1512-v1.pdf>

Рис. 2. Количество IPO (правая шкала) и объем привлеченных средств на Гонконгской бирже в 2006–2015 гг., млрд гонконгских долларов (HKD)

Данные об объемах первичных размещений акций на биржах КНР позволяют говорить о наличии благоприятных условий и инфраструктуры привлечения прямого финансирования при помощи IPO на китайском рынке. Но доступ иностранных эмитентов к китайским торговым площадкам значительно ограничен.

Это связано со специфической системой регулирования фондового рынка в КНР.

Рынок ценных бумаг КНР состоит из рынков материкового Китая и Гонконга. Доступ китайских компаний на них устанавливается Комиссией по регулированию ценных бумаг КНР (далее КРЦК), однако на этих рынках существенно различаются как собственные механизмы допуска финансовых инструментов и инвесторов к торговле, так и типы размещаемых акций [1. С. 41]. Прежде всего, в указанных регионах функционируют собственные фондовые биржи. В материковом Китае в начале 1990-х годов были созданы биржи Шанхая и Шэньчжэня. В Гонконге находится основанная в 1891 г. Гонконгская фондовая биржа, которая формально является китайской, но из-за особого статуса Гонконга, обладающего широкой автономией и сохранившего тесные связи с британской правовой системой, регулируется другими нормами. В настоящее время все три биржи входят в десятку крупнейших в мире по капитализации (таблица).

**Десятка крупнейших бирж мира  
по состоянию на май 2016 г.**

Фондовая биржа	Капитализация, млн долл.	Количество компаний, имеющих листинг, ед.	Количество IPO в 2015 г.
NYSE	18574051,8	2360	61
Nasdaq – US	7150930,6	2855	199
Japan Exchange Group	4772750,9	3521	89
Shanghai Stock Exchange	3775884,1	1100	89
London SE Group	3719417,2	2636	120
Euronext	3419911,0	1063	104
Shenzhen Stock Exchange	3039888,6	1774	130
Hong Kong Exchanges and Clearing	2977709,4	1899	124
TMX Group	1879628,6	3495	56
Deutsche Boerse	1671600,8	601	15

**Источник:** составлено по данным Всемирной федерации бирж. URL: <http://www.world-exchanges.org/>

Шанхайская фондовая биржа – крупнейшая в КНР по объему торгов, числу прошедших листинг компаний и рыночной капитализации. По состоянию на май 2016 г. на бирже обращаются акции 1100 компаний, капитализация которых составляет 3,776 трлн долл. На Шэньчжэньской фондовой бирже представлены акции 1774 компаний с совокупной капитализацией

3 трлн долл. С 2004 г. эта биржа специализируется на проведении размещений акций малых и средних компаний. По количеству (130) проведенных IPO за 2015 г. она стала второй в мире после американской Nasdaq.

По состоянию на май 2016 г. листинг на Гонконгской фондовой бирже имеют 1899 компаний, совокупная капитализация которых составляет почти 3 трлн долл. США. Для китайских компаний по многим параметрам Гонконг более привлекателен для размещения акций, чем США и Великобритания: размещение акций обходится дешевле, а требования менее строгие. В 2015 г. на Гонконгской фондовой бирже было проведено 124 IPO, привлечено более 33 млрд долл. США [2].

Рыночные акции китайских компаний представлены типами A, B, H, N, L и S. Торговля A-акциями, составляющими около половины от всех свободно обращающихся на рынке, разрешена только внутри страны и только за национальную валюту. Нерезиденты могут приобрести их лишь через квалифицированных иностранных институциональных инвесторов. Акции типа B также обращаются на внутреннем рынке, но могут свободно приобретаться нерезидентами за иностранную валюту (доллар США, гонконгский доллар). H-акции, предполагающие двойной листинг на бирже Гонконга и одной из континентальных бирж [3], считаются наиболее привлекательными для эмитентов. Акции типов N, L, S выпускаются китайскими компаниями специально для обращения на, соответственно, Нью-Йоркской, Лондонской и Сингапурской биржах.

Для китайских эмитентов выбор типов акций ограничен не только их финансовыми потребностями и целевыми инвесторами, но также и требованиями законодательства КНР. В настоящее время китайские компании могут размещать акции типов A и B на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах, а также, при соответствии ряду дополнительных критериев, акции типа H – на Гонконгской фондовой бирже. Тенденции последних лет свидетельствуют о том, что внутрикитайский рынок акций типа A испытывает недостаток ликвидных инструментов. Система его регулирования до сих пор не соответствует запросам и потребностям национальной экономики, а значительный инвестиционный потенциал для удовлетворения финансовых потребностей эмитентов используется неэффективно [1. С. 45]. Об этом

свидетельствуют постоянные превышения лимитов подписки при размещении акций [4], неоправданно длительные сроки подробнейших проверок эмитентов со стороны регулятора [5]. Наличие неудовлетворенного спроса повышает привлекательность этого рынка для иностранных эмитентов, но у них пока нет возможностей напрямую размещать свои акции на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах. Более привлекательным и доступным механизмом привлечения капитала китайских инвесторов при размещении акций является IPO на Гонконгской фондовой бирже.

### **Возможности размещения акций иностранных компаний на Гонконгской фондовой бирже**

Гонконг – крупнейший финансовый центр Азиатско-Тихоокеанского региона, и не в последнюю очередь благодаря наличию развитой инфраструктуры фондового рынка. Многие крупнейшие азиатские и международные компании, а также значительное число компаний КНР, привлекают капитал именно на фондовой бирже Гонконга.

Привлекательность Гонконга для иностранных эмитентов обусловлена не только рядом общих характеристик его экономико-правовой среды, а также соответствием критериям привлекательности для иностранных эмитентов (наличие инвесторов и аналитиков, достаточный уровень ликвидности [6. С. 44]), но и конкретными нормами регулирования рынка ценных бумаг. Хотя Гонконг и находится под официальной юрисдикцией КНР, в основу его законодательства заложено общее британское право. В Гонконге не существует ограничений на конвертацию валюты, движение капитала, а также обмен ценными бумагами. Монетарная политика Гонконга позволяет использовать американский доллар в качестве единицы расчетов клиринговой системы. Операции с американским долларом и долларом Гонконга поддерживаются и осуществляются в реальном времени, отсутствует 12-часовое запаздывание относительно операционного дня в Нью-Йорке, что снижает риск волатильности, обусловленный разницей часовых поясов. Положительным фактом является и льготное налогообложение операций с ценными бумагами. Прозрачная банковская система, а также развитые механизмы урегулирования

сделок на бирже и клиринга обеспечивают надежные и быстрые расчеты по сделкам на бирже.

Ключевой принцип функционирования фондовой биржи Гонконга – равенство прав держателей акций, а также гонконгских депозитарных расписок (HDR), введенных в оборот с 2008 г. Компании-эмитенту необходимо соответствовать определенным требованиям, предъявляемым биржей в части обеспечения должного уровня защиты акционеров. Нормативные акты, выпущенные Комиссией по эмиссионным и производным ценным бумагам Гонконга, устанавливают, что права и интересы акционеров должны быть защищены не только учредительными документами компании, но и законом государства, резидентом которого является эмитент. Компании-резиденты Австралии, Бразилии, Бермудских, Виргинских и Каймановых островов, КНР, Кипра, Франции, Германии, Гонконга, Италии, Японии, Люксембурга, Сингапура, Южной Кореи, Великобритании, а также ряда стран, входящих в Британское Содружество, официально признаются соответствующими положениям Гонконгской биржи в вопросах защиты прав и интересов инвесторов [7].

В начале 2016 г. Гонконгская биржа объявила также о возможности размещения в Гонконге депозитарных расписок на акции российских эмитентов (компаний, инкорпорированных в России), что стало результатом признания соответствия российского законодательства о защите прав инвесторов требованиям гонконгского регулятора, а также подписания соглашения между ЦБ РФ (как регулятором финансового рынка) и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Гонконгская фондовая биржа имеет две площадки: основную и сектор растущих компаний.

*Основная площадка* предназначена для компаний всех отраслей, которые отвечают определенным финансовым критериям и показателям капитализации. Как правило, такие компании должны вести операционную деятельность не менее трех лет, количество акционеров должно быть не менее 300.

Требуется соответствие одному из трех финансовых критериев: 1) прибыль не менее 50 млн НКД за последние три года (в том числе не менее 20 млн за последний год) и рыночная капитализация на момент листинга не менее 200 млн НКД; 2) рыночная капитализация на момент листинга – не менее 4 млрд НКД

и выручка – не менее 500 млн HKD за последний финансовый год; 3) рыночная капитализация на момент листинга – не менее 2 млрд HKD, выручка – не менее 500 млн HKD за последний финансовый год и положительный операционный денежный поток – не менее 100 млн HKD в совокупности за последние три года.

К истории деятельности и управлению предъявляются следующие требования – постоянный состав руководства (менеджмента эмитента) в течение не менее трех предшествующих лет и непрерывность владения и контроля эмитентом – не менее предшествующего года.

Капитализация на момент размещения – не менее 200 млн HKD, капитализация находящихся в свободном обращении акций на момент размещения – не менее 50 млн HKD (не менее 25% всех выпущенных акций).

*Сектор растущих компаний* предназначен для компаний всех отраслей, имеющих значительный потенциал роста, но не отвечающих требованиям основной площадки [8].

Так, срок деятельности таких компаний – не менее двух лет, число акционеров – не менее 100, финансовые требования – положительный операционный денежный поток – не менее 20 млн HKD в совокупности за последние два года и рыночная капитализация на момент листинга – не менее 100 млн HKD. Требование к составу руководства не такое строгое – он должен быть постоянным в течение не менее двух предшествующих лет. Капитализация – не менее 100 млн HKD, капитализация находящихся в свободном обращении акций – не менее 30 млн HKD (не менее 25% все выпущенных акций) [8].

Решение о том, на какой площадке проводить IPO, обычно определяется размерами компании, продолжительностью ее деятельности, а также отраслевой принадлежностью.

После включения ценных бумаг иностранных эмитентов в котировальные списки фондовой биржи Гонконга они становятся доступными для квалифицированных институциональных инвесторов КНР, а также для азиатских инвестиционных компаний, получивших аккредитацию в Гонконге. Таким образом, размещение HDR на фондовой бирже Гонконга обеспечивает эмитенту не только дополнительные возможности для развития бизнеса в Гонконге и Китае, но и доступ к капиталу инвесторов

из других стран Азиатско-Тихоокеанского региона, в том числе отдельных категорий инвесторов континентального Китая.

Первым из числа российских компаний акции на фондовой бирже Гонконга выпустил «РУСАЛ» – крупнейший в мире производитель алюминия и глинозема. Размещение состоялось 27 января 2010 г., но компания выступала как эмитент, зарегистрированный на острове Джерси. Объем денежных средств по результатам размещения составил 2,2 млрд долл. США – 85% от максимально запланированного объема размещения [9]. Вторым эмитентом, фактически ведущим бизнес в России и прошедшим процедуру листинга на Гонконгской бирже в октябре 2010 г., стала зарегистрированная в Гонконге компания IRC Ltd, которая занимается разведкой, разработкой и эксплуатацией проектов добычи полезных ископаемых на Дальнем Востоке России и в Китае.

Таким образом, размещение акций на Гонконгской фондовой бирже – это реальная возможность для крупных российских компаний, открывающая доступ к международному рынку капитала и к квалифицированным инвесторам КНР. Последние изменения в регулировании допуска к гонконгскому рынку позволяют делать размещение более простым, чем ранее.

### **Альтернативные способы привлечения собственного капитала в КНР для российских эмитентов**

Для иностранных эмитентов вообще, и российских в частности, вероятность прямого доступа на фондовые биржи материкового Китая достаточно низкая. Правил для проведения процедуры листинга и оценки иностранных компаний на китайских фондовых биржах пока не существует. Очевидно, что при их разработке за основу будут приняты действующее законодательство о рынке ценных бумаг Китая, а также правила листинга международных фондовых бирж, в первую очередь Гонконгской.

Включить акции иностранных компаний в котировальные списки фондовых бирж континентального Китая планировалось несколько лет назад [10]. С помощью этой меры предполагалось помочь китайскому фондовому рынку, который все еще находится в нестабильном состоянии. Китайское правительство рассматривало возможность разрешить иностранным компаниям выпускать

акции и депозитарные расписки, номинированные в юанях. Для иностранных эмитентов в международном сегменте бирж Шанхая и Жэньчжэня планировалось открыть сектор котировок «обыкновенных» акций типа А, номинированных в юанях.

Одновременно с возможностью «прямого» листинга акций зарубежными компаниями банкам-депозитариям планировалось также разрешить выпуск на акции иностранных эмитентов нового финансового инструмента – китайских депозитарных расписок CDR, аналога действующих гонконгских депозитарных расписок HDR. Как и на Гонконгской бирже, на материковой международной площадке предполагалось также использовать принцип «специальной юрисдикции»: ограничение места инкорпорации иностранных эмитентов биржи определенным перечнем стран и территорий с развитым корпоративным законодательством, эффективно обеспечивающим права акционеров и не содержащим серьезных препятствий к проведению IPO за рубежом [11].

Затем эти планы были отложены из-за опасений, что получение излишнего количества ценных бумаг, при недостаточной развитости законодательства Китая о соответствующем рынке и защите интересов инвесторов, может стать серьезной проблемой для китайского правительства и инвестиционного сообщества. Властям КНР еще предстоит подробно проработать все возможные риски, связанные с включением в котировальные списки фондовых бирж ценных бумаг иностранных компаний, и разработать необходимые методы контроля и оценки критериев листинга иностранных эмитентов.

Следует отметить, что первостепенной причиной изолированности фондового рынка континентальной части Китая от иностранных участников является стремление сохранить капитал внутри страны. В КНР сложилась финансовая система закрытого типа, значительно ограничивающая приток иностранных финансовых инвестиций и ориентированная на всемерное использование внутренних инвестиционных ресурсов [12. С. 14]. Таким образом, Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи могут превратиться из национальных фондовых бирж в международные только при условии структурных изменений в экономической политике Китая. В связи с этим перспективы допуска иностранных эмитентов на данный рынок в ближайшее время сомнительны.

Привлечение же финансовых ресурсов на фондовых биржах материкового Китая представляется целесообразным для компаний, развивающих бизнес на территории Китайской Народной Республики. Для таких случаев есть реальная альтернатива размещению на Гонконгской фондовой бирже, позволяющая напрямую обратиться за капиталом к китайским инвесторам.

Для российских компаний проведение IPO на Шанхайской или Шэньчжэньской фондовых биржах в ближайшее время возможно только в результате операции слияния или поглощения местной компании со следующей за этим локализацией части активов на территории материкового Китая в форме предприятия со стопроцентным российским капиталом либо совместного предприятия. Данную стратегию уже могут реализовать компании, которые сегодня занимаются реализацией масштабных проектов в Китае [11].

При выборе данного способа доступа к китайскому фондовому рынку следует иметь в виду ряд негативных факторов: бюрократизацию процесса листинга со стороны Госкомитета по ценным бумагам КНР, высокую волатильность и чрезмерное государственное регулирование рынка ценных бумаг материкового Китая. Наиболее привлекательной альтернативой размещению на фондовом рынке континентальной части Китая остается размещение депозитарных расписок на фондовой бирже Гонконга, предполагающее получение доступа к широкому кругу международных инвесторов, в том числе и к квалифицированным институциональным инвесторам КНР.

Таким образом, наличие серьезных проблем и ограничений в функционировании финансового рынка КНР не исключает возможности использования его потенциала для диверсификации источников финансирования российских бизнес-структур, имеющих не только финансовые, но и производственно-бытовые интересы в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Анализ показал, что размещения акций на Гонконгской бирже и биржах материкового Китая обеспечивают разный охват инвесторов, предусматривают различные подходы к формированию параметров IPO и позволяют эмитентам решать разные задачи при управлении акционерным капиталом.

## Литература

1. Шевченко Д. А., Хомяков Д. П. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая // Финансы и кредит. – 2015. – № 32. – С. 39–47.
2. Global IPO Trends 2015 / Ernst & Young, 2015. P. 11. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/\\$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-ipo-trends-2015-q4/$FILE/EY-global-ipo-trends-2015-q4.pdf)
3. Берсенев Е. П., Моисеева Л. Ф., Белкина А. А., Андрищенко А. О. Китай: дорога на фондовый рынок. – М.: Еврофинансы, 2012. URL: <http://www.eufn.ru/download/analytics/main/china2.pdf>
4. Weidong X. Over-issuance in Chinese Domestic IPOs. 2013. URL: [http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2013-Reading/papers/EFMA2013\\_0504\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2013-Reading/papers/EFMA2013_0504_fullpaper.pdf)
5. Kennedy L., Clifford T. Greater China IPO watch. 2012. URL: [http://pwchck.com/webmedia/doc/635025856837447502\\_gc\\_ipo\\_survey\\_rpt\\_apr2013.pdf](http://pwchck.com/webmedia/doc/635025856837447502_gc_ipo_survey_rpt_apr2013.pdf)
6. Зотова А. И., Шевченко Д. А. Выбор торговой площадки при размещении ценных бумаг российскими компаниями на глобальном финансовом рынке // Финансовые исследования. – 2007. – № 15. – С. 44–49.
7. List of Acceptable Overseas Jurisdictions / Hong Kong Exchanges and Clearing, 2016. URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list\\_of\\_aoj.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/listsptop/listoc/list_of_aoj.htm)
8. Basic Listing Requirements for Equities / Hong Kong Exchanges and Clearing, 2016. URL: [http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq\\_pro/listreq/equities.htm](http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/listreq/equities.htm)
9. «РУСАЛ» подвел официальные итоги IPO / РБК, 2010. URL: <http://www.rbc.ru/economics/25/01/2010/365031.shtml>
10. Новиков А. С. За Великой Китайской стеной (быть или не быть международным IPO на Шанхайской фондовой бирже?) // Российский экономический интернет-журнал. – 2010. – № 1. URL: <http://www.e-rej.ru/Articles/2010/Novikov.pdf>
11. Сизов С. Перспективы открытия Шанхайской фондовой биржи SSE для иностранных эмитентов // Рынок ценных бумаг. – 2011. – № 2. URL: <http://www.rcb.ru/rcb/2011-02/76457/>
12. Вахрушин И. В. Факторы образования кризиса фондового рынка Китая // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – № 7. – С. 10–18.