

# КНР: НЕИСТРЕБИМЫЙ «ЧЕРНЫЙ» РЫНОК АКЦИЙ

**А.С. БЕЛОВА**  
Аспирантка ИДВ РАН

**Н**еформальный рынок акций стихийно зародился в Китае в середине 1980-х гг. еще до появления первых площадок фондового рынка, тем самым по сути подтолкнув власти к организации официальных бирж\*. На улицах страны начали свободно обращаться тысячи акций разных компаний Китая, не попадая под контроль центрального правительства или каких-либо законов.

Сохранению и дальнейшему развитию рынка незарегистрированных ценных бумаг после открытия официальных фондовых бирж способствовало введение китайским правительством ограничений на типы бумаг и компаний, которые могут участвовать на таких биржах.

Стихийный, или «черный», рынок фактически стал важной частью инфраструктуры китайского рынка ценных бумаг. Хотя правительство и пытается закрыть эти неформальные рынки, они продолжают развиваться: акционерные компании стремятся привлечь капитал если не на официальном рынке, то на «черном».

Теоретически власти могли бы перейти к формализации «черных» рынков, признавая наметившийся спрос на ценные бумаги, и установить основу нормативной базы для функционирования рынка. Некоторые попытки правительства в этом направлении предпринимались, но перейти полностью к официальному рынку и избавиться от «черного» рынка пока не удалось ввиду финансовых и организационных трудностей.

А примитивное запрещение стихийного рынка могло бы нанести ущерб тысячам компаний и в определенной степени - всей экономике страны.

**Параллельно со стремительным развитием рынка ценных бумаг в Китае большую активность проявляет китайский «черный» рынок акций. Акции более 1 тыс. компаний находятся в обращении на этом рынке, и многие инвесторы выступают на рынках корпоративных акций, организованных за пределами двух официальных фондовых рынков - Шанхайского и Шэньчжэньского, которые открылись в 1990 г.**

В середине 1980-х гг. сотни компаний начали проводить первичное размещение акций (Institute Public Offering - IPO) в Шэньчжэне и других городах.

Однако в Китае не было организованного места для торговли корпоративными ценными бумагами до августа 1986 г., когда с разрешения Народного банка Китая (Центрального банка) Ляонинская трастовая и инвестиционная компания (*Liaoning Trust and Investment Company*) открыла площадку для операций с корпоративными облигациями\*\*.

Цзинаньский офис по ценным бумагам инвестиционно-трастовой компании Промышленно-торгового банка Китая начал торговлю акциями на внебиржевом рынке также в 1986 г.

Ляонинская компания и цзинаньский офис положили начало развитию внебиржевого рынка Китая, т.е. рынка, на котором происходила торговля ценными бумагами с разрешения Народного банка Китая (НБК).

В течение одного года после его открытия на этом рынке по-

явилось более 15 финансовых компаний и институтов, которые были задействованы в торговле ценными бумагами в Шанхае и Шэньчжэне.

В январе 1987 г. шанхайское отделение НБК выпускает «Временные правила внебиржевой торговли ценными бумагами». Согласно этим правилам, вся торговля ценными бумагами должна была проходить через дилеров внебиржевого рынка, утвержденных Народным банком. Внебиржевая торговля разрешалась только в Шанхае и Шэньчжэне, другие города не были допущены к ней.

Благодаря открытию внебиржевого рынка оборот акций увеличился с 0,58 млн юаней в 1986 г. до 7,77 млн юаней (примерно \$1,16 млн по нынешнему курсу) в 1989 г. на Шанхайском рынке<sup>1</sup>.

Параллельно в ряде городов набирал обороты и стихийный, или «черный», рынок купли-продажи акций. Особенно бурно он рос в 1990-1991 гг. Тогда в Шанхае дневной оборот акций мог достигать нескольких тысяч акций, что было гораздо больше, чем на внебиржевом рынке.

Попытки правительства ограничить рост «черного» рынка оказались неэффективными.

Ситуация резко изменилась только в декабре 1990 г., когда на смену внебиржевому и «черному» рынкам пришли Шанхайская, а затем и Шэньчжэньская фондовые биржи. Это означало, что все операции с ценными бумагами должны были регистрироваться на этих фондовых биржах.

В результате официально разрешенный внебиржевой рынок приказал долго жить.

Но китайский «черный» рынок ценных бумаг оказался неистребимым. Он только стал, как хамелеон, еще более умело менять свою окраску, формы, фи-

\* Подробнее см.: *Вахрушин И.В.* КНР: биржи на подъеме // *Азия и Африка сегодня*, 2010, № 9.

\*\* Корпоративная облигация - корпоративная долговая ценная бумага, дающая право владельцу на получение ее номинальной стоимости в предусмотренный срок, а также процент, дисконт и т. д. (*прим. ред.*).

нансовые инструменты\*. И он стал единственной площадкой внебиржевой торговли ценными бумагами.

## ВОЗВРАЩЕНИЕ НА КРУГИ СВОЯ

Первым после появления официального рынка крупным финансовым продуктом, т.е. предметом торговли, на «черном» внебиржевом рынке стали сертификаты на право подписки на акции первичного размещения - IPO-акции.

Оказалось, что в Китае существует довольно высокий спрос на такого рода акции. Чтобы уравновесить спрос и предложение, власти ввели сертификаты на право подписки на их покупку.

Прежде чем купить IPO-акции, нужно было приобрести сертификат, который позволял владельцу участвовать в лотерее на них. А поскольку цена сертификата, как и цена акции первичного размещения, обычно была ниже, чем цена акции в первый день ее торговли, такие сертификаты стали прибыльными и, соответственно, очень популярными (в КНР существовал и существует большой дефицит прибыльных финансовых инструментов).

«Черный» рынок торговли сертификатами резко пошел вверх в 1992 г. Например, серти-

инструментом «черного» рынка остаются акции незарегистрированных на биржах компаний. Т.е. по сути всё вернулось на круги своя - к стихийной торговле «непризнанными» акциями.

В течение 1993-1999 гг. сотни компаний, которые не могли претендовать на квоты по эмиссии акций, начали выпускать акции для широкой публики неофициально. Десятки местных центров по торговле ценными бумагами были созданы в центральных городах провинций в целях содействия торговле этими акциями<sup>3</sup>.

С 1993 г. начинают в массовом порядке незаконно торговаться акции работников акционерных компаний, хотя по закону работники должны были хранить свои акции в течение 3-х лет с момента их получения, и даже после этого акции должны были обращаться только среди сотрудников той же компании<sup>4</sup>.

Но жажда наживы взяла верх.

В марте 1998 г. Госсовет, обеспокоенный бесконтрольностью несанкционированного внебиржевого рынка, запретил его и поручил Комитету по управлению и контролю за ценными бумагами (КУКЦБ) усилить контроль за местными центрами по торговле ценными бумагами, которые частично обеспечивали инфраструктуру «черного» рынка.

Несмотря на все усилия пра-

### «ЧЕРНЫЙ» РЫНОК: НЕ В ДВЕРЬ, ТАК В ОКНО

фикат, номинальная стоимость которого равнялась 30 юаням, на «черном» рынке мог торговаться по цене в 1,5 тыс. юаней<sup>2</sup>. Однако ажиотаж длился недолго. В 1993 г. в связи с увеличением численности компаний, начавших выпускать акции, резко упал спрос на акции первичного размещения. В дальнейшем сертификаты вышли из оборота с введением системы подписки на IPO через банковские счета.

Начиная с 1993 г. и по настоящее время главным финансовым

инструментом «черного» рынка остаются акции незарегистрированных на биржах компаний. Т.е. по сути всё вернулось на круги своя - к стихийной торговле «непризнанными» акциями.

Существовало две главные причины для возрождения «черного» внебиржевого рынка.

Во-первых, возрос спрос на спекулятивные покупки акций компаний, которые потенциально могли попасть на второй официальный рынок ценных бумаг в Шэньчжэне, изначально задуманный Комитетом по управлению и контролю за ценными бумагами как рынок для акций высокотехнологических компаний, а затем как рынок для мелких и средних

компаний разных секторов экономики. Спекулянтов привлекала возможность получить прибыль от акций, которые вскоре могли попасть на официальный рынок.

Однако в 2001-2002 гг. охлаждение интереса к высокотехнологическим компаниям и уменьшение вероятности создания вторичного рынка привело к падению этого спекулятивного спроса.

Госсовет также призывал листинговые (зарегистрированные на биржах) компании приобретать акции, обращающиеся на неофициальных торговых площадках, либо через их покупку, либо посредством операции *своп* (взаимного обмена) - например, листинговая компания могла предложить одну свою акцию за пять акций компании, участвующей в операциях на неофициальном фондовом рынке.

Во-вторых, примерно в это же время, в 2000-2001 гг., наблюдался рост числа аукционов акций юридических лиц. Аукционы таких акций были порождены спекулятивными сделками, производимыми инвесторами, манипулирующими на рынке ценных бумаг. В начале 2000 г. многие из них рассчитывали, что вскоре Госсовет должен разрешить конвертацию акций юридических лиц в обычные акции, которые будут допущены к листингу (регистрации на официальных биржах). В результате началась массовая скупка акций юридических лиц по всей стране, стоимость которых могла составлять не более 10% от акций, котирующихся на бирже.

Затем начали проводиться аукционы этих акций, главным образом в Шанхае, Пекине и Шэньчжэне. Первоначально акции торговались по ценам, близким к их номинальной цене, но постепенно дорожали, однако оставались намного ниже рыночной цены. По некоторым данным, за первые 5 месяцев 2001 г. объем торговли на аукционе в Шанхае составлял около 500 млн юаней<sup>5</sup>. Однако вскоре объемы резко упали, т.к. стало очевидно, что государство не собирается конвертировать эти акции в торгуемые на

\* Финансовый инструмент - финансовый документ (ценная бумага, денежное обязательство, фьючерс, опцион и т. п.), продажа или передача которого обеспечивает получение денежных средств (*прим. ред.*).

официальных биржах ценных бумаг.

Более того, в конце 2001 г. КУКЦБ, обеспокоенный ростом неподконтрольного ему рынка, запретил передачу акций юридических лиц, сумма которых составляла менее 5% от общего акционерного капитала. Вследствие таких действий рынок аукционов акций юридических лиц прекратил свое существование.

Вскоре после упадка рынка акций юридических лиц возобновилась торговля акциями компаний, не прошедших листинг. По исследованиям Шанхайской фондовой биржи, к 1998 г. насчитывалось более 100 внебиржевых «черных» рынков, из которых 30 были чрезвычайно активными. 17 из них - такие как рынки в Цзыбо (пров. Шаньдун), Чэнду, Шэньчжэнь, Сиане, Фучжоу, Хайкоу (о. Хайнань), стали общенациональными<sup>6</sup>.

Одним из самых популярных в Китае стал открывшийся в начале 1990-х гг. рынок *Hong Miao* в Чэнду<sup>7</sup>. В 2000-2002 гг. его дневной оборот доходил до 300 тыс. сделок с акциями, количество компаний-участников достигло 100.

Другой активный внебиржевой рынок находится в г. Цзыбо. С момента выпуска акций компанией *Shandong Bohai Company* в 1984 г. около 40 шаньдунских компаний разместили свои акции на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах, и более 140 компаний торговали своими акциями на других фондовых рынках, в т. ч. более 120 - на торговой площадке города.

Система автоматической котировки г. Цзыбо была открыта в 1993 г., а после ее закрытия регулятором - КУКЦБ - в 1998 г. «черный» рынок вновь возродился. Одной из причин его возрождения стало то, что несколько десятков компаний, ранее участвовавших на неофициальном рынке, были допущены к официальному листингу. «Черный» рынок оживился, поскольку инвесторы наивно полагали, что все неофициально торгуемые акции могут быть допущены к официальной торговле.

Акции, обращающиеся на сти-

хийном рынке, отличаются малой капитализацией и низкой ценой. Цены на такие акции обычно варьируются от 1 до 2 юаней (примерно \$0,15-0,3), что несравнимо с ценами на официально котируемые акции, которые в среднем составляют около 10 юаней. Инвесторы зачастую спекулируют на этой разнице в цене. Например, цена акции компании *Small Commodity City* на внебиржевом рынке в Чжэцзяне, составляла 4-5 юаней. Цена ее акции на первый день открытия торгов на бирже составила 27 юаней. И такой пример был не единственным. Несомненно, существовали и значительные риски: акции могли попросту не попасть на официальную биржу<sup>8</sup>.

#### **КАК «ПРОПИСАТЬСЯ» НА «ЧЕРНОМ» РЫНКЕ**

Существует три способа, с помощью которых компания может публично выпустить акции широкой публике на внебиржевом рынке.

Во-первых, компания может напрямую выпустить акции. Однако чаще продажа акций осуществляется через профессиональные маркетинговые компании или через брокера. Основной бизнес брокера состоит в выполнении поручений клиента за счет последнего. Однако в Китае существует практика, когда некоторые брокеры выкупают все акции, а затем публично продают их с наценкой в течение длительного периода времени.

Во-вторых, акционеры компании могут продать ограниченное количество акций широкой публике. На практике это может происходить следующим образом. Учредители выпускают свои акции в открытую продажу. Лица, которые уже решили внести свой капитал в компанию, но еще не сделали это, могут продавать свои «виртуальные» акции после того, как они будут признаны акционерами компании. Так, например, производитель лекарственных средств *Baolai Biologic* из пров. Шанси подал заявку о преобразовании своего предприятия в акционерную компанию с одним акционером, обладающим

19% акций и намеревающимся вложить 7,3 млн юаней. Однако физически деньги не были переведены на счет компании, и после того, как правительство уже утвердило создание акционерного общества, инвестор продал «виртуальные» акции<sup>9</sup>.

В-третьих, продажа акций широкой публике может происходить через посредников. Некоторые посредники, включая коммерческие банки, финансовые компании и компании по ценным бумагам, скупают акции компаний при их первичном размещении, а затем продают их на неофициальном рынке. Иногда компании предлагают свои акции в качестве бонусов посредникам за их работу по продвижению акций на рынке, и посредники также пускают эти акции в открытую продажу.

Чтобы получить фактический листинг на «черном» рынке, обычно либо уже какой-либо его участник рекомендует акции определенной компании, либо владельцы компаний договариваются с ведущей фирмой, выставляющей котировку данной ценной бумаги (подобно брокерской фирме), или с организаторами торговли. Компания заключает договор с организаторами рынка, которые также определяют сумму эмиссионного сбора. Затем акции допускаются к торговле.

Инвесторы могут выходить на «черный» рынок разными путями.

Через **ведущие фирмы**. На более организованных неофициальных рынках инвесторы могут вести торговлю с ведущими фирмами. Например, на начало 2003 г. на рынке Чэнду (*Chengdu Technology and Property Rights Exchange*), являющемся одним из самых популярных в стране, находилось около 20 компаний-участников. Каждая из них имела по два человека на торговой площадке рынка, которые принимали участие в торгах от лица своих компаний. Они рассчитывали цену акций своих компаний, делали ставки на аукционе. Участники рынка, брокеры-дилеры (обычно это инвестиционные или консалтинговые компании), должны отвечать определенным

требованиям, установленным организаторами рынка. Например, Шэньчжэньская высокотехнологичная биржа (*Shenzhen High Technology Exchange*) установила требования к депозиту в размере 500 тыс. юаней.

На менее развитых рынках, обычно инвесторы осуществляют торговлю с **брокером**, который играет здесь важную роль. Маклеры обычно собираются на торговых площадках, размещают на своих столах объявления, где указывают названия и цены 10-40 акций, которые они представляют.

В основном брокеры делятся на два типа. Одни работают в соответствии со своим статусом - покупают и продают ценные бумаги от лица своих клиентов, но сами не владеют акциями. Они устанавливают комиссионные, обычно в размере не менее 0,1% от стоимости акции. Другие брокеры занимаются не только посредническими услугами, но и участвуют в торговле ценными бумагами за счет собственных средств.

Покупка ценных бумаг производится и через **публичные аукционы**. Первоначально аукционы проходили для продажи неторгуемых акций компаний, прошедших листинг, а затем начали предлагать акции и незарегистрированных на бирже компаний. Аукционы обычно происходят в провинции, где расположена компания, хотя, есть и исключения.

Некоторые инвесторы предпочитают вести торговлю без каких-либо посредников, напрямую с **друзьями** или общими знакомыми. Иногда инвесторы осуществляют торги через Интернет, а затем завершают сделку лицом к лицу.

## БЕЗ ВОЛОКИТЫ И КОМПЛЕКСОВ

Регистрация, расчеты и клиринг (система безналичных расчетов) ценных бумаг являются важнейшими частями процесса торговли акциями.

В то время как торговля ценными бумагами на официальном рынке происходит в электронном виде с наличием всех сертификатов акций, которые находятся в

клиринговых и расчетно-депозитарных компаниях, на неофициальном рынке торговля осуществляется по старинке.

Расчеты по сделкам на «черном» рынке в Китае всегда происходят наличными, поэтому необходимости в клиринге нет. Большинство сделок регистрируются и осуществляются в местных регистрационно-депозитарных органах. Например, в Сиане существует 3 центра по регистрации ценных бумаг, которые предоставляют услуги по депозитарию и регистрации для компаний и инвесторов на внебиржевом рынке.

В целом, такие центры регистрируют все акции тех компаний, которые подписали договор по регистрации и депозитарию с торговым центром. Если акционер согласен продавать свои акции, то продавец и покупатель вместе идут в центр с удостоверениями личности, сертификатами на акции и необходимой для сделки суммой денег. Затем, в центре заносит имя владельца в компьютерную систему и выдают новый сертификат покупателю. С продавца и покупателя взимается плата, в среднем в размере 0,015 юаней за акцию. Иногда центры не заносят изменения имени обладателя сертификата, а просто

ката и затем передает акции покупателю, который становится их владельцем.

## БУДУЩЕЕ ВО МГЛЕ

Сейчас четко проявились несколько факторов, способствующих процветанию неофициального рынка в Китае.

Прежде всего, это дисбаланс спроса и предложения.

На начало апреля 2010 г., несмотря на то, что количество акционерных компаний составляло более 9 тыс., только чуть больше 1,8 тыс. компаний были зарегистрированы на официальных биржах<sup>10</sup>. Кроме того, места для листинга зарезервированы только для крупных компаний.

В связи с ограниченными возможностями двух фондовых бирж и огромным спросом на финансирование разных отраслей неудивительно, что многие компании обращаются на «черный» рынок с целью привлечения дополнительного капитала.

Во-вторых, процентные ставки в Китае в последнее время заметно снизились, поощряя отток капитала из банковского сектора на рынок ценных бумаг.

В-третьих, разница в ценах на первичном и вторичном рынках и

## ПОКА ВЛАСТВУЕТ НЕУПРАВЛЯЕМАЯ СТИХИЯ

записывают краткую информацию о сделке (например, если сделка происходит с акциями компаний, которые вышли на рынок ценных бумаг менее, чем через 3 года после образования компании).

В городах, где нет регистрационно-депозитарных центров, передача акций осуществляется через индоссамент\*. Обычно, на одной стороне таких акций-сертификатов указывается название компании и количество акций (например, один сертификат может выпускаться на 5 тыс. акций). Продавец расписывается на оборотной стороне сертифи-

\* **Индоссамент** (от лат. in - на и лат. dorsum - спина) - передаточная надпись на обороте векселя в удостоверение перехода его к другому лицу.

неофициальном рынке, а также прибыль, которая может быть получена, когда акции компании могут официально пройти листинг, привлекают инвесторов на неофициальный рынок.

«Черный» рынок используют тысячи компаний и десятки тысяч инвесторов.

Но он практически бесконтролен. Ни КУКЦБ, ни какая-либо другая государственная структура не контролируют этот рынок. Большинство компаний неофициального рынка не раскрывают соответствующую информацию, не выплачивают дивиденды, не созывают ежегодные общие встречи, как требует Закон о компаниях. В результате, инвесторы на внебиржевом рынке не защищены, лишены права голоса, не могут полноправно претендовать

на долю своих прибылей и не имеют права на получение полной информации о деятельности компаний.

По мнению китайских специалистов, существует несколько путей дальнейшего развития неофициального рынка:

**Сохранение статус-кво.** Однако это маловероятно: растет предложение на выпускаемые средними и малыми предприятиями акции и спрос местных инвесторов на них.

**Закрытие рынка и запрет** внебиржевой торговли в соответствии с действующим законодательством. Этот вариант развития событий тоже маловероятен, т.к. запрет на внебиржевую торговлю существует уже давно, а попытки правительства закрыть неофициальные рынки уже неоднократно предпринимались. И поскольку рынки порождены спросом на капитал со стороны участников, такая проблема, скорее всего, будет оставаться, пока этот спрос не будет удовлетворен.

**Реорганизация неофициальных рынков во вторичный рынок ценных бумаг, организованный одной или двумя существующими фондовыми биржами.** Это является вполне возможным и благоприятным вариантом, учитывая, что биржи уже обладают необходимыми торговыми системами и нормативной структурой. Это и наиболее экономичный вариант, т.к. будет задействована уже существующая и сформировавшаяся инфраструктура.

Несколько неофициальных рынков могли бы преобразоваться в локальный торговый центр или даже в одну или несколько фондовых бирж со своими требованиями к листингу, отличающимися от существующих.

В 1990-е гг. власти отказались от идеи создания каких-либо центров биржевой торговли вне Шанхая и Шэньчжэня. Но тогда фондовые биржи только открылись, и сама система торговли ценными бумагами начала возрождаться.

Сейчас же нормативная инфраструктура рынка в основном уже заложена, работа КУКЦБ уже отлажена, и третий или четвертый центр торговли ценными

бумагами под контролем Комитета был бы вполне разумным. Причем, создание нового центра торговли послужило бы дальнейшему развитию финансового рынка.

**Создание национального внебиржевого рынка по подобию американского NASDAQ\*.**

Этот вариант уже нашел свое отражение в недавно созданной *ChiNext*. 30 октября 2009 г. прошел первый день работы площадки *ChiNext*, которая стала первой собственной электронной системой в Китае, созданной по образцу NASDAQ на базе Шэньчжэньской фондовой биржи.

Это первая отдельная фондовая площадка для средних и мелких высокотехнологичных и быстро развивающихся предприятий. Ее открытие вызвало ажиотаж среди китайских компаний - в первый день приема заявок на листинг на *ChiNext* Комитет по управлению и контролю за ценными бумагами принял более 100 заявок.

К регистрации допускаются малые и средние предприятия, специализирующиеся преимущественно в таких инновационных отраслях, как разработка альтернативных источников энергии, информатика, медицина, охрана окружающей среды.

*ChiNext* не устанавливает требования к форме права собственности компаний, т.е. частные и иностранные компании также могут претендовать на листинг наравне с государственными компаниями.

Требования к финансовым возможностям компаний, претендующих на листинг, также значительно проще, чем требования Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж. Так, требования к прибыли компаний сведены к двум основным пунктам, а именно: во-первых, чистый доход компании за последние два года при условии постоянного роста должен достигать не менее 10 млн юаней, во-вторых, чистый доход компании за последний год дол-

\* NASDAQ - американский внебиржевой рынок, специализирующийся на акциях высокотехнологичных компаний (производство электроники, программного обеспечения и т. п.), с системой автоматической котировки (прим. ред.).

жен составлять не менее 5 млн юаней, а общий доход от коммерческой деятельности за этот период должен превышать 50 млн юаней<sup>11</sup>.

К началу июля 2010 г. 94 компании прошли листинг на *ChiNext* в таких отраслях, как информационные технологии, электроника, сельское хозяйство, фармацевтика, биотехнологии, телекоммуникации и др.<sup>12</sup>

Это стало большим шагом на пути модернизации и развития как рынка капитала, так и всей экономики в целом. Открытием электронной системы *ChiNext* Китай подтвердил свое стремление к переходу от традиционной модели экономики в сторону инноваций, новых технологий.

Однако в целом остается открытым вопрос о дальнейшей судьбе «черного» рынка ценных бумаг с присущей ему опасностью финансовых пирамид, манипуляций, обмана держателей акций и других жульнических и коррупционных схем.

<sup>1</sup> Ma Shiguang. The Emergence, Development and Perspective of China's Stock Market, Ashgate Publishing, 2004, p. 10-11.

<sup>2</sup> China's Informal Stock Market // The Royal Institute of International Affairs. Asia Program Working Paper, No 8, 2003, p. 3.

<sup>3</sup> Green, S. China's Stock Market, 1984-2002: Equity Politics and Market Institutions. Rutledge Curzon, London, 2004, p. 118-34.

<sup>4</sup> Закон о компаниях КНР, 1993 г.

<sup>5</sup> China's Informal Stock Market. Op. cit., p. 5.

<sup>6</sup> Liu Ti and Lu Xiaonan. Xi'an Tijiban Shichang Diaocha Baogao (the off-exchange stock market in Xi'an city), Shanghai stock exchange working paper, February, 2003.

<sup>7</sup> Zhongguo ziben shichang fazhan baogao, No. 6, p 159.

<sup>8</sup> Zhengquan Shibao, 06.08.2001.

<sup>9</sup> Liu Ti and Lu Xiaonan. Op. cit.

<sup>10</sup> Сайты Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж - <http://www.szse.cn/main/en/MarketStatistics/MarketOverview/>, <http://static.sse.com.cn/sseportal/en/home/home.shtml>

<sup>11</sup> Сайт *Chinext* - <http://www.szse.cn/main/en/ChiNext/chinextrules/>

<sup>12</sup> Ibidem.