

**ВЛИЯНИЕ ПОЛИТИКИ ПРОТЕКЦИОНИЗМА
НА РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КИТАЯ****А. Д. ЛУКЬЯНИН¹⁾**¹⁾Белорусский государственный экономический университет,
пр. Партизанский, 26, 220070, г. Минск, Беларусь

Определены ключевые аспекты развития рынка ценных бумаг Китая, элементы политики ограничения притока портфельных инвестиций и инструменты протекционистской политики. Выявлено влияние протекционистских мер на фондовый рынок, динамику цен, волатильность и ликвидность. Обосновано положение о том, что стабильное развитие может быть достигнуто только в случае создания эффективной системы акционерного капитала с акцентированием внимания на проблеме прав миноритарных акционеров.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг; Китай; акции; ценные бумаги; политика протекционизма; портфельные инвестиции.

**INFLUENCE OF PROTECTIONIST POLICIES ON THE DEVELOPMENT
OF THE SECURITIES MARKET OF CHINA****A. D. LUKYANIN^a**^aBelarusian State Economic University, 26 Partizanskij Avenue, Minsk 220070, Belarus

The article identifies the key aspects of the development of the Chinese securities market, the elements of the policy of restriction of the inflow of portfolio investments and the tools of protectionist policies. The impact of protectionist measures on the stock market, price movements, volatility and liquidity has been investigated. It justifies the proposition that stable development can be achieved only in the case of creation of an effective equity capital system with an emphasis on the problem of minority shareholders' rights.

Keywords: securities market; China; shares; securities; protectionism; portfolio investment.

Введение

Мировой рынок ценных бумаг представляет собой один из структурных элементов мирового финансового рынка и выполняет важную функцию перераспределения временно свободных денежных средств, предоставляя инвесторам возможность получения прибыли от их сбережений, а бизнесу – надежный способ привлечения финансирования. За сотни лет развития основные экономические показатели рынков ценных бумаг стали одними из самых точных индикаторов экономики и экономических циклов.

Образец цитирования:

Лукьянин А.Д. Влияние политики протекционизма на развитие рынка ценных бумаг Китая. *Журнал Белорусского государственного университета. Экономика.* 2019;2:17–24.

For citation:

Lukyanin AD. Influence of protectionist policies on the development of the securities market of China. *Journal of the Belarusian State University. Economics.* 2019;2:17–24. Russian.

Автор:

Алексей Дмитриевич Лукьянин – аспирант кафедры мировой экономики. Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор А. А. Праневич.

Author:

Aliaksei D. Lukyanin, postgraduate student at the department of international economics.
a.lukyanin@gmail.com

Результаты исследования и их обсуждение

Несколько последних десятилетий сопровождались значительными изменениями в лидерстве, проявляющимися при анализе его структуры в динамике. Можно заметить, что в 1990 г. на США и Японию, две страны с самой высокой капитализацией, приходилось около 65 % мировой капитализации (рис. 1). За следующие 27 лет Япония утратила столь значительную долю, увеличив капитализацию в абсолютном выражении лишь в 2 раза.

К 2000 г. США значительно увеличили свою долю в капитализации мирового рынка ценных бумаг, заняв около 50 % (рис. 2). Это обусловлено возникшим в то время финансовым «пузырем» новых интернет-компаний. Однако, несмотря на падение в результате разрыва «пузыря» доткомов, США сумели удержать лидирующую позицию.

Можно заметить, что постепенно на финансовых рынках стали появляться новые индустриальные страны, такие как Гонконг, Китай, Индия [2]. Пример наиболее успешного развития новых индустриальных стран – Китай. За исследуемый срок капитализация китайского рынка ценных бумаг составила около 9 трлн долл. США (см. рис. 3).

Таким образом, Китай, наращивая темпы роста экономики, постепенно увеличивал и капитализацию рынка ценных бумаг (см. рис. 4), что обусловлено либерализацией фондового рынка и модернизацией законодательства. При этом рынок ценных бумаг Китая отличается от других стран-лидеров большей степенью протекционизма и закрытости от иностранных инвестиций. Так, в Китае действует система классификации акций (см. табл. 1), при которой наиболее крупная с точки зрения оборота и капитализации группа значительное время была полностью закрыта для зарубежных инвесторов [3].

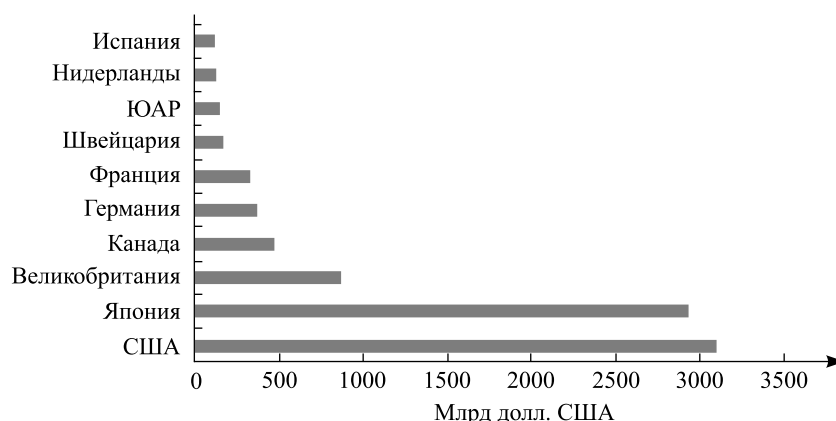


Рис. 1. Страны с наибольшей капитализацией рынков ценных бумаг (1990 г.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 1. Countries with largest securities market capitalization (1990)
(developed by the author based on [1])

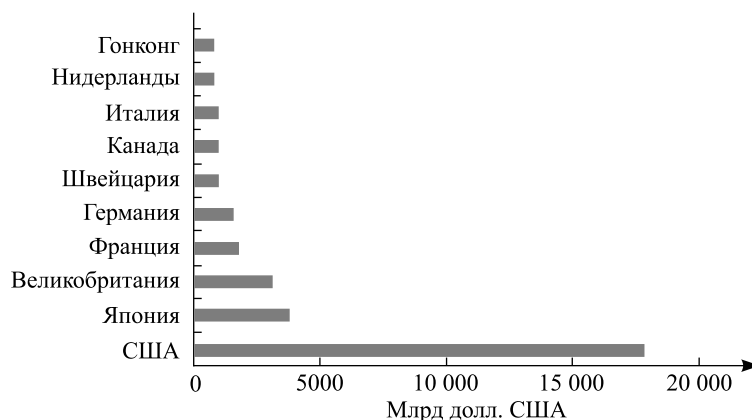


Рис. 2. Страны с наибольшей капитализацией рынков ценных бумаг (2000 г.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 2. Countries with largest securities market capitalization (2000)
(developed by the author based on [1])

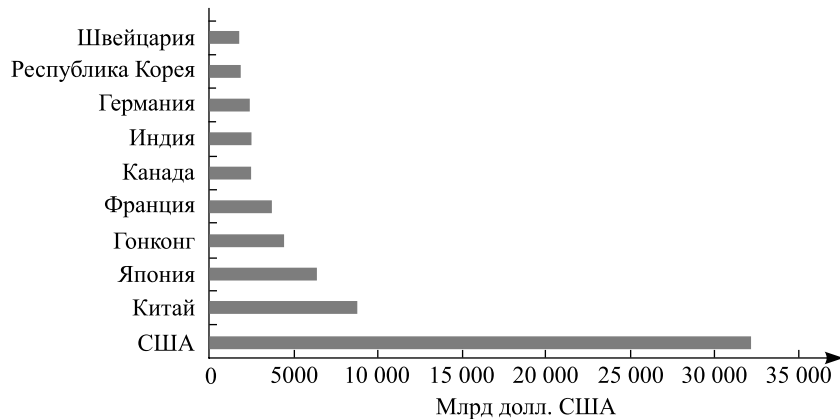


Рис. 3. Страны с наибольшей капитализацией рынков ценных бумаг (2017 г.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 3. Countries with largest securities market capitalization (2017)
(developed by the author based on [1])

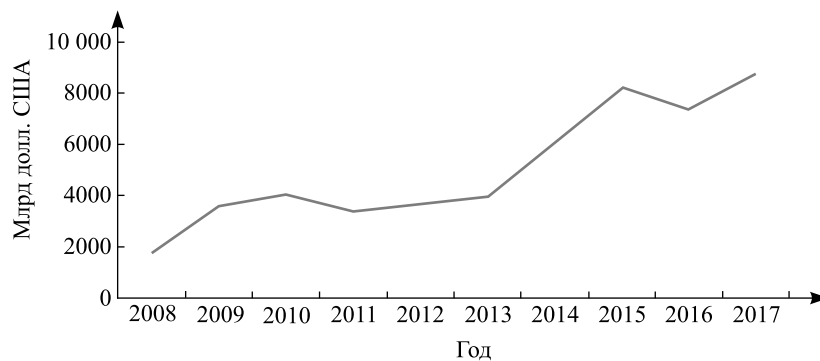


Рис. 4. Динамика капитализации рынка ценных бумаг Китая (2008–2017 гг.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 4. Securities market capitalization of China (2008–2017)
(developed by the author based on [1])

Таблица 1

Система классификации ценных бумаг, котируемых на биржах Китая

Table 1

System of classification of securities traded on Chinese stock exchanges

Группа	Валюта	Биржи	Описание
A	RMB	Шанхай, Шэньчжэнь	Наиболее крупная группа с точки зрения капитализации и объема торгов; доступна для внутренних и иностранных инвесторов с 2002 г. с ограничениями
B	USD/HKY	Шанхай (USD), Шэньчжэнь (HKY)	Открыта для отечественных (с 2001 г.) и иностранных инвесторов
H	HKY/RMB	Гонконг	Основной путь доступа к фондовому рынку для иностранных инвесторов

Примечание. Разработано автором на основе [5].

Первые шаги по либерализации рынка ценных бумаг Китая были предприняты в 1999 г., когда в результате ухудшавшегося финансового положения банков правительство начало поиск альтернативного источника финансирования. Так, институциональные инвесторы получили доступ к рынку, а в 2002 г. была запущена программа квалификации иностранных институциональных инвесторов (QFII). Ее целью было предоставление доступа иностранным инвесторам к акциям группы A (табл. 1). Согласно действующему в 2019 г. законодательству институциональными инвесторами могут являться коммерческие банки из числа

100 наиболее крупных банков мира, компании, ведущие деятельность в сфере ценных бумаг не менее 30 лет, и фонды, управляющие не менее чем 10 млрд долл. США [4]. При этом одному квалифицированному инвестору не разрешается держать доли в компаниях группы *A* более 10 % и разрешается не более 20 % для всех иностранных институтов в сумме. С постепенным увеличением списка квалифицированных инвесторов их суммарная квота по состоянию на начало 2019 г. увеличилась до 300 млрд долл. США, что составляет не более 3,5 % от капитализации рынка ценных бумаг. Наряду с программой квотирования инвесторов проводились изменения законодательства, направленные на защиту прав инвесторов [5].

Либерализация рынка ценных бумаг Китая улучшила условия для притока инвестиций, который в 2006 г. достиг пика и составил в абсолютном выражении 68,4 млрд долл. США по данным платежного баланса. Однако, вопреки росту портфельных иностранных инвестиций, очевидно, что квота, составляющая менее 3,5 % от капитализации рынка ценных бумаг Китая, указывает на существенный протекционизм правительства, обуславливающий сохранение контроля за управлением национальными компаниями, что также отражается в законодательстве об акционерных обществах. Согласно отчету о финансовом развитии Всемирного экономического форума, китайский фондовый рынок отстает от наиболее развитых и многих развивающихся рынков (например, Бразилии и Индии) в таких категориях, как надзор за фондовым рынком (38-е место), защита прав миноритарных акционеров (39-е место) и корпоративное управление (31-е место). Низкая позиция китайского рынка ценных бумаг указывает на его недостаточное развитие во многих аспектах.

Инструменты ограничения участия иностранного капитала и защита от получения доступа к управлению компаниями группы *A* приводят к тому, что, как свидетельствуют многие исследования, большая часть инвесторов – частные лица без соответствующей квалификации, которые принимают решения о покупке или продаже не в силу фундаментального анализа деятельности компаний, в которые они инвестируют, а преимущественно на основе действий толпы, слухов и динамики рынка. В 2015 г. агентство *Bloomberg* обнаружило, что в преддверии падения рынка около 60 % брокерских счетов было открыто людьми, не получившими среднего образования. Такая структура рынка приводит к значительной волатильности и, следовательно, подверженности «пузырям», которые в свою очередь дестабилизируют финансовую систему страны. К примеру, в надежде на скорое обогащение, принимая решение об инвестировании на основе текущего роста, большое число непрофессиональных инвесторов могут использовать кредитные средства и открывать маржинальные позиции, что в случае неисполнения инвестиционных ожиданий приводит к их неплатежеспособности. Действительно, анализ дневных цен закрытия индекса *Shanghai Composite* и *S&P500* в период 2007–2019 гг. указывает на более высокую волатильность китайского рынка. Стандартное отклонение логарифмических доходностей китайского индекса более чем на 30 % ниже, чем у *S&P500*, поэтому фондовый рынок Китая в значительной степени больше подвержен резким ценовым колебаниям. При сравнении динамики месячных доходностей стандартное отклонение для китайского рынка выше на 85 % (рис. 5).

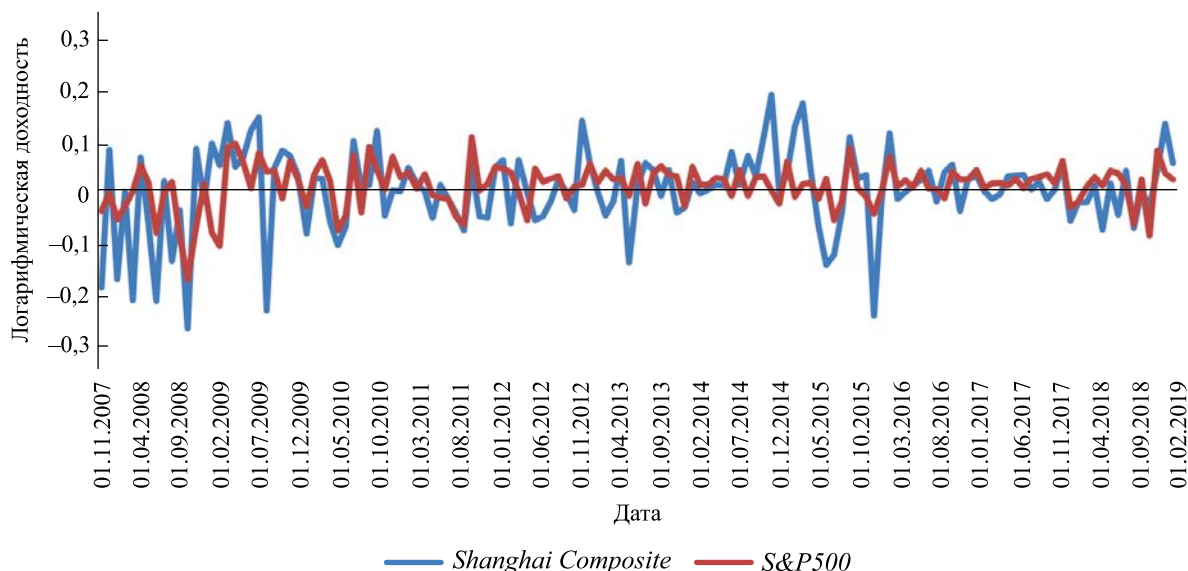


Рис. 5. Динамика логарифмированных месячных доходностей цен закрытия *Shanghai Composite* и *S&P500* (2007–2019 гг.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 5. Log monthly returns of the close prices of the *Shanghai Composite* and *S&P500* (2007–2019)
(developed by the author based on [1])

Так, в 2015 г. правительство Китая сыграло решающую роль в формировании и взрыве «пузыря» на фондовом рынке и в то же время в смягчении эффекта от этого действия. В целях дальнейшего развития новых инструментов и финансирования компаний и сбережения их для домашних хозяйств правительство ускорило темпы активизации рынка ценных бумаг. В рамках этих действий было узаконено маржинальное финансирование, вследствие чего цены акций значительно опередили экономический рост страны. Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая усмотрела в этом рождение «пузыря» и ужесточила маржинальные требования, что вызвало его взрыв (рис. 6). Для смягчения последствий происходило значительное число рыночных интервенций, в рамках которых различные правительственные органы приобретали падающие акции на сумму около 1,5 трлн юаней (220 млрд долл. США). При этом торговля акций определенных компаний и IPO были приостановлены, однако эти действия не прекратили падение, что продемонстрировало несостоятельность государственных интервенций. Было принято решение больше не пытаться мешать естественным рыночным коррекциям и процессам.



Рис. 6. Динамика месячных цен закрытия *Shanghai Composite* (1990–2019 гг.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 6. Monthly close prices of the *Shanghai Composite* (1990–2019)
(developed by the author based on [1])

Одна из ключевых проблем рынка ценных бумаг Китая заключается в том, что при его создании и активизации основной целью было привлечение государственным компаниями дополнительного финансирования, а не создание эффективной системы долевого владения национальными компаниями. Так, при ограничении доступа институциональных инвесторов и роли акционеров регулятором был создан стимул для развития рынка спекулятивного характера, на котором стратегические инвестиции лишены смысла. При этом спрос предполагалось стимулировать за счет эффекта богатства с расчетом на такую национальную особенность, как азартность.

На рис. 7 представлено, что вышеописанные проблемы проявляются в нестабильности портфельных инвестиций в сравнении с рынком США. Основные пики притоков инвестиций происходят в годы рыночных «пузырей» либо предшествующие им, затем следует отток инвестиций, что также указывает на их сугубо спекулятивный характер. Зато в США значительный объем инвестиций пришелся на следующий год после падения индексов (2009). Это указывает на то, что иностранный спрос на ценные бумаги эмитентов США помогает нивелировать падения рынка, а в Китае спрос иностранных инвесторов лишь усугубляет эффект резкого рыночного снижения.

При изучении финансовых показателей в динамике с 2002 г. (см. рис. 8) можно заметить планомерный рост с незначительными падениями, что подтверждают вышеописанные положительные изменения законодательства, регулирующих органов и прочих мер стимулирования развития фондового рынка и финансовой системы в целом. Однако в действительности при сравнении наиболее актуальных данных (см. табл. 2) материковый Китай уступает в развитии США и Гонконгу, несмотря на

второе положение в списке стран с наибольшей капитализацией фондовых рынков. Наиболее низкие значения отмечаются по показателям доступа к финансовым институтам и рынкам, что подтверждает высокую степень закрытости рынка ценных бумаг Китая как для зарубежных инвесторов, так и для национальных.

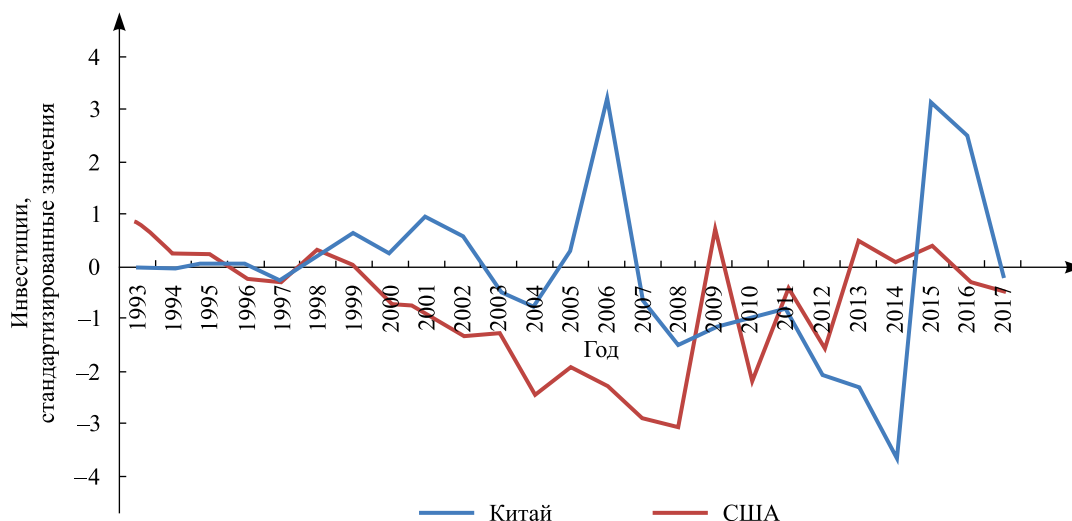


Рис. 7. Динамика (нормированная) портфельных инвестиций в Китай и США (1993–2017 гг.)
(разработано автором на основе [1])

Fig. 7. Portfolio (normalized) investments in China and the United States (1993–2017)
(developed by the author based on [1])

Таблица 2

**Сравнение финансовых систем
по данным индекса финансового развития 2016**

Table 2

**Comparison of financial systems
according to the financial development index 2016**

Индекс	США	Китай	Россия	Гонконг	Беларусь
Индекс финансового развития	0,87	0,65	0,51	0,73	0,18
Индекс доступа к финансовым институтам	0,87	0,47	0,84	0,47	0,26
Индекс эффективности финансовых институтов	0,64	0,86	0,74	0,74	0,72
Индекс финансовых институтов	0,85	0,62	0,61	0,77	0,35
Индекс доступа к финансовым рынкам	0,68	0,36	0,54	0,76	0,01
Индекс финансовых рынков	0,89	0,68	0,40	0,69	0,01

Примечание. Разработано автором на основе [6].

Для дальнейшего развития китайского фондового рынка его основные проблемы должны быть решены. В первую очередь следует ликвидировать систему классификации акций, которая значительно усложняет структуру рынка и, соответственно, может являться отталкивающим фактором для иностранных инвесторов. Также важно принять меры по укреплению позиций институциональных инвесторов как из числа национальных, так и зарубежных в целях повышения ликвидности рынка и совершенствования его структуры. С законодательной точки зрения необходимо применить меры по повышению роли миноритарных акционеров в целях снижения влияния спекулятивного капитала

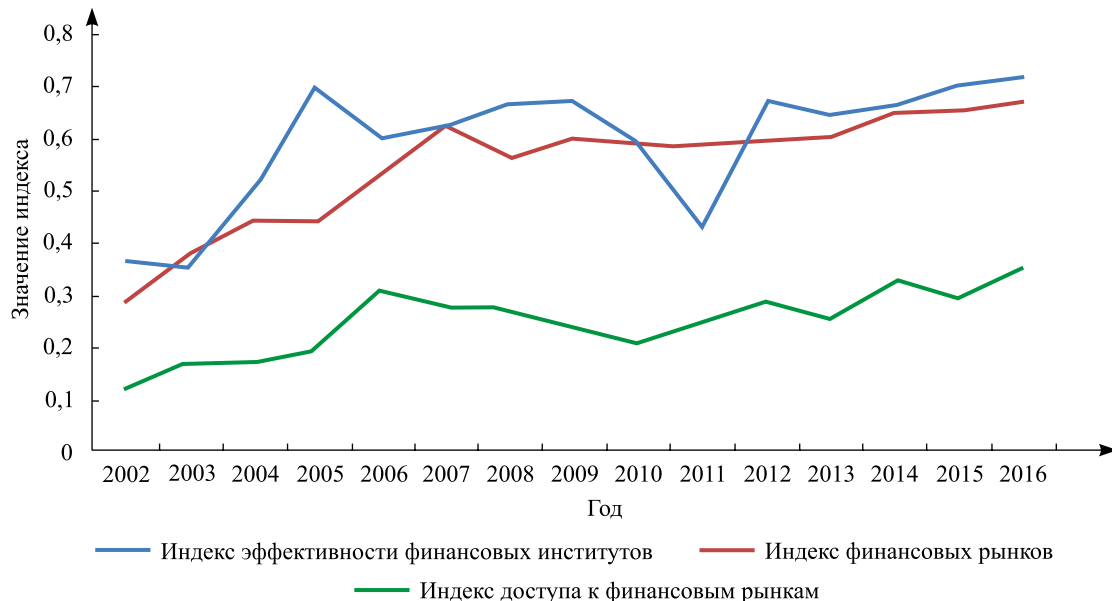


Рис. 8. Динамика основных показателей финансового рынка Китая (2002–2016 гг.)
(разработано автором на основе [6])

Fig. 8. Dynamics of the main indicators of the financial market of China (2002–2016)
(developed by the author based on [6])

и появления стратегических инвестиций. Однако с учетом того, что основная доля в общей капитализации рынка ценных бумаг Китая приходится на государственные компании, то для дальнейшего развития предстоит снизить использование защитных механизмов.

Заключение

Таким образом, ключевые аспекты развития рынка ценных бумаг связаны с высокой степенью протекционизма, а также сравнительно более низким уровнем развития. Инструменты протекционизма базируются на сегментации ценных бумаг на группы, имеющие разные возможности доступа зарубежного капитала, ключевая из которых составляет около 60 % всего рынка и требует прохождения лицензирования зарубежных институциональных инвесторов с ограничением общей суммы инвестиций в размере около 3 % от общей капитализации. Слабое участие зарубежных и национальных институциональных инвесторов снижает ликвидность рынка и увеличивает долю непрофессионального капитала, что ведет к значительному росту волатильности.

Следовательно, анализ опыта Китая показывает, что стабильное развитие может быть достигнуто только в случае создания эффективной системы акционерного капитала с акцентированием внимания на проблеме прав миноритарных акционеров. При этом следует минимизировать возможность проведения государственных рыночных интервенций, так как они могут не только усугубить положение рынка, но и вызвать недоверие к нему. В современных условиях глобализации мировой экономики особенно важно учитывать роль и специфику развития мирового рынка ценных бумаг. Устойчивое положение ценных бумаг компаний, ликвидность их торгов и прочие факторы могут стать не только эффективным инструментом привлечения капитала, но и сильным маркетинговым инструментом, отображающим надежность сотрудничества с компанией.

Библиографические ссылки

1. World Bank open data [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://data.worldbank.org/>.
2. Мошенский СЗ. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. Москва: Экономика; 2010. 240 с.
3. Trading rules of Shanghai stock exchange [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://english.sse.com.cn/trading-membership/rules/c/3977570.pdf>.
4. Order of the China securities regulatory commission [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://english.sse.com.cn/laws/framework/c/4741930.pdf>.
5. Provisional measures on the administration of the domestic securities investment of qualified foreign institutional investors [Internet]. China Securities Regulatory Commission [cited 2019 February 17]. Available from: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/newsfacts/release/200708/t20070810_69192.htm.
6. International monetary fund [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>.

References

1. World Bank open data [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://data.worldbank.org/>.
2. Moshenskij SZ. *Rynok tsennykh bumag: transformatsionnye protsessy* [Securities market: transformation processes]. Moscow: Ekonomika; 2010. 240 p. Russian.
3. Trading rules of Shanghai stock exchange [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://english.sse.com.cn/trad-membership/rules/c/3977570.pdf>.
4. Order of the China securities regulatory commission [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://english.sse.com.cn/laws/framework/c/4741930.pdf>.
5. Provisional measures on the administration of the domestic securities investment of qualified foreign institutional investors [Internet]. *China Securities Regulatory Commission* [cited 2019 February 17]. Available from: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/newsfacts/release/200708/t20070810_69192.htm.
6. International monetary fund [Internet; cited 2019 February 17]. Available from: <http://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>.

*Статья поступила в редколлегию 15.06.2019.
Received by editorial board 15.06.2019.*