

ЭКОНОМИКА**Китайские компании на фондовых биржах США в условиях обострения китайско-американских отношений: взаимосвязь рынков, риски делистинга и возможные сценарии**

© 2022

DOI: 10.31857/S013128120018444-9

Вахрушин Иван Владимирович

Кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра азиатско-тихоокеанских исследований Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова РАН (адрес: 117977, Москва, ул. Профсоюзная, д. 23). ORCID: 0000-0002-6750-4620. E-mail: Ivmarin14@mail.ru.

Статья поступила в редакцию 24.01.2022.

Аннотация:

В статье проанализирована взаимосвязь национальных фондовых рынков Китая и США, в результате чего сделан вывод о преобладании опосредованной связи психологического характера между ними. Рассмотрены вопросы, связанные с дальнейшими перспективами китайских компаний на фондовых биржах США и риском их делистинга в условиях резкого обострения китайско-американских отношений и активных действий регулятора — Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), направленных на ужесточение требований к аудиту, предоставлению финансовой отчетности и раскрытию информации иностранными компаниями, зарегистрированными на биржах США. Раскрыт процесс формирования новой регулятивной инфраструктуры для делистинга китайских компаний, базовым элементом которой стало принятие Закона о холдинговой отчетности иностранных компаний. Проанализирован механизм публичных размещений китайских компаний за рубежом посредством структур с переменной долей участия (VIE), а также выявлены связанные с этим риски. Проанализирован конкурентный потенциал национальных фондовых бирж в части привлечения китайских компаний, сделан вывод о значительно более жестких требованиях и длительных процедурах на китайских биржах в сравнении с американскими. Сделан общий вывод о том, что на сегодняшний день массовый делистинг китайских компаний с американских бирж представляется маловероятным сценарием. Вместе с тем рассмотрен весь спектр сценариев делистинга: от наиболее предпочтительного варианта для инвесторов (конвертация американских бумаг в акции на китайских биржах) до наихудшего (заморозка акций на неопределенный срок).

Статья опубликована в рамках проекта «Посткризисное мироустройство: вызовы и технологии, конкуренция и сотрудничество» по гранту Министерства науки и высшего образования РФ на проведение крупных научных проектов по приоритетным направлениям научно-технического развития (Соглашение № 075-15-2020-783).

Ключевые слова:

Китайско-американские отношения, китайские компании с зарубежным листингом, фондовые биржи США, раскрытие информации иностранными публичными компаниями, риски делистинга китайских компаний, Комиссия США по ценным бумагам и биржам (SEC), регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг, компании с переменным участием (VIE).

Для цитирования:

Вахрушин И.В. Китайские компании на фондовых биржах США в условиях обострения китайско-американских отношений: взаимосвязь рынков, риски делистинга и возможные сценарии // Проблемы Дальнего Востока. 2022. № 1. С. 96–110.

DOI: 10.31857/S013128120018444-9.

В условиях обострения китайско-американских торгово-экономических отношений, серии скандалов, связанных с китайскими компаниями, зарегистрированными на фондовых биржах США, и последовавшими активными действиями американских биржевых регуляторов по ужесточению регулятивной инфраструктуры, крайне актуальными стали вопросы, связанные с дальнейшими перспективами китайского сегмента акций на биржевых площадках США, а также анализ рисков массового делистинга китайских компаний и возможных вариантов развития событий как для эмитентов, так и для инвесторов.

С приходом в Белый дом администрации президента Д. Трампа началась системная переоценка всей сущности китайско-американских торгово-экономических отношений с акцентом на несправедливые торговые практики китайской стороны, ущемляющие интересы США, как то: государственное субсидирование и льготное кредитование, манипулирование курсом китайского юаня, неправоное присвоение интеллектуальной собственности и прочие инструменты создания несправедливых преимуществ для китайских компаний¹.

Традиционно ключевые мотивы китайских инвесторов на американском рынке включают стремление к долгосрочным инструментам финансирования, свободному доступу на местный рынок, получению контроля над стратегическими активами, в том числе посредством обратных слияний и поглощений².

Вместе с тем первичные публичные размещения акций приобретают все большую значимость в процессе финансирования растущих высокотехнологичных компаний. Таким образом, первичный рынок акций в настоящее время представляет собой поле обостренной конкуренции между фондовыми биржами Китая и США. На передний план при этом выходят такие конкурентные преимущества, как либерализация условий размещения акций и совершенствование институциональной биржевой среды³.

В последние годы фокус внимания китайских компаний был направлен на высокотехнологичный сектор США. В значительной мере являясь частью государственной внешнеэкономической политики, китайские капиталовложения за рубежом не столько преследуют коммерческий интерес, сколько направлены на приобретение интеллектуальных прав в сфере перспективных технологий⁴.

Тем временем международная инвестиционная среда находится под значительным воздействием фактора обострения китайско-американского противостояния в сфере высоких технологий и инноваций, вышедшего на наднациональный уровень и охватившего весь АТР. Государства АТР в большинстве своем привержены поддержанию стабильных внешнеэкономических и производственных связей, склонны рассматривать Китай в качестве ключевого торгово-экономического партнера, а давление США связывать главным образом с политическими мотивами⁵.

Вместе с тем существует мнение, что с началом торговой войны начался планомерный процесс демонтажа всей системы китайско-американских торгово-экономи-

-
1. Суян В.Б. Американо-китайские торгово-экономические отношения: причины кризиса и его перспективы // *Российский внешнеэкономический вестник*, 2019. № 9. С. 23–32.
 2. Перова М.К. Прямые инвестиции Китая в США: современные тенденции и вопросы регулирования // *Законодательство и экономика*, 2017. № 2. С. 69–77.
 3. Абрамов А.Е., Косырев А.Г., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Опыт и уроки публичных размещений акций на фондовых рынках США, Китая и России // *Экономическое развитие России*, 2021. Т. 28. № 5. С. 14–20.
 4. Перова М.К. Компании Китая в высокотехнологичных отраслях экономики США // *Пространственная экономика*, 2020. Т. 16. № 3. С. 139–155. DOI: 10.14530/se.2020.3.139–155.
 5. Гамза Л.А. Технологическое противостояние США и Китая в АТР // *Россия и АТР*, 2020. № 3(109). С. 110–133. DOI: 10.24411/1026–8804–2020–10038.

ческих отношений (т.н. декаплинг — процесс разрушения глубокой взаимозависимости между странами), сформировавшейся за сорокалетний период политики открытости и реформ⁶.

Необходимо отметить, что, несмотря на распространенное в финансовых СМИ представление о прочной связи рынков акций КНР и США, в действительности их взаимосвязь косвенна и опосредована в основном взаимным психологическим влиянием, вероятно, значительно большим, чем для большинства других национальных рынков, учитывая огромный объем казначейских облигаций США в структуре валютных резервов Китая (около 1,1 трлн долл.), а также диспаритет двустороннего торгового баланса, определяющий значительную зависимость США от импорта из КНР (отрицательное сальдо США во внешней торговле с КНР по итогам 2020 г. достигло 317 млрд долл. против 296 млрд долл. в 2019 г.)⁷.

Причины отсутствия прямой зависимости китайского и американского фондовых рынков обусловлены в основном особенностями финансовой модели Китая. В КНР действует финансовая система закрытого типа, ограничивающая приток иностранных инвестиций и акцентированная на всемерное использование внутренних инвестиционных ресурсов. Особенности такой политики проявляются в ряде регулятивных механизмов:

– ограниченная конвертируемость китайского юаня и закрытый счет учета операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса делают невозможным масштабный приток портфельных инвестиций из США на фондовый рынок Китая, в отличие от российского рынка, где с 2006 г. реализуется практика открытого счета операций с капиталом, в рамках которого нерезиденты могут свободно открывать и распоряжаться рублевыми счетами для осуществления финансовых операций, что привело к созданию в России финансового рынка открытого типа с присущими ему спекулятивностью, зависимостью от зарубежных портфельных инвестиций, в основном «горячих денег», которые массово покидают фондовые рынки при малейшем изменении международной финансовой конъюнктуры, оставляя их без необходимых финансовых ресурсов. Напротив, китайский фондовый рынок ни в коей мере не зависит от «горячих денег» из США;

– приток иностранных портфельных инвестиций на фондовый рынок Китая со стороны нерезидентов, а также оказание финансовых услуг иностранными компаниями на рынке ценных бумаг Китая крайне ограничены и допускаются исключительно в рамках системы квалифицированных иностранных институциональных инвесторов (КИИИ), статус которых присваивается транснациональным финансовым институтам, обладающим безупречной финансовой репутацией. Лицензия КИИИ позволяет иностранным инвестиционным компаниям и фондам осуществлять операции на фондовом рынке Китая (купля-продажа ценных бумаг, брокерские услуги, вложения в банковские депозиты). В настоящее время этот статус на территории КНР имеют порядка 300 финансовых институтов с общим объемом инвестиций свыше 110 млрд долл., что является достаточно незначительной величиной в масштабах местного рынка акций с капитализацией свыше 10 трлн долл. Необходимо также отметить, что доля портфельных капиталовложений в общей структуре иностранных инвестиций в КНР составляет менее 5%, что в целом значительно ограничивает их влияние на финансовый рынок страны.

6. *Лексютина Я.В.* Американо-китайские отношения в 2018–2019 гг.: торговая война и процесс декаплинга // *Мировая экономика и международные отношения*, 2020. Т. 64. № 6. С. 85–93. DOI: 10.20542/0131–2227–2020–64–6–85–93.

7. Объем торговли между КНР и США в 2020 году вырос на 8,3% // *ТАСС*. 14.01.2021. URL: <https://tass.ru/ekonomika/10455569> (дата обращения: 05.12.2021).

– с одной стороны, отсутствие акций и облигаций американских компаний на фондовом рынке Китая (в силу того, что на китайском фондовом рынке к листингу до сих пор допускаются только ценные бумаги китайских компаний) исключает прямое влияние финансового сектора США на биржевой рынок КНР. С другой стороны, на американском биржевом рынке котируются акции сотен китайских компаний с общей капитализацией свыше 1,5 трлн долл., их число непрерывно растет, что обуславливает определенную степень воздействия китайского рынка акций на фондовые биржи США. По данным Dealogic, китайские компании с 2012 г. заработали на IPO в США свыше 75 млрд долл.

Фактически имея карт-бланш от высшего руководства страны в условиях резкого обострения двусторонних отношений, в 2019 г. финансовые власти США инициировали процесс формирования нормативно-правовой базы, создающей юридические основания для делистинга китайских компаний с американских бирж. Важнейшим шагом в этом направлении стало принятие в конце 2020 г., на исходе срока полномочий администрации президента Д. Трампа, Закона о холдинговой отчетности иностранных компаний (HFCAA), в соответствии с которым в случае непредоставления иностранными компаниями аудиторских отчетов в течение трех лет подряд их акции, котирующиеся на биржах США, будут подвергнуты делистингу.

Экспертная проработка данного вопроса в целом была завершена в июле 2020 г., когда министерство финансов США опубликовало «Доклад о защите американских инвесторов от существенных рисков, связанных с китайскими компаниями», подготовленный рабочей группой президента США по финансовым рынкам. В документе, в частности, было предложено затруднить доступ на американские биржи для компаний-претендентов, расположенных в национальных юрисдикциях (включая Китай), проблемных с точки зрения доступа к рабочим аудиторским документам публичных компаний, уже имеющих листинг на биржах США. Авторы доклада также настоятельно рекомендовали, чтобы указанные компании выполнили требование о предоставлении отчетности Совету по надзору за бухгалтерским учетом публичных компаний (PCAOB — подразделение Комиссии по ценным бумагам и биржам США) к 1 января 2022 г.

Необходимо отметить, что впервые на законодательном уровне норма об обязательном аудите Советом PCAOB отчетности иностранных компаний, размещающих акции на биржах США, была введена в 2002 г. Однако китайские власти не разрешают Совету проводить аудит китайских и гонконгских компаний, ссылаясь на положения законодательства о тайне. Всего в США торгуются акции 224 компаний, у которых есть потенциальные препятствия для аудита Советом, из них 213 из Китая и Гонконга, включая такие гиганты, как Baidu, Alibaba и JD. Суммарная капитализация этих компаний составляет более 1,8 трлн долл.⁸.

Сенат Конгресса США в июне 2021 г. одобрил Закон об ускорении подотчетности иностранных компаний, который по сути является поправкой к Закону HFCAA. В настоящее время законопроект находится на рассмотрении в Палате представителей. В соответствии с документом предельный срок предоставления Совету аудиторских отчетов публичных иностранных компаний с листингом на биржах США сокращается с трех до двух лет, по истечении которых их акции могут быть подвергнуты делистингу⁹.

8. Flatley D. Bain B. Senate overwhelmingly approves bill to delist certain Chinese companies. Here's who it could affect // *Fortune*. 20.05.2020. URL: <https://fortune.com/2020/05/20/senate-delist-chinese-companies-china-business-government/> (дата обращения: 17.12.2021).

9. Franzeres J. Why 'Delisting' Is a Worry in China-U.S. Market Mess: QuickTake // *Bloomberg*. 27.07.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-27/why-delisting-is-a-worry-in-china-u-s-market-mess-quicktake?sref=cus85deZ> (дата обращения: 08.12.2021).

Далее, 22 сентября 2021 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) приняла новое правило (впервые предложенное в мае с последующим двухмесячным общественным обсуждением), в соответствии с которым все иностранные компании со штаб-квартирами в национальных юрисдикциях, препятствующих соблюдению положений финансового права США, будут автоматически признаны не соблюдающими американское законодательство. Эта норма крайне важна в плане применения Закона HFCAA, поскольку благодаря ей его действие будет направлено на компании по принципу места основной операционной деятельности, а не места юридической регистрации. Таким образом, закон напрямую затронет головные структуры крупнейших китайских холдинговых компаний, а не только их относительно небольшие по размеру офшорные организации, которые непосредственно зарегистрированы на биржах США.

Несмотря на то, что в документе напрямую не упоминается Китай, очевидно, что мера в первую очередь направлена на него. По оценкам SEC, Китай (включая Гонконг) — единственная страна, чье правительство практически полностью игнорирует требования финансовых регуляторов США в части раскрытия информации и предоставления отчетности публичных компаний.

На сегодня листинг в США имеют около 150 компаний со штаб-квартирой, расположенной в Китае, или осуществляющих в этой стране основную операционную деятельность. В их числе ряд крупнейших госкорпораций, таких как China Life, PetroChina, China Telecom, China Unicom и China Eastern Airlines. При этом около 90% китайских компаний с американским листингом относятся к частному сектору и представляют собой в основном динамичные высокорентабельные фирмы¹⁰.

В сентябре 2021 г. во время выступления в Сенате председатель SEC Гари Генслер заявил, что в начале 2022 г. он рассчитывает обнародовать список публичных компаний, аудиторы которых отказываются предоставить свои рабочие документы Совету РСАОВ, что создаст общественное давление и репутационные риски для соответствующих аудиторских фирм.

Ответные заявления китайской стороны в целом носят обтекаемый характер, вместе с тем выдержаны в примирительном ключе. Так, 20 августа 2021 г. на регулярном заседании Комитета по регулированию ценных бумаг КНР (CSRC) было заявлено, что Китай предпримет ряд политических мер для дальнейшего открытия своего рынка капитала при координации развития и безопасности. В частности, будут предприняты усилия по созданию условий для облегчения китайско-американского сотрудничества в области аудиторского надзора, углубления взаимосвязи между рынками материального Китая и Гонконга и поддержки стабильного развития рынка капитала Гонконга¹¹.

Необходимо отметить, что китайско-американские разногласия в вопросе раскрытия информации существовали с момента введения в США положения об обязательном аудите иностранных компаний, однако накопленные за последние годы существенные убытки американских инвесторов в результате ее несоблюдения китайскими компаниями выдвинули этот вопрос на передний план регуляторной повестки США.

Более того, уже на протяжении ряда лет ведущие политические круги США обеспокоены многомиллиардными инвестициями американских инвесторов в акции китайских корпораций, возможными благодаря листингу последних на биржах США. Та-

10. Wei Shang-Jin. America's Delisting Threat Could Pay Off // *Project Syndicate*. 25.05.2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/benefit-of-threatening-to-delist-chinese-companies-by-shang-jin-wei-2020-05?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 23.12.2021).

11. 中国证监会召开2021年系统年中监管工作会议 [Комитет по регулированию ценных бумаг КНР открыл полугодовое заседание 2021 г. по регулятивной и надзорной работе]. 20.08.2021. URL: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202108/t20210820_403971.html (дата обращения: 05.12.2021).

ким образом, по их мнению, в значительной мере подрываются усилия технологических корпораций США в передовых высокотехнологичных сферах, включая разработки в сфере ИИ, больших данных, робототехники, беспилотных автомобилей и пр.

Вместе с тем непрозрачность китайских компаний позволяет им привлекать капитал в США в нарушение действующих регулятивных норм, американские же инвесторы не защищены от потери своих инвестиций в случае выявления этих нарушений¹².

Переломным в отношении американских регуляторов к этой проблеме стал случай с китайской сетью кофеен Luckin Coffee. Эта компания, основанная в Пекине в 2019 г. фактически как китайский аналог Starbucks, начала активное расширение в КНР: было открыто 2370 кофеен, а к началу 2020 г. по количеству точек планировалось обогнать Starbucks. Весной 2019 г. Luckin Coffee вышла на биржу NASDAQ с рыночной капитализацией 5,6 млрд долл.

Однако вскоре SEC обвинила Luckin Coffee в искажении финансовой отчетности и занижении показателя чистого убытка на 34%. На волне обвинений компания провела внутреннее расследование, которое выявило, что финансовые показатели со второго по четвертый квартал 2019 г. были завышены на 310 млн долл.

В результате скандала были уволены гендиректор и главный операционный директор компании, а биржа NASDAQ в апреле 2019 г. остановила торги акциями Luckin Coffee, цена которых обвалилась с 50 долл. (при капитализации 12,7 млрд долл.) до 4,4 долл. (при капитализации 731,5 млн долл.).

15 мая 2019 г. NASDAQ объявила, что торги акциями Luckin Coffee продолжатся до окончательного решения дисциплинарной биржевой комиссии. После возобновления торгов 20 мая цена акций компании упала до 2 долл.

По соглашению с SEC Luckin Coffee выплатила штраф в размере 180 млн долл. с целью урегулирования выдвинутых обвинений. Тем не менее, в июле ее акции были подвешены делистингу. Итоговые потери капитализации с начала разразившегося скандала в апреле составили 90%, или около 11 млрд долл.¹³.

В результате скандала с Luckin Coffee биржа NASDAQ приняла решение повысить для определенной категории компаний минимально допустимый объем финансовых сборов при проведении IPO до 25 млн долл. Вырученная компанией сумма также должна составлять не менее 25% ее рыночной капитализации после листинга. Соответствующие поправки в биржевом регламенте были одобрены SEC.

Новые требования касаются компаний из стран, в которых есть законы о тайне и другие правила, запрещающие американским регуляторам получать доступ к финансовым данным компании. Таким образом, Китай — основная страна, на которую направлены ограничения.

Биржа также потребует от таких компаний использовать услуги консультанта, компетентного в вопросах отчетности публичных компаний США, в случае если в их руководстве нет представителя с опытом работы в американской публичной компании.

По оценкам экспертов, новые требования NASDAQ в обозримой перспективе сократят количество IPO китайских компаний. Статистически это подтверждается данными поставщика финансовой информации Refinitiv, в соответствии с которыми за послед-

12. Klebnikov S. Chinese Companies Must Play By American Rules Or Be Banned From U.S. Exchanges, Senate Rules // *Forbes*. 20.05.2020. URL: <https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2020/05/20/chinese-companies-must-play-by-american-rules-or-be-banned-from-us-exchanges-senate-rules/#55de84b855cb> (дата обращения: 05.12.2021).

13. Fioretti J., Mookerjee I. There's a Long Way to Go Before China Abandons U.S. Listings // *Bloomberg*. 21.05.2020. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-21/there-s-long-way-to-go-before-china-inc-abandons-u-s-listings?srnd=technology-vp&sref=I3J6d079> (дата обращения: 07.12.2021).

ние 20 лет из 155 китайских компаний, получивших листинг на бирже NASDAQ, 40 компаний в результате IPO привлекли менее 25 млн долл.¹⁴.

В августе 2021 г. глава SEC Гэри Гэнслер впервые публично заявил о рисках для инвесторов, связанных с компаниями с переменной долей участия (variable interest entity — VIE), после чего размещения китайских акций в США с использованием схемы VIE были приостановлены вплоть до решения проблем с раскрытием информации у соответствующих эмитентов.

В частности, SEC потребовала от таких компаний прояснить свои финансовые связи для инвесторов и раскрыть риски, с которыми они могут столкнуться в случае регулятивного давления со стороны правительства Китая.

Схема VIE долгие годы позволяла китайским компаниям обходить ограничения Пекина на размещение акций за рубежом для определенных секторов экономики. В частности, благодаря структуре VIE корпорации стратегических отраслей из КНР (интернет-технологий, добычи, частного образования, финансового сектора) могли проводить IPO в США или Гонконге в обход запрета, предусмотренного т.н. «негативным списком» («Специальными административными мерами для доступа иностранных инвестиций»¹⁵, принятыми Госсоветом КНР), а также без официального разрешения Комитета по регулированию ценных бумаг КНР (CSRC).

Термин VIE вошел в широкий оборот в 2000 г., когда корпоративные юристы впервые применили его для компании Weibo (китайского аналога Twitter), разместившей акции в США. В настоящее время на американских биржах зарегистрированы акции около 100 китайских компаний со структурой VIE, а многие из них одновременно имеют листинг в Гонконге. В частности, наиболее известные и крупнейшие китайские интернет-компании, такие как Tencent, Alibaba, Pinduoduo, Baidu, JD и NetEase, работают в рамках структуры VIE.

В общем плане схема VIE выглядит следующим образом: в преддверии IPO китайская компания создает фирму-посредника в одном из офшоров (в большинстве случаев на Каймановых островах) и заключает с ней договор о перечислении части будущей прибыли в обмен на средства, полученные в результате IPO на зарубежной бирже. Таким образом, именно эта компания-посредник и выходит на биржу, то есть формально на американских биржах торгуются бумаги, удостоверяющие право на долю в бизнесе и прибыли в офшорной, а не китайской компании¹⁶.

Вместе с тем эксперты постоянно отмечали потенциальные уязвимости подобной структуры с точки зрения интересов инвесторов, главная из которых заключается в том, что инвесторы приобретают ценные бумаги зарубежных компаний (VIE), которые не владеют базовыми активами операционных компаний. Таким образом, в случае финансовой реструктуризации инвесторы могут иметь ограниченные возможности для получения своих активов или денежного возмещения¹⁷.

14. Nasdaq to tighten requirements for companies seeking to list // *Financial Times*. 19.05.2020. URL: <https://www.ft.com/content/37849c96-a932-43cc-8d0a-77a21675fef6> (дата обращения: 05.12.2021).

15. На протяжении последних лет «негативный список» постоянно сокращается. В настоящее время он включает 33 пункта, ключевые из которых, 16–17, запрещают иностранный капитал в новостных интернет-сервисах, издательской деятельности, интернет-радио и интернет-телевидении.

16. Chen L. Y. Surane J. China's Overseas IPOs // *Bloomberg*. 28.12.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/chinas-fraught-ipos?sref=cus85deZ> (дата обращения: 29.12.2021).

17. Klein J.X. US takes new step on delisting Chinese companies from stock exchanges for audit violations // *South China Morning Post*. 23.09.2021. URL: <https://www.scmp.com/news/china/article/3149727/us-takes-new-step-delisting-chinese-companies-stock-exchanges-audit> (дата обращения: 25.12.2021).

Наиболее известный случай, когда риски непрозрачности схемы VIE реализовались, имел место в 2012 г., когда компания Alibaba вывела платежную систему Alipay за периметр группы компаний и перевела ее на баланс структуры, подконтрольной основателю Alibaba Джеку Ма. Корпорация Yahoo, которой на тот момент принадлежали 43% акций Alibaba Group, и Softbank с 30% акций не были оповещены о проведенной реструктуризации. Д. Ма позднее объяснил, что только таким образом можно было соблюсти требования китайских регуляторов. Вскоре доля Yahoo в Alibaba была выкуплена за незначительную сумму, а Softbank по-прежнему остается одним из крупнейших акционеров китайского интернет-гиганта¹⁸.

В отличие от широких масс частных инвесторов крупные институциональные инвесторы всегда осознавали специфические риски, связанные с использованием структуры VIE. Так, по данным исследования, опубликованного в 2017 г., рынки в среднем закладывали 30%-й дисконт в стоимость китайских компаний, использующих структуру VIE. Причем чем меньше были размер компании и ее доля бизнеса за рубежом, тем больше составлял дисконт. Факторами уменьшения дисконта являлись политические связи членов советов директоров, обслуживание одной из аудиторских компаний «Большой четверки» и значительная доля институциональных инвесторов в структуре акционерного капитала¹⁹.

По ряду причин в последние годы перспективные китайские компании стремились размещать акции в США, а не в Шанхае или Шэньчжэне. Во-первых, их иностранные институциональные и венчурные инвесторы не хотели подпадать под действие валютного контроля в Китае. Во-вторых, американский листинг китайской компании зачастую упрощает для нее доступ к кредитам и государственным субсидиям на родине.

Помимо этого на материковых китайских биржах действуют намного более жесткие требования к листингу, а процесс одобрения заявки регулятором является крайне длительным. Так, корпорации Amazon и Facebook не смогли бы выйти на биржу в Китае в период проведения своих IPO в США, поскольку их рентабельность на тот момент не соответствовала требованиям китайского регулятора²⁰.

Что касается Гонконгской биржи, в отличие от материковых бирж здесь нет контроля над потоками капитала, однако требования к листингу в ряде аспектов строже, чем в США. Например, если в США разрешено наделять акции различного класса неравными правами голоса (как в случае с акциями Alibaba и Didi), то в Гонконге ранее регулятор требовал, чтобы в структуре капитала компании любой отдельно взятый объем голосующих прав был эквивалентен доле акционерного участия. В мировой практике преобладает мнение о том, что диспаритет голосующих и финансовых прав способствует ухудшению корпоративного управления, поскольку создает для контролирующих акционеров потенциальную возможность обогащаться за счет сделок, совершаемых в ущерб остальным инвесторам.

Однако в попытке приблизить уровень своей конкурентоспособности к американским биржам Гонконгская фондовая биржа в 2018 г. разрешила технологическим и

18. Дадашова К., Позычанюк В. Крокодил в реке Янцзы: как Джек Ма построил самый дорогой финтех в мире и почему сорвалось его IPO // *The Bell*. 09.11.2020. URL: <https://thebell.io/krokodil-v-reke-yanzzy-kak-dzhek-ma-postroil-samyj-dorogoj-fintech-v-mire-i-pochemu-sorvalos-ego-ipo> (дата обращения: 28.12.2021).

19. Hopkins J., Lang M., Zhao D. When Enron Met Alibaba: The Rise of VIEs in China // *Harvard Business School*. May 2017. URL: https://www.hbs.edu/faculty/Shared%20Documents/conferences/2017-imo/Mark_Lang_HLZ.pdf (дата обращения: 12.12.2021).

20. Wang E. Nasdaq to tighten listing rules, restricting Chinese IPOs // *Reuters*. 19.05.2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-nasdaq-china-listings-exclusive/exclusive-nasdaq-to-tighten-listing-rules-restricting-chinese-ipos-sources-idUSKB22V01Q> (дата обращения: 10.12.2021).

биотехнологическим компаниям подразделять акции на различные типы в американском стиле. Мера оказалась действенной, и с тех пор стало расти количество китайских компаний с листингом в Гонконге или с двойным листингом — в Гонконге и Нью-Йорке. Например, акции Tencent, крупнейшей в Китае компании в сфере социальных сетей, сначала были зарегистрированы в Гонконге, и лишь затем у них появился параллельный листинг в Нью-Йорке. В настоящее время коэффициент цена к прибыли (P/E — ключевой показатель при оценке акций, обращающихся на бирже) Tencent выше, чем у Facebook, её ближайшего американского аналога²¹.

Принимая во внимание потенциальные риски использования структуры VIE, власти КНР сохраняют за собой право признания данной схемы незаконной в отношении любой компании, акции которой уже торгуются на зарубежной бирже. В частности, к такому выводу пришли в юридической фирме Robins Kaplan Miller & Ciresi LLP в 2014 г. в результате анализа китайского коммерческого права. Подобный прецедент имел место еще в 2012 г., когда Верховный народный суд КНР расторг заключенное в рамках структуры VIE соглашение между гонконгским Minsheng Bank и его материковой материнской компанией, фактически лишив инвесторов гонконгского подразделения права на получение дивидендов по акциям²².

Возможны несколько сценариев массового делистинга китайских компаний с американских бирж. Худший, при этом маловероятный вариант для инвесторов, состоит в том, что компания обанкротится и её ценные бумаги станут бесполезными или же стоимость акций практически обнулится в результате активной распродажи в преддверии делистинга.

Вместе с тем существуют несколько более вероятных и позитивных сценариев. Первый сценарий реализуется в случае, если акции компании на момент ее делистинга торгуются на двух площадках — в США и на одной из китайских бирж. Тогда американские депозитарные расписки (АДР) будут обмениваться на акции, обращающиеся на китайских биржах (в Гонконге или материковом Китае). Например, в мае 2021 г. крупные инвесторы смогли обменять АДР китайских операторов связи China Mobile, China Telecom и China Unicom на гонконгские бумаги после их делистинга в США. С точки зрения соблюдения прав инвесторов подобная конвертация является наиболее предпочтительным вариантом²³.

Однако в указанном сценарии необходимо учитывать национальную юрисдикцию инвесторов. Например, российских инвесторов, вложившихся в АДР китайских компаний через российские биржи, в случае их делистинга ожидает заморозка инвестиций, поскольку Московская и Санкт-Петербургская биржи пока не предоставляют своим членам прямой доступ к китайским биржам²⁴.

Второй сценарий актуален для китайских компаний, имеющих листинг только на биржах в США — их акции будут заморожены на неопределенный срок для инвесторов всех национальных юрисдикций.

21. Wei Shang-Jin. What if America Delists Chinese Firms? // *Project Syndicate*. 21.07.2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-threat-to-delist-chinese-firms-by-shang-jin-wei-2021-07?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 05.12.2021).

22. Millman G.J. Alibaba's IPO Puts VIE Structure in the Spotlight // *Wall Street Journal*. 22.09.2014. URL: <https://www.wsj.com/articles/BL-252B-5198> (дата обращения: 27.12.2021).

23. Ping C.K., Osipovich A. NYSE to Delist Chinese Telecom Carriers After Rejecting Appeals // *Wall Street Journal*. 07.05.2021. URL: <https://www.wsj.com/articles/nyse-to-delist-chinese-telecoms-carriers-after-rejecting-appeals-11620394719> (дата обращения: 19.12.2021).

24. Полянский Д. На российских биржах появятся акции компаний из КНР и Гонконга // *РБК Инвестиции*. 04.06.2021. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60b9116c9a794740d9e17b22> (дата обращения: 18.12.2021).

Третий сценарий предполагает возможность для инвесторов после делистинга распорядиться акциями на внебиржевом рынке США, где сделки проводятся напрямую, без участия бирж. Децентрализованные торги не подпадают под надзор регуляторов США. Требования для регистрации и торговли внебиржевыми акциями также менее строгие, чем на бирже. Однако в случае если регулятором будет введен запрет на приобретение определенных акций резидентами США (как это было в случае с China Mobile, China Telecom и China Unicom), внебиржевая торговля этими бумагами также станет невозможной²⁵.

И, наконец, существует сценарий обратного выкупа акций компаниями-эмитентами. В этом случае инвесторам, вероятно, придется зафиксировать убытки, поскольку в период времени после делистинга и до обратного выкупа акции могут потерять значительную часть стоимости. Так, в конце июля 2021 г. появились сообщения о том, что Didi, крупнейший китайский сервис заказа такси, рассматривает возможность обратного выкупа акций у инвесторов. Однако к тому времени бумаги подешевели на 37% в результате беспрецедентного регулятивного давления на компанию, начавшегося в июне 2021 г. (всего через несколько дней после очень крупного IPO Didi в США стоимостью 4,4 млрд долл.) в связи с выявленными проблемами безопасности данных в Интернете. Случай Didi вызвал серьезную озабоченность SEC, поскольку китайские регуляторы своими действиями фактически обрушили акции компании, в результате чего пострадали американские инвесторы²⁶.

После делистинга обратный выкуп собственных акций в большинстве случаев осуществляется компаниями посредством тендерного предложения с последующим повторным IPO на другой бирже. Однако такой подход может нанести существенный ущерб инвесторам, поскольку в рамках тендерного предложения оценка компании зачастую значительно ниже ее реальной рыночной стоимости. Необходимо также учитывать, что многие китайские компании, в том числе JD и Alibaba, используют двухклассовую систему акций, которая обеспечивает руководству большинство голосов, поэтому все прочие акционеры, включая иностранных, не смогут заблокировать заведомо невыгодное тендерное предложение.

Подобный вариант развития событий может вызвать противодействие со стороны американских компаний и фондов-акционеров китайских компаний. Например, Walmart владеет более 9% акций JD, инвестиционные фонды Blackrock и Vanguard входят в число крупнейших акционеров Alibaba, Baidu и той же JD²⁷.

В логику описанного сценария в целом укладывается модель делистинга, предложенная профессором права Гарвардского университета Джессом Фрайдом. По его мнению, власти Китая с помощью разных запретов постараются максимально снизить капитализацию китайских компаний с листингом в США, что позволит избранным китайским инвесторам крайне дешево провести их делистинг и приобрести первоклассные активы со значительной скидкой.

В качестве примера можно привести случай компании Qihoo 360, акции которой в 2015 г. были выкуплены за 9,3 млрд долл. группой частных китайских инвесторов во главе с президентом компании. Компания стала частной, покинув биржевую площадку в

25. Barrett E. What happens to an investor's shares when a company delists? // *Fortune*. 21.05.2020.

URL: <https://fortune.com/2020/05/21/delist-chinese-company-shares-what-happens/> (дата обращения: 22.12.2021).

26. How the delisting of Chinese firms on American exchanges might play out // *Economist*. 14.08.2021. URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/08/14/how-the-delisting-of-chinese-firms-on-american-exchanges-might-play-out> (дата обращения: 11.12.2021).

27. Страх и ужас в акциях Китая. Разбираемся в ситуации // Информационный портал «Смарт-лаб». 28.08.2021. URL: <https://smart-lab.ru/blog/719601.php> (дата обращения: 15.12.2021).

США. Через два года в 2017 г. компания снова стала публичной, проведя размещение на Шанхайской бирже, при этом её капитализация составила уже 56 млрд долл. Президент Qihoo 360 заработал на этой сделке 12 млрд долл. Аналогичные примеры делистинга с американской биржи с последующим, многократно большим по стоимости IPO на китайской бирже, представляют собой компании Mindray Medical и Wuxi Pharmatech.

На сегодняшний день массовый делистинг китайских компаний с американских бирж в результате дальнейшего ужесточения регулятивной инфраструктуры большинством экспертов все же рассматривается как маловероятный сценарий. Один из главных аргументов заключается в том, что регуляторы в США не склонны принимать решения, которые влекут за собой прямые потери для американских инвесторов, в то время как делистинг динамичных высокорентабельных китайских компаний может снизить доходность инвестиций американских инвесторов-представителей среднего класса, поскольку их пенсионным фондам, как правило, разрешено инвестировать средства только в ценные бумаги с листингом на биржах США.

Серьезные финансовые потери в случае делистинга также ожидают венчурных инвесторов, у которых быстрорастущие китайские стартапы традиционно пользуются популярностью. Большие убытки понесут инвестиционные банки-организаторы и спонсоры публичных размещений акций. Например, главными андеррайтерами IPO Didi были мировые флагманы инвестиционного бизнеса — Goldman Sachs, Morgan Stanley и JP Morgan Chase & Co. Американские фондовые биржи тоже потеряют значительную часть бизнеса. Тем временем большинство американских хедж-фондов, фондов взаимных инвестиций, а также крупные частные инвесторы по-прежнему смогут вкладываться в китайские компании с листингом в Гонконге и даже (хотя и с меньшим удобством и простотой) в компании с листингом на биржах материкового Китая.

Необходимо также учитывать, что к делистингу ряда компаний могут привести действия самих китайских властей, такие как беспрецедентное антимонопольное давление на сектор интернет-коммерции во главе с Alibaba, скандал вокруг Didi, перевод образовательных интернет-платформ в разряд некоммерческих организаций, т.е. фактически запрет для них на получение прибыли, а также ужесточение требований для сервисов по доставке еды.

Подобные действия китайского правительства можно объяснить, с одной стороны, интересами национальной кибербезопасности, с другой — стремлением переориентироваться с экспортной модели на экономику внутреннего потребления. В частности, жесткие антимонопольные меры, вероятно, принимаются с тем, чтобы уменьшить влияние технологических гигантов и таким образом повысить общую конкуренцию в секторе²⁸.

Подводя итог, можно прогнозировать, что в среднесрочной перспективе негативный международный фон для китайских активов будет нарастать, а интерес к ним глобальных инвесторов — постепенно падать. В целом рыночная оценка китайского бизнеса в рамках IPO приобретет тенденцию к снижению.

Новые регулятивные требования SEC к аудиту отчетности с 2022 г. заметно увеличат расходы китайских компаний на листинг в США. Для небольших (с капитализацией 1–3 млрд долл.) компаний это обстоятельство может стать дополнительным аргументом в пользу добровольного ухода с американских бирж.

28. *Компан И.* Зачем Китай убивает свои лучшие компании и что ждет инвесторов // *Финансовый портал «Минфин»*. 23.07.2021. URL: <https://minfin.com.ua/invest/articles/nad-kitayskimi-kompaniyami-sguschayutsya-tuchi-kak-eto-mozhet-pomoch-investoram/> (дата обращения: 23.12.2021).

Вместе с тем даже на фоне обострения китайско-американских отношений и принятия в США Закона о холдинговой отчетности иностранных компаний количество инновационных китайских компаний, стремящихся разместить свои акции на американских биржах, пока не снижается. Только за первые шесть месяцев 2021 г. первичное размещение акций на биржах США провели 36 китайских компаний — столько же, сколько за весь 2020 г. Причем IPO Didi (4,4 млрд долл.) стало вторым крупнейшим китайским размещением акций за рубежом после рекордного размещения Alibaba в 2014 г. (25 млрд долл.).

Литература

- Абрамов А.Е., Косырев А.Г., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Опыт и уроки публичных размещений акций на фондовых рынках США, Китая и России // *Экономическое развитие России*, 2021. Т. 28. № 5.
- Гамза Л.А. Технологическое противостояние США и Китая в АТР // *Россия и АТР*, 2020. № 3(109). DOI: 10.24411/1026–8804–2020–10038.
- Дадашова К., Позычанюк В. Крокодил в реке Янцзы: как Джек Ма построил самый дорогой финтех в мире и почему сорвалось его IPO // *The Bell*. 09.11.2020. URL: <https://thebell.io/krokodil-v-reke-yantszy-kak-dzhek-ma-postroil-samyj-dorogoj-finteh-v-mire-i-pochemu-sorvalos-ego-ipo> (дата обращения: 28.12.2021).
- Компан И. Зачем Китай убивает свои лучшие компании и что ждет инвесторов // *Финансовый портал «Минфин»*. 23.07.2021. URL: <https://minfin.com.ua/invest/articles/nad-kitayskimi-kompaniyami-sguschayutsya-tuchi-kak-eto-mozhet-pomoch-investoram/> (дата обращения: 23.12.2021).
- Лексютин Я.В. Американо-китайские отношения в 2018–2019 гг.: торговая война и процесс декаплинга // *Мировая экономика и международные отношения*, 2020. Т. 64. № 6. DOI: 10.20542/0131–2227–2020–64–6–85–93.
- Перова М.К. Компании Китая в высокотехнологичных отраслях экономики США // *Пространственная экономика*, 2020. Т. 16. № 3. DOI: 10.14530/se.2020.3.139–155.
- Перова М.К. Прямые инвестиции Китая в США: современные тенденции и вопросы регулирования // *Законодательство и экономика*, 2017. № 2.
- Полянский Д. На российских биржах появятся акции компаний из КНР и Гонконга // *РБК Инвестиции*. 04.06.2021. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60b9116c9a794740d9e17b22> (дата обращения: 18.12.2021).
- Супян В.Б. Американо-китайские торгово-экономические отношения: причины кризиса и его перспективы // *Российский внешнеэкономический вестник*, 2019. № 9.
- Barrett E. What happens to an investor's shares when a company delists? // *Fortune*. 21.05.2020. URL: <https://fortune.com/2020/05/21/delist-chinese-company-shares-what-happens/> (дата обращения: 22.12.2021).
- Chen L.Y. Surane J. China's Overseas IPOs // *Bloomberg*. 28.12.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/chinas-fraught-ipos?sref=cus85deZ> (дата обращения: 29.12.2021).
- Fioretti J. Mookerjee I. There's a Long Way to Go Before China Abandons U.S. Listings // *Bloomberg*. 21.05.2020. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-21/there-s-long-way-to-go-before-china-inc-abandons-u-s-listings?srnd=technology-vp&sref=I3J6d079> (дата обращения: 07.12.2021).
- Flatley D., Bain B. Senate overwhelmingly approves bill to delist certain Chinese companies. Here's who it could affect // *Fortune*. 20.05.2020. URL: <https://fortune.com/2020/05/20/senate-delist-chinese-companies-china-business-government/> (дата обращения: 17.12.2021).
- Franzeres J. Why 'Delisting' Is a Worry in China-U.S. Market Mess: QuickTake // *Bloomberg*. 27.07.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-27/why-delisting-is-a-worry-in-china-u-s-market-mess-quicktake?sref=cus85deZ> (дата обращения: 08.12.2021).
- Hopkins J., Lang M., Zhao D. When Enron Met Alibaba: The Rise of VIEs in China // *Harvard Business School*. May 2017. URL: https://www.hbs.edu/faculty/Shared%20Documents/conferences/2017-imo/Mark_Lang_HLZ.pdf (дата обращения: 12.12.2021).

- Klebnikov S. Chinese Companies Must Play By American Rules Or Be Banned From U.S. Exchanges, Senate Rules // *Forbes*. 20.05.2020. URL: <https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2020/05/20/chinese-companies-must-play-by-american-rules-or-be-banned-from-us-exchanges-senate-rules/#55de84b855cb> (дата обращения: 05.12.2021).
- Klein J.X. US takes new step on delisting Chinese companies from stock exchanges for audit violations // *South China Morning Post*. 23.09.2021. URL: <https://www.scmp.com/news/china/article/3149727/us-takes-new-step-delisting-chinese-companies-stock-exchanges-audit> (дата обращения: 25.12.2021).
- Millman G.J. Alibaba's IPO Puts VIE Structure in the Spotlight // *Wall Street Journal*. 22.09.2014. URL: <https://www.wsj.com/articles/BL-252B-5198> (дата обращения: 27.12.2021).
- Ping C.K., Osipovich A. NYSE to Delist Chinese Telecom Carriers After Rejecting Appeals // *Wall Street Journal*. 07.05.2021. URL: <https://www.wsj.com/articles/nyse-to-delist-chinese-telecoms-carriers-after-rejecting-appeals-11620394719> (дата обращения: 19.12.2021).
- Wang E. Nasdaq to tighten listing rules, restricting Chinese IPOs // *Reuters*. 19.05.2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-nasdaq-china-listings-exclusive/exclusive-nasdaq-to-tighten-listing-rules-restricting-chinese-ipos-sources-idUSKBN22V01Q> (дата обращения: 10.12.2021).
- Wei Shang-Jin. America's Delisting Threat Could Pay Off // *Project Syndicate*. 25.05.2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/benefit-of-threatening-to-delist-chinese-companies-by-shang-jin-wei-2020-05?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 23.12.2021).
- Wei Shang-Jin. What if America Delists Chinese Firms? // *Project Syndicate*. 21.07.2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-threat-to-delist-chinese-firms-by-shang-jin-wei-2021-07?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 05.12.2021).
- 中国证监会召开2021年系统年中监管工作会议 [Комитет по регулированию ценных бумаг КНР открыл полугодовое заседание 2021 г. по регулятивной и надзорной работе]. 20.08.2021. URL: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwdd/202108/t20210820_403971.html (дата обращения: 05.12.2021).

ECONOMICS

Chinese Companies on the US Stock Exchanges in the Context of Aggravation of Sino-American Relations: the Relationship of the National Markets, Delisting Risks and Possible Scenarios

Ivan V. Vakhrushin

Ph.D. (Economics), Senior Research Scholar, Center for Asia Pacific Studies, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations of the Russian Academy of Sciences (IMEMO) (address: 23, Profsoyuznaya Str., Moscow, 117997, Russian Federation).
ORCID: 0000-0002-6750-4620. E-mail: Ivmarin14@mail.ru.

Received 24.01.2022.

Abstract:

The article analyzes the relationship between national stock markets of China and the United States which results in conclusion about prevalence of indirect psychological connection between them. It also considers the issues related to future prospects of Chinese companies on the US stock exchanges and the risk of their delisting in the context of sharp aggravation of Sino-American relations and active actions of the US Securities and Exchange Commission (SEC), aimed at tightening the requirements for auditing, financial reporting and data disclosure by the US-listed foreign companies. The process of forming a new regulatory framework for delisting Chinese companies with adoption of the core Holding Financial Companies Accountable Act (HFCAA) is disclosed. The IPO scheme by Chinese companies through variable interest entities (VIE) is reflected, and related risks are identified. The competitive potential of national stock exchanges in terms of attracting Chinese IPOs is analyzed with conclusion about significantly stricter requirements and lengthy procedures on Chinese exchanges in comparison with American ones. It is assumed that presently the mass delisting of Chinese companies from American exchanges seems an unlikely scenario. At the same time, the full range of delisting scenarios is considered from the most preferred option for investors (conversion of American securities into shares on Chinese exchanges) to the worst (freezing of shares for an indefinite period).

The article was prepared within the project “Post-crisis world order: challenges and technologies, competition and cooperation” supported by the grant from Ministry of Science and Higher Education of the Russian Federation program for research projects in priority areas of scientific and technological development (Agreement № 075–15–2020–783).

Key words:

Sino-American relations, Chinese foreign-listed companies, the US stock exchanges, foreign public companies data disclosure, Chinese companies delisting risks, US Securities and Exchange Commission (SEC), securities market regulatory framework, variable interest entities (VIE).

For citation:

Vakhrushin I.V. Chinese Companies on the US Stock Exchanges in the Context of Aggravation of Sino-American Relations: the Relationship of the National Markets, Delisting Risks and Possible Scenarios // *Far Eastern Studies*. 2022. No. 1. Pp. 96–110. DOI: 10.31857/S013128120018444-9.

References

- Abramov A.E., Kosyrev A.G., Radygin A.D., Chernova M.I.* Opyt i uroki publichnyh razmeshchenij akcij na fondovyh rynkah SSHA, Kitaya i Rossii [Experiences and Lessons of Public Offerings on the Stock Markets of the USA, China and Russia]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii*, 2021. T. 28. No. 5. (In Russ.).
- Barrett E.* What happens to an investor's shares when a company delists? *Fortune*. 21.05.2020. URL: <https://fortune.com/2020/05/21/delist-chinese-company-shares-what-happens/> (accessed: 22.12.2021).
- Chen L.Y., Surane J.* China's Overseas IPOs. *Bloomberg*. 28.12.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/chinas-fraught-ipos?sref=cus85deZ> (accessed: 29.12.2021).
- Dadashova K., Pozychanyuk V.* Krokodil v reke Yancy: kak Dzhek Ma postroil samyj dorogoj fintekh v mire i pochemu sorvalos' ego IPO [Crocodile in the Yangtze River: how Jack Ma built the most expensive fintech in the world and why his IPO failed]. *The Bell*. 09.11.2020. URL: <https://thebell.io/krokodil-v-reke-yantszy-kak-dzhek-ma-postroil-samyj-dorogoj-fintekh-v-mire-i-pochemu-sorvalos-ego-ipo> (accessed: 28.12.2021). (In Russ.).
- Fioretti J., Mookerjee I.* There's a Long Way to Go Before China Abandons U.S. Listings. *Bloomberg*. 21.05.2020. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-21/there-s-long-way-to-go-before-china-inc-abandons-u-s-listings?srnd=technology-vp&sref=13J6d079> (accessed: 07.12.2021).
- Flatley D., Bain B.* Senate overwhelmingly approves bill to delist certain Chinese companies. Here's who it could affect. *Fortune*. 20.05.2020. URL: <https://fortune.com/2020/05/20/senate-delist-chinese-companies-china-business-government/> (accessed: 17.12.2021).
- Franzeres J.* Why 'Delisting' Is a Worry in China-U.S. Market Mess: QuickTake. *Bloomberg*. 27.07.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-27/why-delisting-is-a-worry-in-china-u-s-market-mess-quicktake?sref=cus85deZ> (accessed: 08.12.2021).
- Gamza L.A.* Tekhnologicheskoe protivostoyanie SSHA i Kitaya v ATR [Technological Confrontation between the US and China in the Asia-Pacific Region]. *Rossiya i ATR*, 2020. No. 3(109). DOI: 10.24411/1026-8804-2020-10038. (In Russ.).
- Hopkins J., Lang M., Zhao D.* When Enron Met Alibaba: The Rise of VIEs in China. *Harvard Business School*. May 2017. URL: https://www.hbs.edu/faculty/Shared%20Documents/conferences/2017-imo/Mark_Lang_HLZ.pdf (accessed: 12.12.2021).
- Klebnikov S.* Chinese Companies Must Play By American Rules Or Be Banned From U.S. Exchanges, Senate Rules. *Forbes*. 20.05.2020. URL: <https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2020/05/20/chinese-companies-must-play-by-american-rules-or-be-banned-from-us-exchanges-senate-rules/#55de84b855cb> (accessed: 05.12.2021).
- Klein J.X.* US takes new step on delisting Chinese companies from stock exchanges for audit violations. *South China Morning Post*. 23.09.2021. URL: <https://www.scmp.com/news/china/article/3149727/us-takes-new-step-delisting-chinese-companies-stock-exchanges-audit> (accessed: 25.12.2021).
- Kompan I.* Zachem Kitaj ubivaet svoi luchshie kompanii i chto zhdet investorov [Why is China killing its best companies and what awaits investors]. *Finansovyy portal «Minfin»*. 23.07.2021. URL: <https://minfin.com.ua/invest/articles/nad-kitayskimi-kompaniyami-sguschayutsya-tuchi-kak-eto-mozhet-pomoch-investoram/> (accessed: 23.12.2021). (In Russ.).
- Leksyutina YA.V.* Amerikano-kitajskie otnosheniya v 2018–2019 gg.: torgovaya vojna i process dekaplinga [US-China Relations in 2018–2019: Trade War and the Process of Decoupling]. *Mirovaya eko-*

- nomika i mezhdunarodnye otnosheniya*, 2020. T. 64. No. 6. DOI: 10.20542/0131-2227-2020-64-6-85-93. (In Russ.).
- Millman G.J. Alibaba's IPO Puts VIE Structure in the Spotlight. *Wall Street Journal*. 22.09.2014. URL: <https://www.wsj.com/articles/BL-252B-5198> (accessed: 27.12.2021).
- Perova M. K. Kompanii Kitaya v vysokotekhnologichnyh otraslyah ekonomiki SSHA [Chinese Companies in US High-Tech Sectors]. *Prostranstvennaya ekonomika*, 2020. T. 16. No. 3. DOI: 10.14530/se.2020.3.139-155. (In Russ.).
- Perova M. K. Pryamye investicii Kitaya v SSHA: sovremennye tendencii i voprosy regulirovaniya [China's Direct Investment in the United States: current trends and regulatory issues]. *Zakonodatel'stvo i ekonomika*, 2017. No. 2. (In Russ.).
- Ping C.K., Osipovich A. NYSE to Delist Chinese Telecom Carriers After Rejecting Appeals. *Wall Street Journal*. 07.05.2021. URL: <https://www.wsj.com/articles/nyse-to-delist-chinese-telecoms-carriers-after-rejecting-appeals-11620394719> (accessed: 19.12.2021).
- Polyanskij D. Na rossijskikh birzhah poyavlyatsya akcii kompanij iz KNR i Gonkong [Shares of companies from China and Hong Kong will appear on Russian stock exchanges]. *RBK Investicii*. 04.06.2021. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/60b9116c9a794740d9e17b22> (accessed: 18.12.2021). (In Russ.).
- Supyan V. B. Amerikano-kitajskie torgovo-ekonomicheskie otnosheniya: prichiny krizisa i ego perspektivy [US-China Trade Relations: Causes of Crisis and Prospects]. *Rossijskij vneshneekonomicheskij vestnik*, 2019. No. 9. (In Russ.).
- Wang E. Nasdaq to tighten listing rules, restricting Chinese IPOs. *Reuters*. 19.05.2020. URL: <https://www.reuters.com/article/us-nasdaq-china-listings-exclusive/exclusive-nasdaq-to-tighten-listing-rules-restricting-chinese-ipos-sources-idUSKBN22V01Q> (accessed: 10.12.2021).
- Wei Shang-Jin. America's Delisting Threat Could Pay Off. *Project Syndicate*. 25.05.2020. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/benefit-of-threatening-to-delist-chinese-companies-by-shang-jin-wei-2020-05?barrier=accesspaylog> (accessed: 23.12.2021).
- Wei Shang-Jin. What if America Delists Chinese Firms? *Project Syndicate*. 21.07.2021. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/america-threat-to-delist-chinese-firms-by-shang-jin-wei-2021-07?barrier=accesspaylog> (accessed: 05.12.2021).
- 中国证监会召开2021年系统年中监管工作会议 [The China Securities Regulatory Commission Opens Semi-Annual Meeting on Regulatory and Supervisory Activities 2021]. 20.08.2021. URL: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202108/t20210820_403971.html (accessed: 05.12.2021). (In Chin.).