

УДК 336.76(470+510)

DOI 10.24412/2412-8139-2024-2-56-69

**Тенденции развития и направления взаимодействия фондовых рынков
России и Китая**

Хао Хэ

Независимый исследователь
Хулуьбуирский институт
Хулунбуир, Китай
heo@mail.ru

Кирилл Игоревич Галынис

Кандидат социологических наук, доцент
Хулуьбуирский институт
Хулунбуир, Китай
rapid-leopard@yandex.ru
ORCID 0000-0002-2860-6405

Оригинальная статья

Поступила в редакцию 04.12.2023

Поступила после рецензирования 28.02.2024



Аннотация

Цель статьи - рассмотреть текущие тенденции, выделив специфику развития и направления интеграции фондовых рынков России и Китая. В частности, авторами отмечается, что переломным моментом для функционирования данного элемента финансовой системы Российской Федерации стал 2022 год, в силу начала постоянно усилившегося внешнеэкономического давления со стороны целого ряда западных стран. Следствием данного процесса стало ограничение возможности осуществления операций с иностранными ценными бумагами для российских инвесторов в связи с блокировкой их международными расчетно-клиринговыми организациями, делистинг акций и депозитарных расписок на долевые ценные бумаги российских эмитентов с ряда зарубежных бирж, процесс редомициляции компаний с российскими корнями, но иным местом регистрации, запрет допуска на фондовый рынок нерезидентов из недружественных юрисдикций. В этой связи актуальным стал процесс интеграции со странами Востока, среди которых особое место занимает Китайская Народная Республика, имеющая свои специфические особенности фондового рынка. В частности, к таковым относятся существенное разнообразие видов акций, имеющиеся ограничения на входящие и исходящие финансовые потоки. Благодаря последнему, удастся обеспечить снижение зависимости от внешних фондовых рынков. Однако, в силу этих же ограничений интеграция фондовых рынков России и Китая пока не развиваются неактивно. Авторами отмечается, что российским эмитентам, особенно имеющим не только финансовые, но и производственно-сбытовые интересы в АТР, может активно использоваться эмиссия долговых ценных бумаг, а для доступа китайских компаний на фондовый рынок России целесообразным является предоставление статуса квалифицированного иностранного инвестора большому числу российских профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Ключевые слова

фондовый рынок, Россия, Китай, акции, биржи, облигации.

© Хао Хэ, Галынис К.И., 2024.

Введение

Фондовый рынок является важной частью финансовой системы любой страны, что обуславливается его ключевой целью – формирование механизма для привлечения в экономику инвестиций путем сведения вместе тех, кто испытывает потребность в финансовых средствах и тех, кто хочет инвестировать избыточный капитал. Иначе говоря, данная фундаментальная цель его существования предполагает выполнение им как минимум двух функций: аккумулирующей, связанной с концентрацией свободных денежных средств для последующего инвестирования и распределительной, проявляющейся в движении собранных ранее финансовых ресурсов.

Зачастую в специализированной литературе дополнительно выделяется информационная функция, представляющая собой информирование участников о текущей ситуации на рынке для разработки ими стратегии своего поведения, ценовая, заключающаяся в формировании рыночной цены на финансовый актив за счет соотношения сил спроса и предложения, а также ряд специфических функций (хеджирование, спекулирование, арбитражирование). Причем в развитых странах, как отмечают Н.Е. Тропынина и Д.А. Есакова, влияние фондового рынка на благополучие и экономический рост страны более существенно, а в развивающихся эффект во многом зависит от притока иностранных инвестиций (Есакова, 2021).

В этой связи для Российской Федерации, относящейся по классификации МВФ, ООН к развивающимся странам, целесообразно находить не только внутренние, но и внешние источники, инструменты привлечения капитала, что в условиях реализации политики поворота на Восток стимулирует к большей интеграции отечественного фондового рынка с рынками стран АТР, среди которых особое место занимает Китай, чем подчеркивается актуальность темы данной статьи. При этом для выявления потенциала интеграции стран в этом направлении взаимодействия важно отразить текущие особенности и тенденции развития рассматриваемого элемента финансовой системы каждого государства.

Материалы и методы исследования

В этой связи для начала охарактеризуем актуальные тенденции для фондового рынка России. Детальное рассмотрение эволюции его развития представлено в работе К.В. Криничанского, Е.Д. Фирсова, отмечающих, что наибольшее влияние на вовлечение физических лиц в данный сектор финансовой системы оказал этап, охватывающий 2015-2021 годы. В частности, ключевым стимулами, поспособствовавшим этому процессу, стало введение механизма индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС- I, ИИС-II), льгот на долгосрочное владение ценными бумагами, упрощение взаимодействия клиентов с брокерами посредством популяризации мобильных приложений от крупных профессиональных участников рынка («Сбербанк Инвестор», «Тинькофф Инвестиции» и т.д.) и распространение различных инструментов коллективного инвестирования, позволяющих, в том числе, осуществлять вложения средств в активы зарубежных стран (Криничанский, 2023). В 2017 году брокеры также начали внедрять инструмент автоследования.

Как отмечает П.С. Козлов и О.Б. Воейкова, часть этих факторов, в совокупности со снижением процентной ставки ЦБ РФ, а соответственно, и привлекательности депозитов, высокой доходности российского фондового рынка в 2019 году, существенно превысившей показатели прибыльности вложений на рынках развивающихся стран (индекс Мосбиржи увеличился за год на 29%, а долларовой РТС на 45%), спровоцировали взрывной рост числа уникальных клиентов физических лиц с 1,31 млн человек в 2017 году до 3,86 млн человек в 2019 году (Козлов, 2020).

Помимо этого, до 2022 года российский фондовый рынок характеризовался также и рядом иных особенностей. Так, как отмечает Т.В. Буханова и М.Б. Медведева, наблюдалась положительная тенденция роста портфелей ценных бумаг у банков, начало увеличиться количество публичных компаний, следующих принципам ESG (экологическое, социальное и корпоративное управление) (Буханова, 2022). Кроме этого, для отечественного фондового рынка была характерна высокая дивидендная доходность, что является несколько противоречивым фактором его развития, так как, с одной стороны, это способствует притоку большего числа инвесторов, а следовательно, их свободного капитала, но, с другой стороны, такая практика, предполагающая зачастую выплату в размере 50 % от прибыли по РСБУ или МСФО, снижает потенциал роста бизнеса публичных компаний (Гришанов, 2022).

Специфической чертой выступает также существенное влияние на рынок публичных компаний с государственным участием («Алроса», «Транснефть», «Газпром», «Татнефть», «Сбербанк» и т.д.). При этом, как отмечают Г.И. Никифорова, Л.Е. Ушницкая и С.А. Николаева, несмотря на осуществленную ранее приватизацию и появление большого числа акционеров, крупные пакеты акций сосредоточены в руках инсайдеров, что ограничивает free-float, снижает ликвидность и определяет дополнительные риски спекуляций котировками. Так, средний уровень free-float акций первого уровня листинга на Московской бирже составляет 32%, второго уровня листинга – 14%.

Существенную роль на фондовом рынке также отводится специализированным институтам, при этом кредитные организации доминируют на рынке государственных облигаций (Никифорова, 2021). Кроме этого, специфической особенностью выступает тот факт, что на текущий момент координация его развития осуществляется не специализированным государственным органом, а Центральным Банком, который также осуществляет регулирование сферы страхования, пенсионных накоплений, банковской системы страны.

Результаты и обсуждение

В 2022 году российский фондовый рынок прошел через период критических трансформаций и изменений, начавшийся с резкого спада всей биржевой торговли по причине нарастающего внешнеэкономического давления. В таких условиях ЦБ РФ на основе срочно вводимых в законодательное поле новел необходимо было в кратчайшие сроки реализовать стратегию стабилизации рассматриваемого сектора финансовой системы и выйти из проблемной ситуации с минимальными потерями.

Одной из таких мер, влияющих на последующие развитие рынка, стал запрет на участие в сделках нерезидентам (в особенности это касалось иностранных инвесторов из «недружественных» стран), принятый как ответная мера на заморозку российских валютных резервов за рубежом. Так, сумма замороженных активов на российском рынке, по оценкам ряда экспертов, в 2022 году превысила 300 млрд долларов. Такое решение в совокупности с приостановлением работы московской биржи с 28 февраля сроком почти на месяц способствовало стабилизации котировок ценных бумаг и более детальной оценке возможных сценариев развития событий. С 8 августа к торгам российскими акциями на Московской бирже все же были допущены нерезиденты из дружественных стран, а также нерезиденты, конечным бенефициарами которых являются российские юридические или физические лица. Такая мера могла стать началом выхода российского фондового рынка из изоляции, но в силу того, что эта группа инвесторов не занимает существенной доли в ежедневном торговом обороте (около 1%), значимого влияния на рост ликвидности и волатильности рынка не произвела бы.

При этом в июне прошлого года Министерство финансов исключило вариант допуска иных нерезидентов к основному торгам Московской биржи, а в качестве

альтернативы рассматривался механизм обмена заблокированных активов иностранных инвесторов, на заблокированные активы российских, который позже был установлен Указом Президента № 844 от 08.11.2023. Согласно данному документу, российские инвесторы смогут реализовать свои зарубежные ценные бумаги нерезидентам, которые выкупят их на средства со счетов типа С в пределах суммы равной 100 тыс. рублей.

В целом стоит также отметить, что экономическое давление ряда зарубежных стран больше всего затронуло компании, входящие в нефтегазовый сектор, сектора потребительских товаров, розничной торговли, а также добычи и переработки металлических руд, а в меньшей – сектора телекоммуникации, химии, электроэнергетики, нефтехимии. Сформированный в ходе санкций искусственный финансовый кризис тем не менее также спровоцировал рост рыночной стоимости акций организаций из сферы финансов и логистики. Причиной тому стал поиск отечественными инвестиционными структурами наименее пострадавших от действий западных стран компаний. Привлекательность ценных бумаг организаций из финансового сектора, в частности, была связана с тем, что существенное падение их курса произошло до начала введения «пакетов санкций». Кроме того, с апреля 2022 года ЦБ РФ начал постепенно снижать ставку рефинансирования с 20 до 7,5%, одновременно предпринимая действия по стабилизации банковского сектора (Стефанова, 2023).

На данный момент, как отмечает Ю.С. Жаркова, российский фондовый рынок фактически находится в ситуации высокой неопределенности, в рамках которой его участники не могут объективно прогнозировать факторы, влияющие на его состояние, правила торгов, потенциальные ограничения и ответные на них меры (Жаркова, 2023). Так, например, «черным лебедем» для российских инвесторов стало ограничение возможности осуществления операций с иностранными ценными бумагами в связи с блокировкой их международными расчетно-клиринговыми организациями кроме акций тех компаний, что осуществляют деятельность, главным образом, в России. Кроме этого, для неквалифицированных инвесторов с октября 2023 года на основании Указания ЦБ РФ от 09.01.2023 № 6347-У доступ к ценным бумагам недружественных стран был закрыт.

Все это оказывает влияние на состав и поведение участников рынка. В частности, произошло сокращение доли институциональных инвесторов и существенный рост частных. Если по итогам 2021 года доля последних в сфере торговли акциями составляла 40%, то в апреле 2023 года она увеличилась до 81,5%. Как следствие в совокупности с низким free-float это привело к повышению спекулятивной активности на рынке. Так, в 2022 году наблюдалась специфическая для отечественного рынка ситуация преобладания торгов акциями «второго эшелона» по сравнению с акциями «голубых фишек», которые ранее являлись наиболее привлекательным объектом купли-продажи нерезидентов и институциональных инвесторов.

Стоит также отметить, что одним из следствий разрыва отношений России со странами запада, стало проведение делистинга американских, глобальных депозитарных расписок на акции российских компаний с американских и европейских фондовых площадок. Законодательно данная мера была закреплена статьей 6 ФЗ № 114 от 16.04.2022. Ранее министр экономического развития М. Решетников отмечал, что такой законопроект был разработан, поскольку эти производные ценные бумаги потеряли свою актуальность и, к тому же, могли стимулировать переток российских акций на зарубежные рынки, приводя к двойственности котировок. С логикой министерства были согласны не все.

Так, например, ключевой владелец НЛМК В. Лисин указывал, что принятый законопроект ущемляет права акционеров, которые долгие годы инвестировали в Россию, но не могли держать российские акции напрямую. В подобном ключе высказывался начальник управления анализа рынков «Открытие инвестиций» А. Затолокин, заявляя, что

данная инициатива имеет целью сделать российскую финансовую систему более изолированной, независимой, замкнув финансовые потоки резидентов на внутрироссийском контуре. При этом стоит также отметить, что, согласно части 9 статьи 6 отмеченного закона и на основании решения правительственной комиссии по контролю за осуществлением инвестиций в РФ, в отношении ряда российских эмитентов допускается статус-кво относительно присутствия на зарубежных фондовых площадках. Порядок принятия такого решения был установлен Постановлением Правительства РФ № 672 от 16.04.2022.

Как следствие – свое присутствие на зарубежных фондовых рынках прекратили, например, такие российские компании как «Акрон», «Лукойл», «Интер РАО», «Мосэнерго», «Сбербанк», «Аэрофлот», ВТБ, НМТП, «Газпром», ФСК ЕЭС, Ростелеком, ММК, «Норникель» и др. При этом руководство ряда компаний начало реализовывать добровольный выкуп своих акций у иностранных инвесторов, но условия таких сделок были крайне невыгодными для нерезидентов. Например, в прошлом году группа компаний «Магнит» предложила добровольный выкуп до 10% своих акций у нерезидентов по цене 2215 рублей за одну ценную бумагу, что примерно на 50% дешевле их средневзвешенной стоимости за полгода до наступления такой оферты. В обмен на акции иностранцы могли получить юани, евро или доллары на свои счета.

Кроме этого, начала наблюдаться практика одностороннего политически мотивированного делистинга зарубежными организаторами торгов компаний с российскими корнями, но не российским местом регистрации. Так в прошлом году NASDAQ было принято решение об исключении из списка торгуемых ценных бумаг Ozon, Yandex, ЦИАН, Headhunter и Qiwi. В целом подобная тенденция, по мнению ряда экспертов, способствует сокращению зарубежной инвесторской базы и теоретически ухудшению стандартов раскрытия финансовой информации. Также рассматриваемая категория компаний (имеющие российские корни, но не российское место юридической регистрации) стала испытывать проблемы с проведением финансовых операций, в частности – с выплатой дивидендов, в силу, прежде всего, блокировки счета национального расчетного депозитария в Euroclear.

Как следствие – потенциальным решением такой проблемы начала выступать редомициляция (процесс смены государства регистрации), ставшая одним из ключевых трендов российского фондового рынка в прошлом году. Новости о ней, выходявшие в 2023 году, как правило, приводили к позитивной переоценке акций. В долгосрочной перспективе она также является положительным фактором для компании, поскольку снижает санкционные риски и предоставляет возможность возобновления выплаты дивидендов. При этом важное значение имеет место новой регистрации. С этих позиций потенциальный переезд организаций в Российскую Федерацию выступает наилучшим вариантом для акционеров Мосбиржи. Альтернативой могут стать, например, также такие дружественные юрисдикции, как Гонконг, Материковый Китай, ОАЭ, Казахстан, благодаря чему может быть найден некий компромисс между иностранными и российскими акционерами. При этом редомициляция весьма сложный, небыстрый и затратный процесс, в силу как минимум потенциального падения налоговой эффективности и роста иных дополнительных издержек.

Отметим, что, в частности, зачастую местом регистрации организации (крупного холдинга) выступает офшорная зона, предоставляющая компании комфортные условия ведения бизнеса (низкую фискальную нагрузку, упрощенные правила корпоративной отчетности и т.д.), поэтому при переезде, например, в Санкт-Петербург, Москву преимущества в виде незначительных налогов будут утрачены. Однако потенциальным решением этой проблемы является перерегистрация в специальных административных районах (далее САР), расположенных на островах Русский (Приморский край),

Октябрьский (Калининградская область) и созданных в 2018 году с целью привлечения инвестиций иностранных компаний, в том числе фирм, ведущих ключевую операционную деятельность в России, но имеющих в качестве места юридической регистрации иную зарубежную страну. Так, получая статус резидента САР, компания может использовать весьма большой арсенал налоговых льгот, схожий с офшорным режимом. Дополнительным ограничением, который может сдерживать редомициляцию, являются потенциальные штрафы (так называемый «налог на выход»), который может действовать в ряде офшорных территорий.

Например, в 2021 году Нидерланды рассматривали законопроект о введении условного налога при смене регистрации штаб-квартиры холдинга на государство, находящееся за пределами ЕС. По правилам Республики Кипр при смене юрисдикции организации может возникнуть налог по ставке 12,5% от справедливой стоимости её активов. Трудности могут возникнуть и на этапе одобрения редомициляции общим собранием акционеров в случае, когда среди них есть инвесторы- нерезиденты, владеющие крупными долями в капитале компании. К примеру, если рассматривать текущие результаты смены государства регистрации, то одним из успешных кейсов на данный момент является переезд Polymetal с острова Джерси в международный финансовый центр «Астана» в Казахстане. Сюда же с Кипра планирует перерегистрироваться Fix Price (данное решение было принято на внеочередном общем собрании акционеров 9 ноября 2023 г). Кроме того, в конце сентября прошлого года компания ВК осуществила переезд с Британских Виргинских островов в САР на острове Октябрьский, в этот же САР 26 февраля 2024 году завершила редомициляцию с Кипра TCS Group. Сменить свою юридическую прописку с Кипра на данный САР также намерены «Эталон», ГК «Мать и дитя», United Medical Group (EMC), что может стать триггером для возобновления практики выплаты дивидендов. Также 16 августа 2023 года акционеры Globaltrans одобрили перерегистрацию компании с Кипра в свободную экономическую зону Abu Dhabi Global Market. Также намерения о редомициляции высказывались со стороны менеджмента компаний HeadHunter, Ozon, Русагро, ЦИАН, X5 Group.

Необходимо также отметить, что помимо смены юрисдикции компаниями, осуществляющими свою операционную деятельность в России и испытывающим проблемы в текущей деятельности из-за санкций, могут предприниматься и иные меры, например, трансформация бизнеса в формате разделения. В этом плане можно отметить кейс Softline – компания была разделена на две организации: ПАО «Софтлайн» со штаб-квартирой в Москве, акции которой торгуются на Мосбирже (занимается импортозамещением иностранных ПО), и Softline Global – со штаб-квартирой в Лондоне, работающей под брендом Noventiq. Еще одним примером является компания Qiwi, разделение которой на российскую и зарубежную (Qiwi plc) фирмы завершилось в начале этого года. Данное действие было предпринято для возобновления листинга на NASDAQ. По схожему сценарию пошла и компания Яндекс. В частности, Yandex N. V. осуществит продажу российской доли бизнеса, которая формирует более 95% выручки, за 475 млрд рублей (с учетом требуемого дисконта в 50% от рыночной стоимости продаваемого актива) МКАО «Яндекс», зарегистрированной в декабре прошлого года в САР на острове Октябрьский. В результате такой операции Yandex N. V. получит денежные средства, продолжит владение зарубежными стартапами в сфере облачных технологий, образовательных сервисов, разметки данных, беспилотных автомобилей, сосредоточившись на работе в Европе, США, Азии, Ближнем Востоке с листингом только на NASDAQ, отказавшись от присутствия на Мосбирже. МКАО «Яндекс», в свою очередь, продолжит развивать почти все известные в России сервисы (поисковые, развлекательные и т.д.), причем у компании останутся проекты в сфере облачных технологий, автономных автомобилей, искусственного интеллекта.

В этой связи напомним, что, наряду с геополитическим фактором, негативное влияние на тенденции развития фондового рынка РФ оказали исчерпание возможностей льготного налогообложения на ИИС 1, 2 и отсутствие системы гарантирования инвестиций, являющейся эффективной мерой для стимулирования как индивидуальных, так и коллективных форм вложения капитала в государствах не только с развитой, но и развивающейся экономикой. Последнее предполагает, что, поскольку средства на брокерских счетах и ИИС не застрахованы, то при банкротстве, отзыве лицензии, мошенничестве брокера вероятность их потерять весьма высока, хотя сами ценные бумаги при таких сценариях развития событий перейдут к другому выбранному брокеру без угрозы утраты (Криничанский, 2023). Кроме этого, важной проблемой выступает низкая эффективность системы надзора за небанковскими инвестиционными институтами, что в купе с недостаточной финансовой грамотностью населения зачастую приводит к вложению гражданами средств в различные «финансовые пирамиды». Такая практика, безусловно, сказывается на объеме финансовых ресурсов, направляемых на отечественный фондовый рынок. Причем на последнем сложилась олигополия в лице трёх крупнейших брокеров (Тинькофф, ВТБ, Сбер), лидирующих за счет цифровизации оказываемых услуг, действующей системе привлечения новых клиентов, что несколько затрудняет возможности воздействия мегарегулятора на них и создает условия для возможности манипулирования рассматриваемым сектором финансовой системы (Гришанов, 2022).

В качестве ответа на имеющиеся проблемы и вызовы ЦБ РФ в основных направлениях развития финансового рынка российской федерации на 2024 год и период 2025-2026 годов ставит задачи обеспечить усиление его вклада, в том числе путем поддержания бесперебойной работы, в преобразование экономики в новых условиях, укрепление доверия граждан к нему и повышение доступности финансовых услуг. Причем ряд мер, направленных на выполнение данных задач, были реализованы в прошлом году: внедрено стимулирующее регулирование для поддержки финансирования проектов технологического суверенитета для банков, ПИФов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, уточнен порядок открытия и ведения индивидуальных инвестиционных счетов (запущен ИИС-3), произошел постепенный возврат к раскрытию информации эмитентами (за рядом исключений).

Кроме того, ввиду текущей геополитической ситуации, для Российской Федерации важным становится рассмотрение возможностей более интенсивного обмена финансовыми потоками по каналам фондового рынка со странами Востока, среди которых особую роль в силу укрепления экономических связей занимает Китай. В этой связи, рассматривая фондовый рынок КНР, стоит отметить, что на данный момент на нем действует 4 биржи. Так, крупнейшей и старейшей биржевой площадкой материкового Китая выступает Шанхайская фондовая биржа (SSE), занимающая на август 2023 года четвертое место по капитализации в мире (6,7 трлн долларов). Шэньчжэньская фондовая биржа (SZSE), где в основном торгуются акции государственных компаний, на эту же дату занимала по капитализации шестое место (4,5 трлн долларов). Следующую строчку мирового рейтинга заняла Гонконгская биржа (HKEX) (4,2 трлн долларов). Третья крупнейшая торговая площадка континентального Китая – Пекинская биржа (BEST), открывшаяся в 2021 году для поддержки малых, средних предприятий в сфере инноваций и секторе высоких технологий (Колдаева, 2023).

При этом для упрощения доступа на фондовые рынки были разработаны и внедрены программы Stock Connect и Bond Connect. Так первая, запущенная в 2014 году между SSE и HKEX, была расширена в конце 2016 года, чтобы охватить SZSE. В 2023 году к данному взаимодействию была подключена и Пекинская биржа. Такой механизм позволил инвесторам с материкового Китая покупать гонконгские и китайские акции компаний, котирующиеся в Гонконге, а иностранным инвесторам после регистрации

предоставил доступ через Гонконгскую биржу к акциям компаний, зарегистрированных на биржах континентального Китая, с меньшими ограничениями чем раньше (Васюков, 2023). Инвестиционный канал Bond Connect был запущен в 2017 году и предоставил доступ к долговому рынку материкового Китая через Гонконгскую биржу.

Таким образом, данные схемы позволили сформировать объединенный китайский фондовый рынок, а как следствие усилить его глубину, развивать новые финансовые инструменты.

При этом, как отмечает М.А. Потапов и Н. Н. Котляров, в последние годы намечается тенденция снижения финансового значения Гонконга для материкового Китая, в силу вхождения КНР в ВТО и создания множества зон свободной торговли. Поэтому наиболее вероятным сценарием является углубление интеграции специального административного района с континентальным Китаем, что может привести к тому, что Гонконг станет более контролируемым, но менее эффективным финансовым рынком, на котором вырастет стоимость капитала для китайских компаний, сократятся объемы трансграничных операций (Потапов, 2022)

Но тем не менее многие международные организации привлекают капитал именно через НКЕХ в силу характеристик экономико-правовой среды, наличия инвесторов из стран АТР, достаточного уровня ликвидности. Фундаментальным принципом развития этой биржи является равенство прав держателей акций и гонконгских депозитарных расписок, при этом права и интересы акционеров должны быть защищены не только учредительными документами компании, но и нормативно-правовым полем страны, резидентом которой является эмитент. При этом доступ российским эмитентам на НКЕХ посредством выпуска депозитарных расписок на их акции был открыт в 2016 году как следствие признания соответствия российского права в сфере защиты инвесторов требованиям гонконгского регулятора и подписания соглашения между ЦБ РФ и Международной организацией комиссий по ценным бумагам, хотя первым российской компанией, воспользовавшейся возможностью привлечения акционерного капитала из региона АТР через данную биржу, стала компания «РУСАЛ», разметившая свои долевые ценные бумаги 27 января 2010 года.

Следующей в октябре 2010 года стала IRC Ltd, специализирующаяся на разведке, обработке, эксплуатации проектов добычи полезных ископаемых на Дальнем Востоке и КНР. Также кандидатом на листинг в Гонконге выступала компания EuroSibEnergy и еще как минимум четыре организации, но на данный момент число российских эмитентов долевых ценных бумаг не превысило двух. Альтернативой НКЕХ как источника капитала выступают биржи континентального Китая, но, как отмечают Д.А. Шевченко и Д.П. Хомяков, такой вариант является целесообразным для организаций, развивающих бизнес на территории КНР, и может быть реализован только в результате слияния или поглощения местной компании с локализацией части активов на территории материкового Китая в форме предприятия со стопроцентным российским капиталом, либо совместного предприятия (Шевченко, 2016).

Возможно, в силу большей сложности этого способа формирования акционерного капитала, количество таких случаев пока не известно. Что касается долгового рынка, то на данный момент, в силу сохраняющейся высокой процентной ставки в России и пруденциальной денежно-кредитной политики Китая, заимствования российскими эмитентами посредством панда-бондов (облигации, выпущенные в юанях на территории материкового Китая) и димсам-бондов (облигации, выпущенные в юанях за пределами материкового Китая) является весьма перспективным. Так, первый опыт эмиссии и размещения димсам-бондов на НКЕХ произошел в 2010 году российским банком ВТБ, после чего в 2012 -2014 годах такую практику повторили Россельхозбанк, Газпромбанк, банк «Русский стандарт». На Московской бирже на данный момент имеется 28 выпусков

димсам-бондов от 15 эмитентов («Русал», Холдинговая компания «Металлоинвест», «Уральская сталь», группа компаний «Южуралзолото», «Альфа-Банк», «Современный коммерческий флот», нефтяная компания «Роснефть», «Евразийский банк развития», «ЕвроСибЭнерго-Гидрогенерация», микрофинансовая компания «Быстроденьги», «ФосАгро», банк ВТБ, группа компаний «Сегежа», «Полюс», горно-металлургическая компания «Норильский никель»). Причем больше всего такие еврооблигации применяют «Русал» (7 выпусков) и Холдинговая компания «Металлоинвест» (5 выпусков). Упомянутая выше компания «Русал» также стала единственной из российских эмитентов с опытом размещения панда-облигаций в 2017 году на SSE. В 2022 году данная практика была повторена.

Стоит отметить, что факторами, которые сдерживали использование данной разновидности юаневых облигаций, были ограничения на использование привлеченных средств только на проекты в Китае, а также запрет на проведение их конвертации в иностранную валюту с переводом за границу. Позже эти ограничения были отменены, что повысило привлекательность таких облигаций. Как следствие к концу 2023 года более 10 российских компаний рассматривали возможность выхода на рынок панда-бондов.

Кроме того, необходимо указать, что фондовый рынок КНР отличается наличием различных типов акций, каждая из которых обладает своими характеристиками. Так, акции типа А номинированы в юанях, являются преобладающими, торгуются на трех упомянутых биржах материкового Китая и выпускаются организациями, зарегистрированными в КНР (Михайлов, 2023). В 1990 году ценные бумаги этого типа были доступны только для резидентов, но с 2002 года доступ к ним частично приоткрыли и для иностранных инвесторов.

Напомним также, что в начале 1990-х годов Китай испытывал дефицит иностранной валюты, в связи с чем местные эмитенты начали выпускать на две старейшие континентальные биржи страны акции типа В, номинированные в юанях, но торгуемые в гонконгских долларах в SZSE и долларах США в SSE. Долгое время такой тип ценных бумаг был доступен только нерезидентам, но в 2001 году торговлю ими разрешили и для местных инвесторов. Важность данного типа акций постепенно падала по мере появления новых разновидностей данных долевыми ценными бумагами. Так, если в 2000 году в материковом Китае насчитывалось 108 компаний, имеющих акции типа В, то в 2020 года их число сократилось до 93. Альтернативой стали акции компаний, зарегистрированных в материковой части Китая, номинированные в гонконгских долларах и торгуемые на НКЕХ (тип Н). Причем между котировками акций типов А и Н одной и той же компании могут наблюдаться существенные расхождения в силу ликвидности, состава инвесторов, асимметрии информации и т.д.

Кроме этого, как отмечает И.В. Вахрушин, ряд перспективных китайских компаний стремились размещать акции в США, а не на континентальных биржах Китая. Такая тенденция была обусловлена тем, что иностранные инвесторы не хотели подпадать под действие валютного контроля КНР, американский листинг зачастую упрощал для китайской компании доступ к кредитам и государственным субсидиям, а требования к нему проще в сравнении с национальными биржами (Вахрушин, 2022). Такие акции относятся к типу N. Кроме этого, по аналогии выделяются акции типа S (акции китайских компаний, торгуемые на Сингапурской бирже) и типа L (акции китайских компаний, торгуемые на Лондонской бирже). Также в особый вид выделяются P-chips – акции китайских компаний, контролируемых частными лицами из материкового Китая, Red-chips- акции китайских госкомпаний, зарегистрированных в Гонконге с основным бизнесом в Континентальном Китае.

Стоит также отметить, что ряд китайских организаций выходит на внешние рынки благодаря использованию схемы VIE (переменная доля участия). Ее суть в том, что в

преддверии IPO китайская компания создает фирму-посредника в одной из офшорных юрисдикций и заключает с ней договор о перечислении части будущей прибыли в обмен на средства, полученные в результате первичного размещения акций на бирже. Фактически, на биржу выходит фирма-посредник, что по мнению экспертов, несет риски для потенциальных инвесторов, поскольку такой эмитент не владеет базовыми активами операционной компании. Следовательно, при реструктуризации собственники долевых ценных бумаг могут иметь ограниченные возможности для получения своих активов или денежного возмещения. О таких рисках впервые публично заявлял глава комиссии по ценным бумагам и биржам (США) в августе 2021 года, после чего размещение китайских акций в США с использованием такой схемы были приостановлены – до решения проблем с раскрытием информации у соответствующих эмитентов.

Важным аспектом является также система регулирования входящих на китайский фондовый рынок финансовых потоков от нерезидентов и исходящих инвестиций от резидентов в фондовые рынки иных стран. В отношении первого можно отметить, что в 2002 году в КНР была создана программа квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (QFII), в рамках которой утвержденным инвесторам-нерезидентам разрешалось переводить определенный объем средств в иностранной валюте с учетом определенных правил и ограничений и конвертировать их в местную валюту для приобретения ценных бумаг ограниченного круга компаний на фондовых биржах Китая через специальный счет (Васюков, 2023). В этой связи укажем, что установленные высокие требования к потенциальным инвесторам, а также квоты на приобретение ценных бумаг сдерживало приток внешних портфельных инвестиций в экономику, но в результате реформ после мирового финансового кризиса и расширения квот программа спровоцировала существенный спрос на активы. Для расширения списка инвесторов и активов для инвестиций в 2011 году была внедрена программа квалифицированных иностранных инвесторов в юань (RQFII), позволившая дочкам китайских компаний осуществлять инвестирование в рынок материкового Китая напрямую, без конвертации валюты. С ноября 2020 года после отмены данных систем была сформирована единая программа квалифицированных иностранных инвесторов (QFI), в рамках которой было упрощено лицензирование, расширен список финансовых инструментов, что позволило увеличить число инвесторов нерезидентов (Васюков, 2023).

Что касается российских компаний, то первым финансовым институтом, получившим 14.01.2022 статус квалифицированного иностранного инвестора в материковом Китае, стал «Бест Эффорте Банк» (позже переименован в «СПБ банк»), что дало возможность российским физическим и юридическим лицам покупать и продавать акции китайских компаний через «СПБ биржу». На начало 2024 г. среди её реестра зарубежных акций находилось 158 таких организаций, торгующихся в гонконгских долларах, и 8 китайских фондов, сделки по акциям которых проводятся в юанях. При этом 02 ноября 2023 года «СПБ биржа» попала в SDN-лист США, подразумевающий блокировку активов, запрет на сотрудничество с американскими компаниями, после чего на следующий день торги как бумагами США, так и Гонконга были остановлены. По поводу последних можно отметить, что пока нет точной ясности в отношении возобновления торгов акциями компаний из дружественной юрисдикции в силу опасения вторичных санкций. Кроме «СПБ банка» статус квалифицированного иностранного инвестора был также получен первой российской управляющей компанией «Ингосстрах-Инвести», которая планировала до конца 2023 года создать фонд на китайские инструменты и предложить стратегии по доверительному управлению китайскими активами для квалифицированных инвесторов. Также в ноябре прошлого года Группа «Альфа-банка» анонсировала намерение получить лицензию брокера или управляющей компании в КНР для работы на рынке материкового Китая.

Таким образом, можно констатировать, что выход российских инвесторов через российскую финансовую инфраструктуру на фондовый рынок Китая достаточно ограничен. При этом первым и единственным, кто из российских брокеров предоставил прямой доступ на Гонконгскую биржу в прошлом году, был «Финанс».

Что касается регулирования процесса инвестирования резидентами КНР за пределами страны, то с этой целью в 2006 году была внедрена программа квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (QDII), предоставляющая право в рамках квот приобретать иностранные ценные бумаги ограниченному кругу учреждений. Спустя семь лет в стране началась выдача лицензий глобальным управляющим активами в рамках программы квалифицированных внутренних партнерств (QLDP), что позволило аккумулировать средства на внутреннем рынке Китая для последующего инвестирования за рубеж.

В 2020-2021 годах размер квот был несколько расширен, в результате чего на конец 2021 года общая сумма квот QDII стала выше 150 млрд долларов, а QLDP – более 50 млрд долларов, также вырос и объем иностранных портфельных активов (Васюков, 2023). На 29 января 2024 года в реестре государственного управления валютой Банка Китая насчитывается 186 компаний, имеющих QDII, с общей квотой в размере 165,5 млрд долларов. Четыре из них (Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China, China Construction Bank Corporation, HSBC Bank) с общим объемом квот в размере 11,12 млрд долларов являются участниками торгов на Московской бирже (всего в реестре 609 участников, 272 из которых имеет доступ к секции фондового рынка), что весьма мало.

В целом же можно отметить, что такое регулирование как входящих, так и исходящих финансовых потоков детерминирует снижение зависимости от внешних фондовых рынков, что отражено в исследовании А.Д. Лукьянина (Лукьянин, 2020). В частности, отметим, что более открытая часть китайского фондового рынка, представленная индексом Hang Seng Index, имеет большее среднее значение коэффициента корреляции 0,58 с другими финансовыми инструментами мира в сравнении с индексом Shanghai Composite (0,34), однако последний в большей степени зависит от динамики цен на золото и нефть, в силу того что включает большое число стратегически важных организаций Китая, чья деятельность зависит от конъюнктуры рынка нефти.

Примечательным фактом является также и то, что для индексов китайского фондового рынка наиболее значительна связь с российским РТС и индийским BSE, что может быть объяснено высокой долей данных стран во внешней торговле КНР.

Заключение

В заключение можно отметить, что на данный момент интеграция фондовых рынков России и Китая, в силу имеющихся ограничений исходящих и входящих финансовых потоков обеих стран, пока не столь сильна. Но в условиях «поворота на Восток» российским эмитентам, особенно имеющим не только финансовые, но и производственно-сбытовые интересы в АТР, целесообразно использовать имеющиеся возможности диверсификации источников финансирования. Причем более востребованным и популярным в этом плане может быть эмиссия долговых ценных бумаг.

Для китайских компаний фондовый рынок России может быть также весьма привлекательным источником капитала, но в условиях имеющихся санкций на «СПБ биржу», целесообразным является предоставление статуса квалифицированного иностранного инвестора большему числу российских профессиональных участников рынка ценных бумаг, что позволит вовлечь значительное число инвесторов как из числа физических, так и юридических лиц.

Список литературы

1. Буханова Т.В., Медведева М.Б. Российский фондовый рынок в условиях санкционного давления // Вестник евразийской науки. 2022. Т. 14. № 6.
2. Васюков Е.А. Опыт Китая в либерализации счета операций с капиталом через программы стимулирования инвестиций // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки. 2023. № 1. С. 285-292.
3. Вахрушин И.В. Китайские компании на фондовых биржах США в условиях обострения китайско-американских отношений: взаимосвязь рынков, риски делистинга и возможные сценарии // Проблемы Дальнего Востока. 2022. № 1. С. 96-110.
4. Гришанов С.М., Золотова Е.А., Калашникова Е.Ю. Современные реалии российского фондового рынка // Вестник Северо-Кавказского федерального университета. 2022. № 2(89). С. 28-37.
5. Есакова Д.А., Тропынина Н.Е. Проблемы и направления развития российского фондового рынка на современном этапе его функционирования // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. 2021. № 3 (53). С. 33-38.
6. Жаркова Ю.С. Риски российского фондового рынка в условиях санкций и пути их преодоления // Нацразвитие. Наука и образование. 2023. № 9(21). С. 3-7.
7. Козлов П.С., Воейкова О.Б. Особенности развития российского фондового рынка и инвестиционного спроса на современном этапе // Евразийский союз ученых. 2020. № 5-1(74). С. 41-47.
8. Колдаева Ю.В., Юрченко А.А. Развитие фондового рынка Китая // Актуальные вопросы современной экономики. 2023. № 6. С. 391-399.
9. Криничанский К.В., Фирсов Е.Д. Привлечение средств населения на фондовый рынок: российская и зарубежная практика // Вестник Академии знаний. 2023. № 2(55). С. 337-345.
10. Лукьянин А.Д. Анализ влияния политики протекционизма на рынок ценных бумаг Китая // Вестник Томского государственного университета. Экономика. 2020. № 49. С. 236-247.
11. Михайлов А. Ю. Формирование рынка капитала Китая // E-Management. 2023. Т. 6. № 4. С. 64-71.
12. Никифорова Г.И., Ушницкая Л.Е., Николаева С.А. Физические лица как участники российского фондового рынка // Вестник алтайской академии экономики и права. 2021. № 12-2. С. 354-358
13. Потапов М.А., Котляров Н.Н. Китай на мировых рынках капитала // Мировая экономика и международные отношения. 2021. Т. 65. № 8. С. 81-89.
14. Стефанова Н.А., Королев А.А. Влияние иностранных санкций на фондовый рынок российской федерации // Основы экономики, управления и права. 2023. № 4(39). С. 96 -101.
15. Шевченко Д.А., Хомяков Д.П. Перспективы размещений акций российских компаний в Китайской Народной Республике // Всероссийский экономический журнал ЭКО. 2016. № 12. С. 144-154.

References

1. Bukhanova T.V., Medvedeva M.B. The Russian stock market under the conditions of sanctions pressure. Bulletin of Eurasian Science. 2022. Vol. 14. № 6. (In Russ).

2. Vasyukov E.A. China's experience in liberalizing the capital account through investment incentive programs. State and Municipal Administration. Scientific notes. 2023. № 1. pp. 285-292. (In Russ).
3. Vakhrushin I.V. Chinese companies on the US stock exchanges in the context of worsening Sino-American relations: interconnection of markets, delisting risks and possible scenarios. Problems of the Far East. 2022. № 1. pp. 96-110. (In Russ).
4. Grishanov S.M., Zolotova E.A., Kalashnikova E.Y. Modern realities of the Russian stock market. Bulletin of the North Caucasus Federal University. 2022. № 2(89). pp. 28-37. (In Russ).
5. Yesakova D.A., Tropynina N.E. Problems and directions of development of the Russian stock market at the present stage of its functioning. Innovative economy: prospects for development and improvement. 2021. № 3 (53). pp. 33-38. (In Russ).
6. Zharkova Y.S. Risks of the Russian stock market under sanctions and ways to overcome them. National development. Science and education. 2023. № 9(21). pp. 3-7. (In Russ).
7. Kozlov P.S., Voeikova O.B. Features of the development of the Russian stock market and investment demand at the present stage. Eurasian Union of Scientists. 2020. № 5-1(74). pp. 41-47. (In Russ).
8. Koldaeva Yu.V., Yurchenko A.A. The development of the stock market in China. Topical issues of modern economics. 2023. № 6. pp. 391-399. (In Russ).
9. Krinichansky K.V., Firsov E.D. Attracting public funds to the stock market: Russian and foreign practice. Bulletin of the Academy of Knowledge. 2023. № 2(55). pp. 337-345. (In Russ).
10. Lukyanin A.D. Analysis of the impact of protectionism policy on the Chinese securities market. Bulletin of Tomsk State University. Economy. 2020. № 49. pp. 236-247. (In Russ).
11. Mikhailov A. Yu. Formation of the capital market of China. E-Management. 2023. Vol. 6. № 4. pp. 64-71. (In Russ).
12. Nikiforova G.I., Ushnitskaya L.E., Nikolaeva S.A. Individuals as participants in the Russian stock market. Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. 2021. № 12-2. pp. 354-358. (In Russ).
13. Potapov M.A., Kotlyarov N.N. China on world capital markets. World economy and international relations. 2021. Vol. 65. № 8. pp. 81-89. (In Russ).
14. Stefanova N.A., Korolev A.A. The impact of foreign sanctions on the stock market of the Russian Federation. Fundamentals of Economics, management and Law. 2023. № 4(39). pp. 96-101. (In Russ).
15. Shevchenko D.A., Khomyakov D.P. Prospects for placement of shares of Russian companies in the People's Republic of China. All-Russian Economic Journal ECO. 2016. № 12. pp. 144-154. (In Russ).

Development trends and directions of interaction between the stock markets of Russia and China

Hao He

Independent researcher
Hulunbuir Institute
Hulunbuir, China
heo@mail.ru

Kirill I. Galynis

Candidate of Sociological Sciences, Associate Professor

Hulunbair Institute

Hulunbair, China

rapid-leopard@yandex.ru

ORCID 0000-0002-2860-6405

Original article

Received 04.12.2023

Revised 28.02.2024

Accepted 03.06.2024

Abstract

The paper considers the current trends, specifics of development and directions of integration of the stock markets of Russia and China. In particular, the author notes that 2022 became a turning point for the functioning of this financial system element of the Russian Federation due to the beginning of constantly intensified foreign economic pressure from a number of Western countries. The consequence of this process was the restriction of the possibility of transactions with foreign securities for Russian investors due to their blocking by international settlement and clearing organizations, delisting of shares and depositary receipts for equity securities of Russian issuers from a number of foreign stock exchanges, the process of redomiciliation of companies with Russian roots but a different place of registration, the prohibition of admission to the stock market of non-residents from unfriendly jurisdictions. In this regard, the process of integration with the countries of the East, among which the People's Republic of China, which has its own specific features of the stock market, has become relevant. In particular, these include a significant variety of types of shares, restrictions on incoming and outgoing financial flows. Due to the latter, it is possible to reduce dependence on external stock markets. However, due to the same limitations, the integration of the stock markets of Russia and China is not so strong yet. The author notes, that Russian issuers, especially those having not only financial but also production and sales interests in the Asia-Pacific region, can actively use the issue of debt securities, and for the access of Chinese companies to the Russian stock market it is advisable to grant the status of qualified foreign investor to a greater number of Russian professional participants of the securities market.

Keywords

stock market, Russia, China, shares, stock exchanges, bonds.

© Хао Хэ, Галынис К.И., 2024.