

Трошин Николай Николаевич*, старший научный сотрудник сектора экономики зарубежных стран Центра экономических исследований РИСИ.

Возможности трансграничных заимствований российских компаний на азиатских рынках капитала

Длительное время ведущие российские компании формировали инвестиционный капитал преимущественно за счёт привлечения средств с западных финансовых рынков. Однако в 2014 г. в связи с кризисом на Украине ситуация резко изменилась. Введение США и ЕС экономических санкций против России, а также падение цен на нефть и другие основные товары российского экспорта привели к существенному сокращению иностранных заимствований.

Проблемы стали испытывать не только те предприятия, которые напрямую оказались под санкциями со стороны США и их союзников, но и большинство других отечественных компаний. Западные инвесторы в условиях роста политических рисков перестали рассматривать Россию в качестве надёжного заемщика и сократили лимиты на вложения в российские компании, что привело к увеличению для них стоимости заимствований.

В результате внешний долг корпоративного сектора, достигавший по данным Банка России на 1 июля 2014 г. 659,4 млрд дол., уменьшился к концу года на 17 % или 112,6 млрд дол. За 9 месяцев 2015 г. отечественные компании и банки вынуждены были вернуть западным кредиторам ещё 51,9 млрд дол.¹

Наряду с сокращением банковского кредитования резко сузились возможности прямых заимствований на рынке капитала. Так объём средств, который отечественные предприятия и банки привлекли на внешних рынках за счёт выпуска акций, сократился в 2014 г. по сравнению с предыдущим годом с 10,25 млрд дол. до 1,89 млрд дол. (из них половину

* Nikolai.Troshin@riss.ru

¹ Внешний долг Российской Федерации. Внешний долг, рассчитанный в соответствии с методологией шестого издания "Руководство МВФ по платежному балансу и международной инвестиционной позиции" (РПБ6). URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs> (дата обращения: 16. 02. 2016).

принесло IPO² сети гипермаркетов "Лента" на Лондонской фондовой бирже). Одновременно в 5 раз уменьшился и объём эмиссии долговых ценных бумаг (еврооблигаций), сократившийся с 56,2 млрд дол. в 2013 г. до 11,5 млрд дол. в 2014 г.³ В 2015 г. объём выпуска еврооблигаций российскими эмитентами продолжил снижаться и составил всего 4,69 млрд дол.⁴

В этих условиях остро встал вопрос об альтернативных источниках финансирования российского промышленного и банковского секторов. В качестве одного из них можно рассматривать развивающиеся рынки капитала и прежде всего в странах Азии, которые росли в последние два десятилетия наиболее высокими темпами. Ёмкость рынка капитала стран с переходной и развивающейся экономикой к началу 2014 г. достигла 26 трлн дол., и по оценкам западных экспертов может увеличиться к 2030 г. ещё на 160 трлн дол. При этом по прогнозам рынок капитала в Азии продолжит расти опережающими темпами. Ожидается, что к 2030 г. рыночная капитализация акций в этом регионе составит 82,4 трлн дол., а объём находящихся в обращении корпоративных и суверенных облигаций — 42 трлн дол. и 16,5 трлн дол. соответственно⁵.

Вместе с тем азиатский рынок пока не способен обеспечить нерезидентам доступ к капиталу, сопоставимый с развитыми странами. На его долю в конце 2013 г. приходилось всего 11 % глобального рынка. К тому же степень интернационализации рынка в большинстве стран Азии по-прежнему крайне низка. Правительства многих стран, опасаясь увеличения оттока капитала, очень неохотно разрешают иностранным компаниям размещать свои акции на местных биржах. В лучшем случае законодательствами этих стран может быть предусмотрена возможность выпуска нерезидентом облигаций, номинированных в национальной валюте.

На этом фоне выделяются такие оффшорные центры как Гонконг и Сингапур, давно уже включённые в международный рынок капитала, но и они, как показывают исследования⁶, в последние годы заметно уступали фондовым биржам в Лондоне и Нью-Йорке по объёмам трансграничных операций. В то же время крупнейший и наиболее интересный рынок капитала в Азиатско-Тихоокеанском регионе — китайский — всё ещё по большей части закрыт для иностранных эмитентов.

² IPO от англ. Initial Public Offering (первоначальное публичное предложение) — первое предложение акций компании для покупки неограниченному числу лиц, в результате которого она становится публичной.

³ Итоги 2014 г.: Россия налево, капитал направо. URL: <http://www.interfax.ru/business/415719> (дата обращения: 31.01.2016).

⁴ Группа индексов: Рынок еврооблигаций (Россия). Новые выпуски еврооблигаций РФ. URL: http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=93&type_id=289 (дата обращения: 31.01.2016).

⁵ Credit Suisse Research Institute, Emerging capital markets: The road to 2030. URL: <https://www.credit-suisse.com/lu/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html> (дата обращения: 31.01.2016).

⁶ PricewaterhouseCoopers, "Equity sans frontiers". Trends in cross-border IPOs and an outlook for the future, 2012. URL: <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/ipo-cross-border-survey.jhtml> (дата обращения: 31.01.2016).

Перспективы выхода на китайский рынок капитала

Китайский рынок акционерного капитала, несмотря на резкие колебания фондовых индексов, которые имели место в июне–июле 2015 г., остается одним из самых быстро растущих в мире. Его капитализация увеличилась с 0,5 трлн дол. в 2003 г. до 8,2 трлн дол. в 2015 г. По этому показателю Китай уступает сегодня только США, а по объёму торгов даже опережает их. Среднемесячный оборот на биржах материкового Китая в 2015 г. достиг уровня 3,4 трлн дол. по сравнению с 2,5 трлн дол. на биржах в США⁷.

Динамичности китайскому рынку добавил запуск в ноябре 2014 г. "моста" между фондовыми биржами в Шанхае и Гонконге. С одной стороны, китайские инвесторы получили доступ к акциям иностранных компаний, включённым в листинг Гонконгской биржи, с другой — иностранные инвесторы приобрели ещё одну возможность вложиться в китайские акции. Расширение доступа нерезидентов к сделкам с акциями китайских компаний способствовало резкому оживлению торгов на Шанхайской бирже. Всего за месяц функционирования "моста", в декабре 2014 г., объём торговли на этой площадке вырос на 132 %, а рыночная капитализация увеличилась на 20 %⁸.

Высокая активность в Китае наблюдается и на рынке первичных размещений. Этому в немалой степени содействует деятельность Китайской комиссии по регулированию рынка ценных бумаг (CSRC). В 2012 г., после резкого снижения интереса инвесторов к новым выпускам акций, комиссия приостановила проведение IPO и приступила к разработке новых правил эмиссии акций. В частности от компаний потребовали не завышать цену размещения, чтобы обеспечить последующий рост курсовой стоимости. А директорам и топ-менеджерам было запрещено продавать принадлежащие им пакеты акций в течение первых шести месяцев с момента проведения IPO. При этом если котировки акций за это время опустятся ниже цены размещения, то срок такого запрета автоматически увеличится до двух лет⁹.

В результате после снятия запрета в 2014 г. в ходе 125 первичных размещений (IPO) на биржах в Шанхае и Шеньчжэне было привлечено 12,8 млрд дол. В 2015 г. объём привлечённого капитала составил 25,7 млрд дол. (220 сделок). При этом на фоне резкого снижения стоимости обращающихся на биржах ценных бумаг, китайский регулятор приостанавливал в июле–октябре 2015 г. проведение IPO. В ноябре размещения возобновились и 28 компаний, в основном предприятия малого и среднего

⁷ World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly reports. December, 2015. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

⁸ Ibid.

⁹ Китай снимет мораторий на проведение IPO, 2 декабря 2013 г. URL: <http://www.rcb.ru/news/236816/> (дата обращения: 31.01.2016).

бизнеса, получившие ранее разрешение от комиссии по ценным бумагам, смогли выйти на рынок¹⁰.

Вместе с тем следует отметить, что с открытием взаимного доступа к торгам на биржах в Шанхае и Гонконге обороты в большей степени увеличились на Шанхайской фондовой бирже. В январе–ноябре 2015 г. они выросли на 378 % по сравнению с аналогичным периодом 2014 г., тогда как на бирже Гонконга рост объёмов торговли составил всего 50 %¹¹, что свидетельствует об отсутствии, вопреки прогнозам, повышенного интереса со стороны собственно китайских инвесторов к акциям иностранных компаний.

Как бы то ни было, но китайский рынок акций остаётся закрытым для размещения бумаг эмитентами из других стран. Государственный совет КНР ещё в 2009 г. одобрил разработку мер по включению акций и депозитарных расписок иностранных компаний в котировальные списки Шанхайской фондовой биржи¹². В ноябре 2011 г. исполнительный вице-президент Шанхайской биржи сообщил, что работа над технологическими и нормативными требованиями завершена, и торги акциями иностранных эмитентов могут начаться "в любое подходящее время"¹³. Однако до сих пор этого так и не произошло.

Больше возможностей имеется по выходу на внутренний рынок китайских облигаций. По объёму находящихся в обращении бумаг, который оценивается в 6 трлн дол. по состоянию на конец 2015 г., он является третьим после американского и японского¹⁴. Ещё в 2005 г. Азиатский банк развития, вместе с Международной финансовой корпорацией добились от властей КНР разрешения выпустить облигации, номинированные в юанях, получившие название "panda bonds", на общую сумму 2,13 млрд юаней (350 млн. дол.)¹⁵. Однако широкого развития эта инициатива тогда не имела из-за чрезмерных административных сложностей с получением разрешения на выпуск облигаций и жёсткими требованиями к раскрытию информации, а также невозможностью репатриации выручки в юанях, полученной от размещения облигаций.

¹⁰ EY Global IPO Trends 2015 Q4. P.10. 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) (дата обращения: 31.01.2016).

¹¹ World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly reports. November, 2015. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

¹² Plans to Allow Foreign Companies to List in Shanghai Stock Exchange Underway. May 13, 2009. URL: <http://www.china-briefing.com/news/2009/05/13/plans-to-allow-foreign-companies-to-list-in-shanghai-stock-exchange-underway.html> (дата обращения: 31.01.2016).

¹³ China 'Basically Ready' to Allow Foreign Firms to Sell Stock. November 14, 2011. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-13/china-ready-to-allow-foreign-firms-to-sell-stock-exchange-official-says> (дата обращения: 15.02.2016).

¹⁴ South Korea 'panda' bond five times subscribed. December, 15, 2015. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz3xnQXyXR8> (дата обращения: 31.01.2016).

¹⁵ Chinese Yuan's Growing Clout Spurs 'Panda' Bonds. December 10, 2015. URL: <http://www.theepochtimes.com/n3/1918207-chinese-yuans-growing-clout-spurs-panda-bonds/> (дата обращения: 31.01.2016).

Единственной новой сделкой стала программа автомобильного концерна Daimler AG, предполагавшая эмиссию годовых облигаций на общую сумму по номиналу 5 млрд юаней. Первый транш в размере 500 млн юаней был выпущен в марте 2014 г. под 5,2 %, после чего концерн ещё дважды выходил на китайский рынок. Последний транш на 3 млрд юаней был размещён в апреле 2015 г.¹⁶

Административные барьеры корпорация обошла, согласившись на проведение частного размещения, т. е. среди заранее определённого ограниченного круга лиц, выручка же была направлена на реализацию проектов внутри Китая. При этом аналитики обращали внимание, что учитывая стоимость заимствований (5,2 % по сравнению с 2,6 %, выплачиваемых компанией Daimler в среднем по другим облигациям), выпуск бумаг на внутреннем китайском рынке имел для концерна характер не столько привлечения финансирования, сколько продвижения бренда¹⁷.

В июле 2015 г. Народный банк Китая, в преддверии обсуждения в МВФ вопроса о включении юаня в корзину резервных валют, существенно облегчил доступ иностранных инвесторов на внутренний рынок облигаций. Желая привлечь серьезных международных игроков, китайский денежный регулятор дал разрешение на выпуск облигаций в юанях таким крупнейшим финансовым организациям как HSBC и Bank of China (Hong Kong) — на 1 и 10 млрд юаней соответственно. В конце сентября 2015 г. каждый из них разместил на межбанковском рынке Китая трёхлетние облигации на сумму 1 млрд юаней (157 млн. дол.) под 3,5 % годовых. В декабре того же года к ним присоединился один из старейших международных банков Standard Chartered. Он также выпустил трёхлетние облигации на сумму 1 млрд юаней с доходностью 3,5 %. Тогда же были размещены и первые суверенные "panda bonds". Трёхлетние бумаги были эмитированы правительством Республики Корея на сумму 3 млрд юаней (464 млн. дол.) с доходностью 3 %. При этом объём подписки превзошёл объём предложения в 5 раз¹⁸.

В планах на 2016 г. стоял выпуск "panda bonds" канадской провинцией Британская Колумбия. Предполагалось, что он составит от 3 до 6 млрд юаней (938 млн дол.). О своём интересе к размещению облигаций в юанях заявили правительства Индонезии и России, а также Экспортно-Импортный Банк Кореи и российский Внешэкономбанк. О намерении разместить облигации в юанях ещё в мае 2015 г. заявлял "Газпром", получивший наивысший рейтинг кредитоспособности — "AAA" со стабильным прогнозом от китайского агентства Dagong¹⁹.

Несмотря на значительное увеличение объёма эмиссии "panda bonds" (за 2015 г. их было размещено больше, чем за все предшествующие 10 лет), он все ещё значительно уступал на тот период выпуску облигаций,

¹⁶ Panda bonds set to multiply, as China opens up market. URL: <http://www.reuters.com/article/china-debt-bonds-idUSL4N11N3E720150921> (дата обращения: 31.01.2016).

¹⁷ Ibid.

¹⁸ South Korea 'panda' bond five times subscribed. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html> (дата обращения: 31.01.2016).

¹⁹ Крупнейшее независимое китайское рейтинговое агентство Dagong присвоило "Газпрому" наивысший рейтинг кредитоспособности. URL: <http://www.gazprom.ru/press/news/2015/february/article217143/> (дата обращения: 31.01.2016).

номинированных в так называемых оффшорных юанях, известных также как "dim sum bonds".

Впервые номинированные в юанях облигации за пределами КНР были выпущены в Гонконге в 2007 г. Китайским банком развития. До июля 2010 г. их эмиссию могли осуществлять только китайские или гонконгские банки, однако затем это ограничение было снято и рынок "dim sum bonds" начал стремительно развиваться (рис. 1). Не только зарубежные банки, но и промышленные компании и даже правительства некоторых стран выпустили собственные облигации, номинированные в юанях.

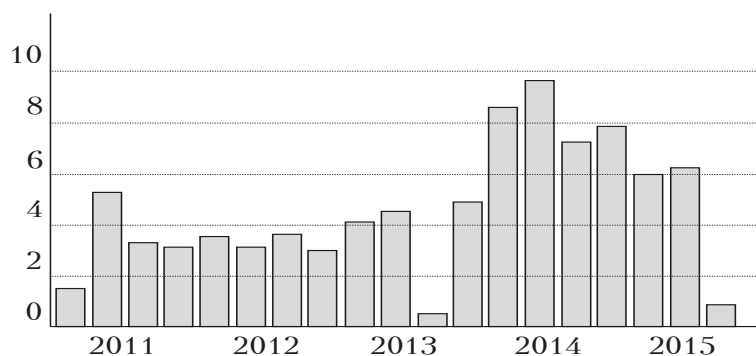


Рис. 1. Объем эмиссии облигаций в оффшорных юанях (квартальные данные в млрд дол.)

Источник: по данным компании Dialogic

При этом география их размещения существенно расширилась. Тем не менее, Гонконг сохраняет за собой лидирующие позиции на рынке "dim sum bonds". По данным на конец октября 2015 г. здесь находилось в обращении таких облигаций на сумму 367 млрд юаней по номиналу²⁰. В то же время на Люксембургской фондовой бирже, которая является крупнейшим центром размещения облигаций в оффшорных юанях за пределами азиатского региона, их обращалось на общую сумму по номиналу всего 33,5 млрд юаней²¹.

Основными эмитентами выпущенных в Гонконге облигаций в оффшорных юанях являются китайские и гонконгские предприятия и банки. На них приходится 22 % и 19 % таких облигаций соответственно. Ещё 18 % облигаций эмитировано в Гонконге министерством финансов Китая. Всего, таким образом, на Китай приходится 40 % всех облигаций, номинированных в оффшорных юанях, которые обращаются на Гонконгской фондовой бирже. Между тем среди эмитентов Люксембургской фондовой биржи его доля существенно ниже и составляет только 5 %. Зато здесь активно размещаются европейские и американские компании²².

²⁰ Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong. The Global Offshore Renminbi Business Hub. January 2016. P. 10.

²¹ RMB Bonds, as on January, 30, 2016. URL: <https://www.bourse.lu/renmimbonds-trading> (дата обращения: 30.01.2016).

²² Посчитано автором на основании данных соответствующих бирж. — Прим. авт.

Несмотря на бурный рост, особенно в 2014 г., рынок "dim sum bonds" всё ещё далек от зрелости. Средний объём эмиссии облигаций, номинированных в оффшорных юанях, на Гонконгской бирже не превышает 1,5 млрд юаней (около 238 млн дол.), при этом средний размер выпуска долларовых облигаций на той же бирже составляет 500 млн дол. Кроме того, среди облигаций в оффшорных юанях высока доля краткосрочных бумаг. По состоянию на конец 2015 г. из 146 облигаций, учтённых в индексе Citibank, 74 % имели срок обращения от одного до трёх лет²³.

Относительно короткие сроки заимствований связаны в первую очередь с незавершённостью осуществляемой Народным банком Китая либерализации валютных операций, в том числе связанных с движением капитала. Возникающие в результате риски резкого изменения курса юаня, как это имело место в августе 2015 г., заставляет эмитентов страховаться за счёт сокращения сроков обращения выпускаемых бумаг. Этим же объясняется и более высокая стоимость заимствований в юанях.

Средняя доходность по облигациям в оффшорных юанях, которые отслеживаются аналитиками Citibank, составила в декабре 2015 г. 5,19 % (при средней ставке купона 4,24 %). В то же время средняя доходность азиатских облигаций, номинированных в долларах, по их расчётам, равнялась 4,32 %. Ещё ниже доходность на американском и европейском рынке корпоративных облигаций: 3,4 % и 1,5 % соответственно. При этом средние сроки их обращения в США составляли 6,9 лет, а в Европе 5,2 года по сравнению с 2,3 года на рынке "dim sum bonds"²⁴.

Российские предприятия уже имеют опыт выпуска облигаций, номинированных в оффшорных юанях. Три государственных банка (ВТБ, Газпромбанк и Россельхозбанк), а также банк Русский стандарт разместили на Ирландской бирже вместе шесть выпусков на общую сумму по номиналу 6,75 млрд юаней (более 1 млрд дол.). Однако большая часть из них уже погашена. Последний раз облигации в оффшорных юанях размещались 23 января 2014 г., тогда Газпромбанк выпустил трёхлетние бумаги на сумму 1 млрд юаней с доходностью 4,25 % годовых²⁵. В апреле 2014 г. появилась информация, что "Газпром" рассматривает предложения по организации выпуска облигаций в оффшорных юанях²⁶, но он так и не состоялся.

В 2015 г. активность на рынке облигаций в оффшорных юанях заметно сократилась. Впервые было зафиксировано снижение как объёма средств, привлечённых в результате размещения новых выпусков, так и числа эмиссий. По данным информационного агентства Thomson Reuters в 2015 г. количество первичных размещений сократилось на 35 %

²³ Dim Sum (Offshore CNY) Bond Index. December 31, 2015. URL: https://www.yieldbook.com/x/ixFactSheet/factsheet_monthly_dimsum.pdf (дата обращения: 31.01.2016).

²⁴ Hong Kong Exchange, Inside Fixed Income and Currency (FIC) Monthly Newsletter, Issue No. 6, June 2015. P. 1.

²⁵ ГПБ разместил 3-летние евробонды на 1 млрд юаней под 4,25%. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=3612629> (дата обращения: 31.01.2016).

²⁶ Газпром может разместить "символический" выпуск евробондов в юанях — источники. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=3677131> (дата обращения: 31.01.2016).

до 392, а объём привлечённых средств — на 51,7 % до 163,1 млрд юаней (24,8 млрд дол.)²⁷.

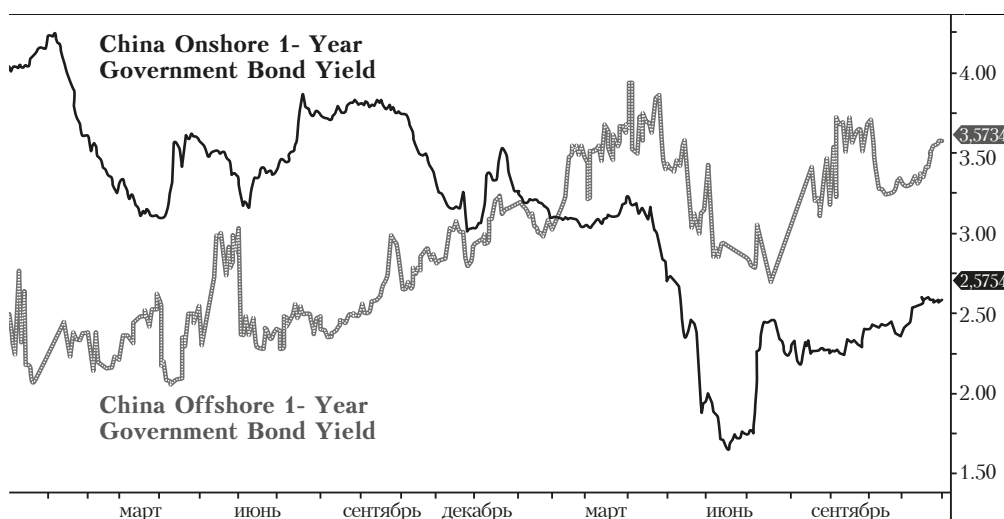


Рис. 2. Динамика доходности государственных облигаций Китая на внутреннем и внешнем рынке в 2014–2015 гг.

Источник: по данным агентства Bloomberg

Уменьшение объёма эмиссии произошло главным образом за счёт китайских эмитентов, для которых стоимость заимствований на внешнем рынке значительно увеличилась по сравнению с внутренним (рис. 2). Так, в частности, доходность по однолетним облигациям правительства Китая на Шанхайской бирже снизилась в 2015 г. до 2,58 %, что почти на 100 базисных пунктов ниже доходности по аналогичным бумагам, номинированным в оффшорных юанях. Между тем ещё в декабре 2014 г. последние давали премию в размере 9 базисных пунктов по сравнению с облигациями на внутреннем рынке²⁸.

Эти изменения произошли вследствие ряда мер, принятых Народным банком Китая в 2015 г. в целях ограничения вывода национальной валюты за границу. В результате рост депозитов в оффшорных юанях резко замедлился. В Гонконге он упал до минимального за последние два года уровня, что и вызвало рост процентных ставок, а также сокращение объёмов эмиссии облигаций, номинированных в оффшорных юанях. В то же время на внутреннем рынке китайский Центробанк проводил более мягкую политику, неоднократно снижая процентную ставку, что привело к существенному снижению стоимости заимствований.

²⁷ Thomson Reuters, Debt Capital Market Review, Full Year 2015. URL: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Global_Debt_Capital_Markets_Review.pdf (дата обращения: 31.01.2016).

²⁸ Yuan IMF Win Awakens Sleepy Panda Bond Market as Pipeline Builds. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-01/yuan-imf-win-awakens-sleepy-panda-bond-market-as-pipeline-builds> (дата обращения: 25.02.2016).

Многие эксперты предполагают, что такая политика будет продолжена и в 2016 г., предвещая скорый закат рынка "dim sum bonds" и считая выпуск "panda bonds" предпочтительным. Тем не менее, в декабре 2015 г. объём депозитных сертификатов в оффшорных юанях неожиданно вырос, подскочив до рекордной суммы в 66,1 млрд юаней (10,2 млрд долл)²⁹. Таким образом, можно предположить возрождение интереса иностранных компаний к эмиссии облигаций в оффшорных юанях. Во всяком случае до тех пор, пока не будет облегчена процедура выхода на внутренний рынок заимствований в Китае.

Возможности привлечения средств в Гонконге и Сингапуре

В отличие от большинства других рынков капитала, биржи в Гонконге и Сингапуре предоставляют иностранным инвесторам на выбор либо напрямую размещать свои акции, либо выпустить депозитарные расписки. При этом требования к раскрытию информации здесь ненамного отличаются от тех, что приняты на биржах в Лондоне или Нью-Йорке. В то же время по объёму капитализации с ними может сравниться только биржа в Гонконге, где она достигла 3,2 трлн дол. по итогам 2015 г.

Сингапурская биржа значительно уступает Гонконгской как по размерам рыночной капитализации (0,6 трлн дол.), так и по общему числу компаний, включённых в листинг (769 по сравнению с 1 866). Однако она значительно превосходит её по уровню интернационализации. Если на Гонконгской бирже доля иностранных компаний в листинге не превышает 5 %, то в Сингапуре на них приходится 38 %. Правда в основном иностранные компании, зарегистрированные на Сингапурской бирже, являются резидентами других стран АТР, доля европейских и американских компаний среди них невелика (3 % и 1 % соответственно). При этом больше 40 % иностранных компаний являются китайскими, ещё 15 % — гонконгскими³⁰.

В последние годы сформировалась тенденция к сокращению числа иностранных компаний в листинге Сингапурской биржи — с 322 в ноябре 2010 г. до 286 в декабре 2015 г. В том числе уменьшилось и количество китайских компаний.

Чтобы поддержать привлекательность Сингапура для эмитентов из КНР, биржа в сотрудничестве с китайским регулятором рынка ценных бумаг (CSRC) ввела для них в ноябре 2013 г. механизм прямого листинга. Однако это не позволило пока переломить ситуацию. Число китайских компаний, которых в ноябре 2010 г. насчитывалось 157, упало до 141 в сентябре 2013 г., затем до 128 в сентябре 2014 г. и до 121 в декабре 2015 г.³¹

²⁹ Hong Kong Exchange, Inside Fixed Income and Currency (FIC) Monthly Newsletter, Issue No. 12, December 2015. P. 5.

³⁰ Why SGX. URL: http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/why_sgx (дата обращения: 31.01.2016).

³¹ Singapore Exchange, Market Statistic Report. September 2014. P. 25.

По объёму средств, привлекаемому на первичном рынке акций, Сингапурская биржа также значительно уступает Гонконгу. В 2012–2015 гг. здесь было привлечено всего 22,7 млрд дол. (в том числе за счёт IPO — 11,7 млрд дол.) по сравнению с 352,9 млрд дол. на Гонконгской бирже (из них 97,1 млрд дол. за счёт IPO). В тоже время объём и доля трансграничных сделок IPO выше в Сингапуре. В 2012–2014 гг. 23 иностранные компании привлекли здесь 5,5 млрд дол. (48 % всего капитала, собранного в ходе IPO), тогда как в Гонконге за тот же период прошло только 12 трансграничных сделок, а сумма полученных средств составила всего 1,9 млрд дол. (менее 3 % всего объёма). Впрочем, львиная доля капитала, привлекаемого на Сингапурской бирже в ходе трансграничных сделок IPO, как правило, приходится на одну–две компании, как это было, например, в 2013 г., когда 1,1 млрд дол. из общего объёма в 1,5 млрд дол. был выручен от размещения акций тайваньского оператора кабельного телевидения³².

Что касается Гонконгской биржи, то она всё больше превращается в площадку по размещению акций китайскими компаниями. В 2015 г. объём привлечённых ими средств, хотя и сократился на 16 % по сравнению с 2014 г. (с 72 млрд дол. до 60,6 млрд дол.)³³, но составил 43 % от общего объёма капитала, полученного в ходе IPO и последующих размещений. В результате, если в конце 2004 г. на компании материкового Китая приходилось 30 % рыночной капитализации обращающихся на Гонконгской бирже акций, то в конце 2015 г. их доля превысила 62 %³⁴.

В целом же, как показало исследование, проведённое аналитиками компаний PwC и Baker & McKenzie, Гонконг и Сингапур выступают в качестве регионального центра привлечения трансграничного капитала. В основном здесь проводят IPO эмитенты из других стран АТР. В то же время число компаний, зарегистрированных в Европе или Америке, которые решили бы размещать свои акции на местных биржах, не велико. В особенности это относится к Сингапурской бирже, где в 2002–2011 гг. только две из 183 трансграничных сделок были организованы для европейских компаний³⁵.

Рынок долговых обязательств в Гонконге и Сингапуре позволяет заимствовать средства в самых разных валютах. Но по количеству лидирует Сингапурская биржа, где в 2014 г. были размещены облигации, номинированные в 14 различных валютах, тогда как в Гонконге — только в семи. Впрочем, в 2015 г. это разнообразие сократилось до 10 и 6 валют соответственно.

Сингапур опережает Гонконгскую биржу и по объёму средств, привлекаемых за счёт эмиссии облигаций. Если на Сингапурской бирже

³² World Federation of Exchanges, Statistics, IPO Database. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database> (дата обращения: 31.01.2016).

³³ Equity Funds Raised by China-related Companies. URL: http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_fr.htm (дата обращения: 31.01.2016).

³⁴ Market Capitalisation of China-related Stocks. URL: http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_mc.htm (дата обращения: 31.01.2016).

³⁵ PricewaterhouseCoopers, "Equity sans frontiers". Trends in cross-border IPOs and an outlook for the future, 2012.

выручка от размещения долговых обязательств в 2015 г. составила 118 млрд дол. (сократившись на 29,6 % по сравнению с 2014 г.), то в Гонконге за счёт эмиссии облигаций было привлечено 96,8 млрд дол. (на 21,9 % меньше, чем в 2014 г.). Причём до 2010 г. этот разрыв был заметнее. В 2007–2009 гг. средний объём привлечения капитала за счёт эмиссии облигаций составлял в Гонконге 6,3 млрд дол. в год по сравнению с 91,8 млрд дол. в Сингапуре³⁶.

Интернационализация юаня и соответствующий рост интереса со стороны инвесторов к облигациям, номинированным в этой валюте, позволил Гонконгской бирже существенно сократить отставание от Сингапура по объёмам эмиссии. В среднем за 2013–2015 гг. на юань пришлось 12,8 % от всех размещённых в Гонконге облигаций. На Сингапурской бирже интерес к облигациям в юанях существенно ниже, их доля в 2014–2015 гг. составила всего 3,5 % от общего объёма эмиссии³⁷.

Вместе с тем, подавляющее большинство облигаций, которые размещаются на биржах Сингапура и Гонконга, номинированы в долларах США. На них приходится 72 % облигаций, размещённых в Сингапуре в 2014–2015 гг., и 76 % — в Гонконге. Правда, в 2014 г. позиции доллара на Гонконгской бирже были потеснены за счёт двукратного роста эмиссии облигаций, номинированных в оффшорных юанях. Но в 2015 г., на фоне снижения активности на рынке "dim sum bonds" (объём их эмиссии упал со 129 млрд юаней до 45,5 млрд юаней), доля выпуска долларовых облигаций вновь увеличилась, превысив 80 %³⁸.

На долю облигаций, номинированных в национальных валютах (сингапурском и гонконгском долларах) приходится соответственно 9 % и 7 % от всего объёма размещённых бумаг. При этом эмитентом облигаций в гонконгских долларах выступает преимущественно местная администрация. Перекрестные эмиссии (т. е. выпуск облигаций, номинированных в гонконгских долларах, в Сингапуре) невелики и не превышают 0,5 % от общего объёма размещения.

Российские компании не имеют большого опыта размещения ценных бумаг на биржах Гонконга и Сингапура. Фактически единственной крупной сделкой было IPO, проведённое Объединённой компании РУСАЛ³⁹

³⁶ World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly Report, December, 2007–2015. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016)

³⁷ Посчитано автором на основании: HKEx Securities and Derivatives Markets Quarterly Report. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/qtrpt/qtrstat.htm> (дата обращения: 31.01.2016); SGX Listed Debt Securities. URL: <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/listing-debt-securities/details?tab=1> (дата обращения: 31.01.2016).

³⁸ HKEx Securities and Derivatives Markets Quarterly Report URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/qtrpt/qtrstat.htm> (дата обращения: 31.01.2016), расчет автора.

³⁹ Формально размещались акции холдинга (UC Rusal), зарегистрированного на о. Джерси. Кроме того, на бирже Гонконга обращаются акции компании IRC, добывающей железную руду на российском Дальнем Востоке, но зарегистрированной в том же Гонконге. — *Прим. авт.*

на Гонконгской бирже в январе 2010 г., в ходе которого было привлечено 2,2 млрд дол. Многие отечественные компании после этого заявили о намерении разместить здесь свои акции. Но до реальных сделок дело так и не дошло.

Одной из причин этого стали довольно жёсткие по российским меркам требования к составу совета директоров и корпоративному управлению. С ними столкнулся ещё РУСАЛ при подготовке проспекта эмиссии. Компании так и не удалось снять все претензии биржи. В результате розничные инвесторы не получили права приобретать акции РУСАЛа. По сообщению агентства Интерфакс от 18 января 2016 г., об исключениях для себя с руководством Гонконгской биржи, скорее всего, придётся договариваться ОАО "Газпром"⁴⁰. Ранее компания уже добилась включения своих глобальных депозитарных расписок, которые торгуются на биржах Европы, в официальный лист Сингапурской биржи с 17 июня 2014 г., но возможность заключать сделки с ними также была ограничена исключительно институциональными и другими квалифицированными инвесторами⁴¹.

Между тем именно на розничных инвесторов приходится от 30 % до 40 % объёма размещаемых в Гонконге и Сингапуре ценных бумаг. Так, например, в презентации Сингапурской биржи, сделанной для австралийских эмитентов в октябре 2015 г., подчёркивалось, что на этой площадке имеют возможность приобретать ценные бумаги 220 тыс. жителей Юго-Восточной Азии, не говоря уже о 33 тыс. граждан Китая и 14 тыс. граждан Индии⁴².

Другой проблемой, которую придется решать эмитентам из России, является негативный опыт, полученный инвесторами в акции РУСАЛа. В первый же день торгов на Гонконгской бирже они упали на 11 % ниже цены размещения. Руководство компании списало это на общую конъюнктуру рынка, однако большинство местных аналитиков сошлись во мнении, что на поведении инвесторов сказалась тяжесть вокруг приобретения компанией бокситно-глиноземного комплекса в Гвинее. Правительство этой страны сочло, что в проспекте эмиссии представлена не вся информация о данном конфликте и направило соответствующее письмо на Гонконгскую биржу, о чём стало известно накануне начала торгов. В результате потребовался год, прежде чем котировки акций РУСАЛа превысили цену размещения. Тем не менее, местные инвесторы и в 2014 г. ссылались на эту историю, когда речь заходила о вложениях в ценные бумаги российских эмитентов. По их мнению, даже компаниям с мировым именем необходимо прикладывать усилия, чтобы продемонстрировать свою открытость и транспарентность, надёжность и предсказуемость⁴³.

⁴⁰ Гонконгская биржа сняла ограничения на листинг российских компаний. URL: <http://www.interfax.ru/business/490124> (дата обращения 31.01.2016).

⁴¹ Admission of Global Depository Shares to the Official List of SGX-ST. June 16, 2014. URL: http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/company_disclosure/company_announcements (дата обращения: 16.02.2016).

⁴² *Simon Lim*. Singapore Capital Market for AusIMM. Sidney. October 2015. P. 12.

⁴³ Что мешает российским компаниям разместиться в Азии. 28 октября 2014 г. URL: <http://www.rbc.ru/newspaper/2014/10/28/56bd844e9a7947299f72c766> (дата обращения: 31.01.2016).

Трансграничные заимствования на других рынках капитала

Третьим (после Китая и Японии) по величине рынком капитала в Юго-Восточной Азии располагает Республика Корея. После кризиса 1997 г., вызванного резким оттоком "горячих денег" с банковских депозитов ряда стран региона, корейское правительство решило сделать ставку на развитии собственного рынка капитала. В результате, если в 1990-е гг. за счёт банковского кредитования финансировалось около 54 % общего объёма инвестиций, то в уже в 2002 г. — 41 %. В 2013 г. менее 37 % средств, привлечённых корейскими компаниями, приходилось на банковские кредиты, тогда как за счёт выпуска акций и облигаций было получено 16,2 % и 35,6 % соответственно⁴⁴.

В рамках усилий, направленных на содействие развитию рынка капитала, в Корее были приняты меры и по его интернационализации. Однако их результативность остаётся под вопросом. Так, несмотря на то, что иностранные компании имеют право размещать свои акции на Корейской фондовой бирже, их число относительно невелико. После первого листинга, состоявшегося в 2007 г., этой возможностью за три года воспользовалось 17 компаний. Однако с конца 2010 г. их число перестало расти и даже сократилось до 13 в ноябре 2013 г.

Открыт для нерезидентов и корейский рынок облигаций. Ещё в 1995 г. Азиатский банк развития получил право выпустить облигации в вонх, получившие название "arirang bond". С 1999 г., после принятия закона о либерализации валютного рынка, это право получили и частные иностранные компании, что ускорило развитие рынка. Но объём облигаций в вонх, выпущенных нерезидентами, быстро скатился с максимумов, достигнутых в 2001 г., когда их находилось в обращении на сумму 815,6 млрд вон (около 0,7 млрд дол.). Уже в 2005 г. сумма оставшихся в обращении облигаций упала до 235 млрд вон и к 2015 г. в обращении не осталось ни одного выпуска облигаций в вонх, где бы эмитентом выступал нерезидент⁴⁵.

Индийский рынок акционерного капитала опережает корейский по величине, однако правительству не удаётся пока добиться его устойчивого роста. Если капитализация корейского рынка увеличилась в декабре 2015 г. на 9,7 % (до 1,2 трлн дол.) по сравнению с декабрем 2007 г., то индийский рынок всё ещё не может вернуться на уровень до кризиса 2008–2009 гг. Его капитализация в декабре 2015 г. составляла менее 1,5 трлн дол., что на 10,5 % ниже уровня декабря 2007 г.⁴⁶

ния: 16.02.2016); За деньгами в Китай. 10 ноября 2014 г. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2014/11/10/6296289.shtml> (дата обращения: 16.02.2016).

⁴⁴ Korea Financial Investment Association, 2014 Capital Market in Korea. June 2014. P. 17.

⁴⁵ Jonathan A. Batten, Peter G. Szilagyi. Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea, IIS Discussion Paper. № 138. May 2006. URL: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisd138.pdf> (дата обращения 31.01.2016).

⁴⁶ World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly Report. December, 2007; December, 2015. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

В 2004 г., в рамках усилий по интеграции индийской экономики в мировой рынок, правительство этой страны приняло закон, разрешавший иностранным компаниям размещать свои акции на местном рынке только в форме депозитарных расписок (IDR). Механизм их выпуска в целом аналогичен принятому для американских (размещаемых в США) или глобальных депозитарных расписок. Однако из-за отсутствия ясности по вопросам налогообложения широкого распространения эта инициатива не получила. Единственной компанией, воспользовавшейся до настоящего времени предоставленной возможностью, стал британский банк Standard Chartered, который в мае 2010 г. привлёк таким образом 24,9 млрд рупий (530 млн дол.)⁴⁷. Впрочем, правительство Индии продолжает работать над совершенствованием законодательства.

Более успешно развивается рынок номинированных в индийских рупиях международных облигаций. Если в конце 2013 г. в обращении находилось таких облигаций на общую сумму 2,43 млрд дол., то уже к июлю 2015 г. их объём увеличился до 6,89 млрд дол. Новые бумаги получили от экспертов название "masala bonds"⁴⁸. В планах индийского правительства повторить успех рынка "dim sum bonds".

Росту рынка облигаций в рупиях способствовала деятельность входящей в группу Всемирного банка Международной финансовой корпорации (МФК), которая в апреле 2014 г. приняла решение удвоить заимствования в рупиях и довести объём эмиссии своих облигаций в этой валюте до 2 млрд дол. по номиналу. В рамках этой программы МФК дополнительно выпустила в 2015 г. четыре транша облигаций в рупиях на сумму 14,7 млрд рупий (около 233 млн дол.). Их размещение производилось на Сингапурской бирже, что также способствовало развитию азиатского рынка капитала.

Организационные проблемы размещения на азиатских рынках

Помимо отмеченной выше узости азиатского рынка капитала и его явно выраженной региональной направленности, российские компании сталкиваются здесь с серьёзными организационными проблемами.

В феврале 2015 г. Россия присоединилась к Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), что формально открывало отечественным компаниям дорогу для листинга на Гонконгской бирже. Однако потребовался ещё почти год переговоров, прежде чем её руководство согласилось включить Россию в число официально приемлемых

⁴⁷ StanChart IDR priced at Rs 104. May 31, 2010. URL: <http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/StanChart-IDR-priced-at-Rs-104/articleshow/5992626.cms?> (дата обращения: 31.01.2016).

⁴⁸ London Stock Exchange: The Home for Offshore Indian Rupee Bonds. URL: <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/debts-bonds/types-of-debts-bonds/masala-brochure.pdf> (дата обращения: 31.01.2016).

юрисдикций⁴⁹. В январе 2016 г. на сайте биржи был опубликован "справочник" по РФ, в котором, в частности, признаётся отсутствие принципиальных различий в законодательстве России и Гонконга по вопросам защиты прав акционеров и выражается готовность включить депозитарные расписки на акции российских эмитентов в листинг.

Таким образом, чтобы выйти на Гонконгскую биржу российской компании необходимо будет сначала депонировать часть своих акций в уполномоченной биржей компании (как правило это крупный международный банк), который затем выпустит на них расписки для местных инвесторов. Между тем у отечественных компаний практически нет серьёзного опыта работы с инвестиционными компаниями или банками из азиатских стран.

Только Газпромбанк привлекал китайский Bank of China к организации размещения в январе 2014 г. второй эмиссии своих облигаций в оффшорных юанях. При этом тот выступал в роли соорганизатора наряду с французским BNP Paribas банком, который организовывал в 2013 г. дебютный выпуск облигаций Газпромбанка. Россельхозбанк и вовсе доверил организацию своего дебютного выпуска в 2013 г. американскому банку JP Morgan, который на то время замыкал список банков, участвующих в размещении облигаций в оффшорных юанях. Тот же JP Morgan стал финансовым советником Газпрома в сделке по прохождению процедуры листинга на бирже Сингапура в июне 2014 г.

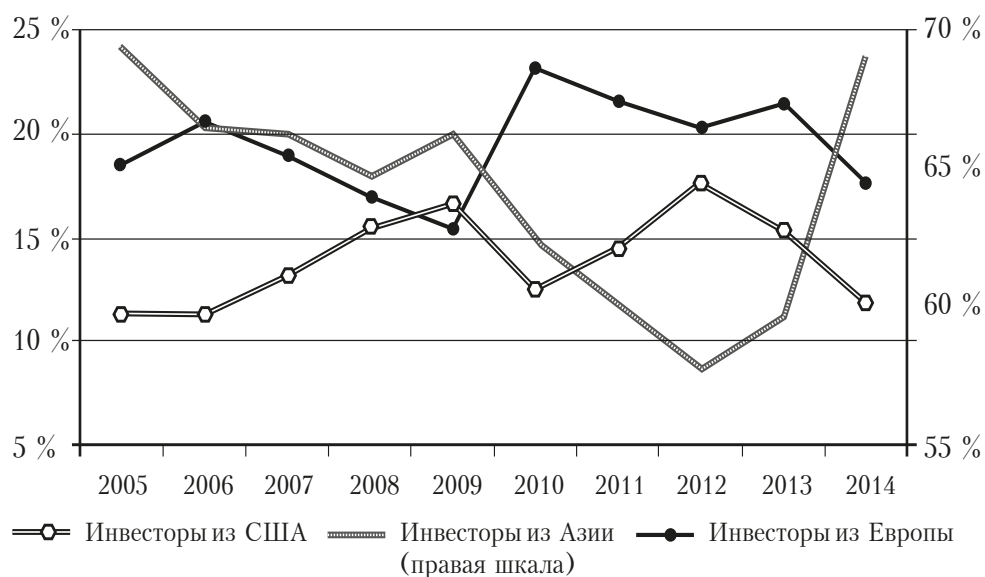


Рис. 3. Распределение инвесторов в Гонконге по регионам
 Источник: данные Гонконгской биржи

⁴⁹ Гонконгская биржа сняла ограничения на листинг для российских компаний. URL: [https:// www.vedomosti.ru/finance/news/2016/01/18/624354-gonkongskaya-birzha-rossiiskih-kompanii](https://www.vedomosti.ru/finance/news/2016/01/18/624354-gonkongskaya-birzha-rossiiskih-kompanii) (дата обращения: 31.01.2016).

Важно также иметь в виду, что на Гонконгской бирже, например, среди институциональных инвесторов большую роль по-прежнему играют компании из Великобритании и США. В среднем они обеспечивают треть от всех вложенных на бирже средств. В последние годы, правда, наметилась тенденция к сокращению их доли на рынке. Но и в 2014 г. американские и европейские инвесторы обеспечивали до 25 % годового оборота на бирже в Гонконге (рис. 3)⁵⁰. Таким образом, возможности российских компаний привлечь средства на биржах Гонконга и Сингапура будут значительно сужены, если они не смогут размещаться с участием местных розничных инвесторов.

К тому же после введения США и их союзниками так называемых секторальных санкций, российские компании (по крайней мере, те, на которые они распространяются) уже не могут рассчитывать на участие западных компаний в организации новых выпусков своих ценных бумаг на азиатском рынке. Вопросы возникают даже при контактах с местными компаниями, в инвестиционных подразделениях которых работают американцы, так что простое получение подписи на эмиссионных документах может вызвать затруднения.

Кроме того, американские власти оказывают прямое давление на инвестиционные банки, пытаясь воспрепятствовать их сотрудничеству с российскими компаниями. Необходимо принимать это во внимание, так как ни один международный банк не хотел бы повторить негативный опыт французского BNP Paribas, которому в 2014 г. пришлось выплатить штраф на сумму в 8,9 млрд дол. за нарушение санкционного режима против Ирана и Судана⁵¹.

Таким образом, трудно ожидать, что российские компании смогут в ближайшее время массово выйти на азиатские рынки капитала. Этому препятствует и слабая открытость этих рынков, и сохраняющаяся существенная зависимость от западных стран (как с точки зрения источников инвестиций, так и в организации размещения ценных бумаг). Тем не менее, это не означает бесперспективности азиатского направления работы по привлечению средств из-за рубежа. По мнению многих иностранных экспертов в течение ближайших 7–10 лет ситуация на азиатских рынках капитала может кардинально измениться и необходимо, чтобы российские компании к этому моменту уже имели наработанный опыт и завоевали доверие местных инвесторов.

Ключевые слова: *азиатские рынки капитала — трансграничные IPO — "panda bonds" — "dim sum bonds" — депозитарные расписки.*

Keywords: *Asian capital markets — cross-border IPO — panda bonds — dim sum bonds — Depository Receipts.*

⁵⁰ Cash Market Transaction Survey 2013/14. February 2015. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/research/research.htm> (дата обращения: 25.02.2016).

⁵¹ США запрещают китайским и арабским банкам работать с РФ. URL: <http://1prime.ru/finance/20141126/796689685.html> (дата обращения: 31.01.2016).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Внешний долг Российской Федерации. Внешний долг, рассчитанный в соответствии с методологией шестого издания "Руководство МВФ по платежному балансу и международной инвестиционной позиции" (РПБ6). URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs> (дата обращения: 16.02.2016).
2. Газпром может разместить "символический" выпуск евробондов в юанях — источники. 10 апреля 2014 г. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=3677131> (дата обращения: 31.01.2016)
3. Гонконгская биржа сняла ограничения на листинг российских компаний. 18 января 2016 г. URL: <http://www.interfax.ru/business/490124> (дата обращения: 31.01.2016).
4. ГПБ разместил 3-летние евробонды на 1 млрд юаней под 4,25% - источник. 23 января 2014 г. URL: <http://www.rusbonds.ru/nwsinf.asp?id=3612629> (дата обращения: 31.01.2016).
5. Группа индексов: Рынок еврооблигаций (Россия). Новые выпуски еврооблигаций РФ URL: http://ru.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=93&type_id=289 (дата обращения: 31.01.2016)
6. За деньгами в Китай. 10 ноября 2014 г. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2014/11/10/6296289.shtml> (дата обращения: 16.02.2016).
7. Итоги 2014 г.: Россия налево, капитал направо. 29 декабря 2014 г. URL: <http://www.interfax.ru/business/415719> (дата обращения: 31.01.2016)
8. Китай снимет мораторий на проведение IPO. 2 декабря 2013 г. URL: <http://www.rcb.ru/news/236816/> (дата обращения: 31.01.2016).
9. Крупнейшее независимое китайское рейтинговое агентство Dagong присвоило "Газпрому" наивысший рейтинг кредитоспособности. 02. 02. 2015. URL: <http://www.gazprom.ru/press/news/2015/february/article217143/> (дата обращения: 31.01.2016).
10. США запрещают китайским и арабским банкам работать с РФ. 26 ноября 2014 г. URL: <http://1prime.ru/finance/20141126/796689685.html> (дата обращения: 31.01.2016).
11. Что мешает российским компаниям разместиться в Азии. 28 октября 2014 г. URL: <http://www.rbc.ru/newspaper/2014/10/28/56bd844e9a7947299f72c766> (дата обращения: 16.02.2016).
12. Admission of Global Depository Shares to the Official List of SGX-ST. June 16, 2014. URL: http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/company_disclosure/company_announcements (дата обращения: 16.02.2016).
13. Cash Market Transaction Survey 2014/15. February 2016. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/research/Documents/cmts2015.pdf> (дата обращения: 13.03.2016).
14. China 'Basically Ready' to Allow Foreign Firms to Sell Stock. November 14. 2011. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-13/china-ready-to-allow-foreign-firms-to-sell-stock-exchange-official-says> (дата обращения: 15.02.2016).
15. Chinese Yuan's Growing Clout Spurs 'Panda' Bonds. December 10, 2015 URL: <http://www.theepochtimes.com/n3/1918207-chinese-yuans-growing-clout-spurs-panda-bonds/> (дата обращения: 31.01.2016).
16. Credit Suisse Research Institute, Emerging capital markets: The road to 2030. URL: <https://www.credit-suisse.com/lu/en/news-and-expertise/research/credit-suisse-research-institute/publications.html> (дата обращения: 31.01.2016).
17. Dim Sum (Offshore CNY) Bond Index. December 31, 2015. URL: https://www.yieldbook.com/x/ixFactSheet/factsheet_monthly_dimsum.pdf (дата обращения: 31.01.2016).
18. Equity Funds Raised by China-related Companies URL: http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_fr.htm (дата обращения: 31.01.2016).
19. EY Global IPO Trends 2015. Q4. p.10. 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) (дата обращения: 31.01.2016).

20. *Jonathan A. Batten, Peter G. Szilagyi*. Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea, IIS Discussion Paper. № 138, May 2006. URL: <http://www.tcd.ie/iis/documents/discussion/pdfs/iisd138.pdf> (дата обращения: 31.01.2016)
21. HKEx Securities and Derivatives Markets Quarterly Report. Main Board Debt Securities, Newly Listed Debt Securities. URL: <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/qtrpt/qtrstat.htm> (дата обращения: 31.01.2016).
22. Hong Kong Exchange, Inside Fixed Income and Currency (FIC) Monthly Newsletter, Issue No. 6, June 2015. P. 1.
23. Hong Kong Exchange, Inside Fixed Income and Currency (FIC) Monthly Newsletter, Issue No. 12, December 2015. P. 5.
24. Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong. The Global Offshore Renminbi Business Hub, January 2016. P. 10.
25. Korea Financial Investment Association, 2014 Capital Market in Korea. June 2014 URL: http://eng.kofia.or.kr/brd/m_20/list.do (дата обращения 25.02.2016).
26. London Stock Exchange: The Home for Offshore Indian Rupee Bonds. URL: <http://www.londonstockexchange.com/specialist-issuers/debts-bonds/types-of-debts-bonds/masala-brochure.pdf> (дата обращения: 31.01.2016).
27. Market Capitalisation of China-related Stocks. URL: http://www.hkex.com.hk/eng/stat/smstat/chidimen/cd_mc.htm (дата обращения: 31.01.2016).
28. Panda bonds set to multiply, as China opens up market. URL: <http://www.reuters.com/article/china-debt-bonds-idUSL4N11N3E720150921> (дата обращения: 31.01.2016).
29. Plans to Allow Foreign Companies to List in Shanghai Stock Exchange Underway. May 13, 2009. URL: <http://www.china-briefing.com/news/2009/05/13/plans-to-allow-foreign-companies-to-list-in-shanghai-stock-exchange-underway.html> (дата обращения: 31.01.2016).
30. PricewaterhouseCoopers, «Equity sans frontiers». Trends in cross-border IPOs and an outlook for the future, 2012. URL: <http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/ipo-cross-border-survey.jhtml> (дата обращения 31.01.2016).
31. RMB Bonds, as on January, 30, 2016. URL: <https://www.bourse.lu/renmimbonds-trading> (дата обращения: 30.01.2016).
32. SGX Listed Debt Securities. URL: <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/listing-debt-securities/details?tab=1> (дата обращения: 31.01.2016).
33. *Simon Lim*, Singapore Capital Market for AusIMM Sidney. October 2015. P. 12.
34. Singapore Exchange, Market Statistic Report. September 2014. P. 25.
35. South Korea 'panda' bond five times subscribed. December 15, 2015. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz3xnQXyXR8> (дата обращения: 31.01.2016).
36. StanChart IDR priced at Rs 104. May 31, 2010. URL: <http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/StanChart-IDR-priced-at-Rs-104/articleshow/5992626.cms>? (дата обращения: 31.01.2016).
37. Thomson Reuters, Debt Capital Market Review, Full Year 2015. URL: http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Global_Debt_Capital_Markets_Review.pdf (дата обращения: 31.01.2016).
38. Why SGX. URL: http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/why_sgx (дата обращения: 31.01.2016)
39. World Federation of Exchanges, Statistics, IPO Database. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database> (дата обращения: 31. 01. 2016).
40. World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly Report. December 2007. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

41. World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly Report. December 2014. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

42. World Federation of Exchanges, Statistics, Monthly Report. December 2015. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения: 31.01.2016).

43. Yuan IMF Win Awakens Sleepy Panda Bond Market as Pipeline Builds. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-01/yuan-imf-win-awakens-sleepy-panda-bond-market-as-pipeline-builds> (дата обращения: 25.02.2016).