

Sebastian Heilmann\*

## Der Aktienmarkt der VR China: Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln

Der chinesische Aktienmarkt, der sich zu einem der bedeutendsten *emerging markets* mit einer Marktkapitalisierung von 581 Mrd. US\$ (Ende 2000) entwickelt hat, weist seit den ersten Anfängen besondere Antriebskräfte und Spielregeln auf, die sich von Aktienmärkten im gängigen marktwirtschaftlichen Verständnis deutlich unterscheiden: Der Wertpapierhandel dient dem politischen Zweck, die sehr hohen privaten Spareinlagen der chinesischen Haushalte für Investitionen im Staatssektor der Wirtschaft zu mobilisieren; private Kapitalmittel werden auf dem Wege des Aktienmarktes der Verfügung durch staatliche Stellen unterworfen.<sup>1</sup> Vor diesem Hintergrund spielen staatliche Akteure eine herausragende Rolle auch bei Börseneinführungen (Initial Public Offerings, IPO) und im Börsenhandel. Es offenbart sich ein differenziertes Feld von marktbeherrschenden, eng mit staatlichen Stellen verbundenen Insidern, die mittels ihrer Informationsvorteile und durch ein aktives IPO- und Kurs-„Management“ systematisch gegenüber weniger gut informierten Anlegern profitieren.

In dieser Studie sollen die Akteure am chinesischen Aktienmarkt und die zwischen ihnen etablierten informellen Spielregeln genauer untersucht werden. Der erste Abschnitt stellt wichtige Akteure am chinesischen Aktienmarkt vor. Die Tätigkeiten staatlicher Akteure (Zentralregierung, Wertpapieraufsichtskommission, regionale Regierungen) und die Rolle staatlicher börsennotierter Unternehmen sollen im Kontext der Fallstudien zu Börseneinführungen (Abschnitt 2) und zum Aktienhandel (Abschnitt 3) eingehend erörtert werden. In Abschnitt 4 werden Grundstrukturen von „grauen“ Märkten für Wertpapiere und Börseninformationen dargelegt. In den beiden Schlussteilen werden die im chinesischen Wertpapierhandel erkennbaren inoffiziellen Spielregeln in das Modell des „administrativen Marktes“ eingeordnet und Konsequenzen der engen Beziehungen zwischen Regulierern und Regulierten („regulatory capture“, „Finanzoligarchie“) erörtert.

<sup>1</sup>Siehe hierzu ausführlich Sebastian Heilmann (2001), „Der chinesische Aktienmarkt (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel“. Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.3, May 2001, unter <http://www.asienpolitik.de>.

## 1 Schlüsselakteure im chinesischen Aktienmarkt

Im chinesischen Börsenjargon wird scharf zwischen Kleinanlegern als „Verstreuten Spielern“ (*sanhu*) und Großanlegern einschließlich institutioneller Investoren als „Großen Spielern“ (*dahu*) unterschieden. Eine zentrale Rolle nehmen nicht nur in der Börsenmythologie, sondern – wie wir sehen werden – auch in der Börsenrealität so genannte „Spielmacher“ (*zhuangjia*) unter den Großanlegern ein, die durch aktive Kursgestaltung den Markt zumindest phasenweise kontrollieren.<sup>2</sup>

Die Kleinanleger sind zwar eine äußerst heterogene Gruppe. In der chinesischen Börsen-debatte werden sie jedoch als einheitlicher kollektiver Akteur gezeichnet, der immer wieder als Opfer für die Marktmanipulation von Großanlegern oder die willkürlichen Markteingriffe von Regierungsstellen dargestellt wird.<sup>3</sup> Nach offiziellen Angaben waren bis Ende 2000 rund 58 Mio. Aktiendepots in Shanghai und Shenzhen eröffnet. Da aber der Großteil der Anleger an beiden Börsenplätzen separat ein Aktiendepot unterhält, liegt die tatsächliche Zahl der Anleger bei schätzungsweise nur rund 30 Mio. Da nach Untersuchungen der Börse Shanghai auch noch mehr als die Hälfte der Aktiendepots zumindest zeitweise „leer“ (also ohne dort registrierte Wertpapiere) sind, reduziert sich die Zahl der kontinuierlich aktiven Anleger nochmals deutlich.<sup>4</sup>

„Großanleger“ (*dahu*) waren in der Gründungsphase des Aktienmarktes vor 1992 gewöhnlich private Investoren, die das Kapital an der Börse einsetzten, das sie seit Einleitung der Reformpolitik 1978 in privaten unternehmerischen Tätigkeiten oder aber auf verschiedenen Schwarzmärkten erlangt hatten.<sup>5</sup> Die Großanleger aus der Gründungsphase stellten bereits die Spielregeln auf, die bis heute für die Börsentätigkeit vieler Großinvestoren gelten: Ziel ist es, bestimmte Aktien „kurz anzubraten“ (*chao*), d.h. durch kurzfristige An- und Verkäufe die Kursdifferenzen für Gewinnmitnahmen zu nutzen. Im besten Falle gelingt es, durch mit anderen Großanlegern abgestimmte Aktionen den Kurs einer Aktie so hochzutreiben, dass die Masse der Kleinanleger ihre Käufe auf diese Aktie konzentriert. Für die zuvor eingestiegenen Großanleger bestehen dann erhebliche Möglichkeiten zu Gewinnmitnahme, bevor die Kurse zu Lasten der Kleinanleger abstürzen: „Die Großanleger fressen die Kleinanleger“ (*dahu chi sanhu*).

Seit Anfang 1993 wurden die privaten Großanleger in ihrer Kursgestaltungsmacht übertrumpft durch institutionelle Anleger (*jigou touzizhe*), die aus staatlichen Finanzdienstleistungsorganisationen (von Staatsbanken über Treuhand- und Investment-Gesellschaften bis hin zu Finanzfirmen, die große Staatsunternehmen allein zum Zweck von Börseninvestments gegründet hatten) hervor-

<sup>2</sup>Der Begriff *zhuangjia* stammt aus dem taiwanischen Spieler- und Kasinójargon und bezeichnet ursprünglich den „Bankhalter“ in Geldspielen, gegen den die anderen Spieler ihre Einsätze verwetten. Siehe hierzu die Erläuterungen des Ökonomen Liu Jipeng in: *Zhongguo qingnian bao*, 12.1.2001.

<sup>3</sup>Vgl. Ellen Hertz, *The Trading Crowd. An Ethnography of the Shanghai Stock Market*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998, S.173 u. 179.

<sup>4</sup>*Shenzhen shangbao*, 1.2.2001.

<sup>5</sup>Hertz, a.a.O., S.132.

gingen. Bis Ende 1997 wurden 78 kaum wirkungsvoll regulierte Investmentfonds mit einem Gesamtkapital von 7,6 Mrd. Yuan RMB offiziell registriert. Hinzu kam eine noch höhere Zahl von „grauen“ Investmentfonds mit beträchtlichen Kapitalmitteln, aber ohne offizielle Lizenz (siehe hierzu im Detail unten Abschnitt 4). Unter dem Eindruck der „Asienkrise“ entschied die Zentralregierung im November 1997, diese „alten Fonds“ einer strikteren Aufsicht zu unterwerfen. In den Jahren 1998 bis 2000 gingen die „alten Fonds“ durch Reorganisation, Übertragungen und Fusionen in 31 nationale Investmentfonds („neue Fonds“) ein, die von nur noch zehn nominell unabhängigen Fondsgesellschaften verwaltet werden.<sup>6</sup>

Auf dem Kurshöchststand des Jahres 2000 erreichten die 31 Fonds ein Gesamtvolumen von rund 77 Mrd. Yuan RMB und einen Anteil am Marktwert der handelbaren A-Aktien von rund 11%.<sup>7</sup> Damit verfügen selbst einzelne Fondsgesellschaften über eine erhebliche Marktmacht: „Investmentfonds sind zur maßgeblichen Hauptmacht (*zhuli*) im gegenwärtigen chinesischen Markt geworden.“<sup>8</sup>

Die chinesischen Wertpapierregulierer sahen die Konsolidierung von großen Fondsgesellschaften als Entstehung einer „gesunden Kraft“ für den Markt. Man erhoffte von diesen neuen institutionellen Großinvestoren ein „rationales“, längerfristiges Investitionsverhalten. Darüber hinaus sah die Regierung in mächtigen, staatsnahen institutionellen Anlegern ein Instrument zur Kontrolle und Förderung des rasch wachsenden Aktienmarktes. Nach dem Verbot von Aktienmarktinvestitionen durch chinesische Banken brach die Kaufkraft und Investitionsbereitschaft 1997 zwischenzeitlich ein. Die Etablierung von Investmentfonds mit großer Marktmacht erschien der Regierung als entscheidendes Instrument, um dem Aktienmarkt dauerhaft Auftrieb zu verleihen.<sup>9</sup> Die neuen Fonds wurden durch großzügige Finanzierungsmöglichkeiten massiv gefördert: Insbesondere wurde Aktienvermögen als Sicherheit für die Kreditaufnahme durch Wertpapierhandelsunternehmen zugelassen.

Die gezielte Kursbeeinflussung durch staatliche Wertpapier- und Kapitalanlagefirmen auf Weisung von Regierungsstellen hat seit der Gründung der chinesischen Börsen eine zentrale Rolle für die Marktentwicklung gespielt. Hertz weist in ihrer im Jahre 1992 durchgeführten Feldstudie der Börse Shanghai nach, dass ein bedeutender Teil der „Regulierung“ des Aktienmarktes damals darin bestand, dass Regierungsstellen Wertpapierhäuser zum An- oder Verkauf großer Wertpapierbestände anwiesen, um auf diese Weise die Kursbewegungen zu beeinflus-

sen.<sup>10</sup> Auch in den Jahren 1999/2000 wurden Wertpapierhäuser und Fondsgesellschaften von Regierungsstellen und der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (China Securities Regulatory Commission, kurz: CSRC) dazu angehalten, sich mit allen Mitteln für steigende Kurse einzusetzen. Massive Marktmanipulationen wurden von den staatlichen Aufsichtsorganen daraufhin ignoriert.<sup>11</sup>

Um die besonderen Regeln der Interaktion zwischen den bestimmenden Akteuren auf dem Primärmarkt (Emissionsmarkt) und dem Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt) zu studieren, sollen in den folgenden beiden Abschnitten ausgewählte Fallstudien für gängige Manipulationsmethoden am chinesischen Aktienmarkt behandelt werden.<sup>12</sup>

## 2 Patronage im Primärmarkt: IPO-Regulierung und informelle IPO-Netzwerke

Das in China praktizierte Verfahren zur Erstausgabe von Aktien an den Börsen (Initial Public Offering, IPO) ist bis heute durch planwirtschaftliche Prinzipien bestimmt: Mengen- und Kapitalquoten, administratives Zulassungsverfahren und administrative Festlegung des Erstausgabepreises. Seit 1996 gilt ein System der „Dreifachen Beantragung und zweistufigen Genehmigung“ (*san ci shenqing, liang ji pizhun*). Die Unternehmen müssen beantragen: *erstens* die Aufnahme in das jährliche Emissionskontingent<sup>13</sup>, *zweitens* das Kapitalvolumen der von ihnen auszugebenden Aktien, *drittens* die Eröffnung des eigentlichen Emissionszulassungsverfahrens. Genehmigungen müssen sie erhalten auf der ersten Stufe von der ihnen übergeordneten Regierungsstelle (das heißt von der örtlichen Regierung oder/und von einem Organ der Zentralregierung) sowie auf der zweiten Stufe von der CSRC.<sup>14</sup> Die letztinstanzliche Entscheidung über die Börsenzulassung wird

<sup>10</sup>„These measures, while issued secretly, were visible to all through the computer terminals at brokerages which reported each trade with the number of the purchasing agent“ (Hertz, a.a.O., S.63 u. 66-67).

<sup>11</sup>Yi Hao, „Shei lai jianguan Zhongguo zhengjianhui?“ („Wer beaufsichtigt eigentlich Chinas Wertpapieraufsichtskommission?“), in: *Dongxiang* (Hongkong), 8/2000, S.35-37, hier S.37.

<sup>12</sup>Ein offizieller, vom Staatsratsbüro für Wirtschaftsstrukturereformen zusammengestellter Überblick über 39 Wertpapierskandale der neunziger Jahre findet sich in *Renmin ribao*, 11.11.2000. Einen systematischen Überblick über Typen des Wertpapierbetrugs und der Aktienmarktmanipulation für die Jahre bis 1997 bietet Pan Yingli, *Zhongguo zhengquan shichang guifan fazhan wenti yanjiu* (Studien zu Fragen der Normenentwicklung auf dem chinesischen Aktienmarkt). Shanghai: Shanghai caijing daxue chubanshe, 2000, S.161-173.

<sup>13</sup>Diese Kontingente werden örtlichen Regierungen und Organen der Zentralregierung von der CSRC zugeteilt und folgen den Vorgaben der staatlichen Industriepolitik, die von der Planungskommission und von der Kommission für Wirtschaft und Handel ausgearbeitet wird. In jährlichen Mitteilungen der CSRC über die „Arbeit im Emissionswesen“ werden detaillierte Weisungen über die Unternehmenstypen und Branchen gegeben, die vorzugsweise für Börseneinführungen in Frage kommen. 1997 etwa sollten staatliche „Unternehmen mit Entwicklungspotenzial, die gegenwärtig noch Geschäftsverluste aufweisen“, bevorzugt zugelassen werden. Siehe Zhao Xijun, *Lun zhengquan jianguan* (Über die Wertpapierregulierung), Beijing: Zhongguo renmin daxue, 2000, S.190-193.

<sup>14</sup>Zhao Xijun, a.a.O., S.190-193.

<sup>6</sup>Die meisten Fondsgesellschaften sind aus zuvor schon bestehenden staatlichen Wertpapierhäusern heraus gegründet worden und operieren nicht wirklich unabhängig, da sie in der Regel sehr enge Beziehungen mit ihrem Wertpapier-„Mutterhaus“ (zugleich Hauptaktionär der Fondsgesellschaft) unterhalten. In der chinesischen Wertpapierbranche werden die Fondsgesellschaften deshalb scherzhaft auch als „Zweite Abteilung für Asset Management“ der großen Wertpapierhäuser bezeichnet (*Caijing*, 10/2000: 30). Internationale Erfahrungen deuten darauf hin, dass Fondsgesellschaften, die von Broker-Häusern abhängig sind, wesentlich riskantere Marktstrategien verfolgen und nicht zu langfristigen Investitionen und zur Marktstabilisierung beitragen können. Anfang 2001 bestanden insgesamt 101 staatlich lizenzierte Broker-Unternehmen.

<sup>7</sup>*Caijing*, 10/2000, S.22.

<sup>8</sup>*Zhongguo zhengquan bao*, 9.2.2001.

<sup>9</sup>*South China Morning Post*, 16.10.1997.

aber nicht selten auf höchster politischer Ebene – insbesondere im Kreise des Ministerpräsidenten Zhu Rongji, gelegentlich auch unter Mitwirkung von Jiang Zemin – getroffen.<sup>15</sup>

Das planwirtschaftliche IPO-Verfahren hat Einfluss nicht nur auf die Qualität der börsennotierten Unternehmen, sondern auch immer wieder auf die Kursentwicklung an den chinesischen Börsen genommen. Seit 1993 legte die Staatliche Planungskommission in Abstimmung mit der Wertpapierkommission des Staatsrates einen „Jahresplan für Erstemissionen“ fest. Da die Möglichkeiten zur Kapitalneuaufnahme am Primärmarkt aber von wiederkehrenden Nachfrageschwächen beeinträchtigt wurden, mussten die Plankontingente nicht selten ins darauf folgende Jahr hinüberverlagert werden (so 1993 und 1994). Im Falle eines „Bullenmarktes“ mit einem hohen Aufnahmevermögen für Neuemissionen reichten die Plankontingente jedoch oft nicht aus, um die Nachfrage nach Aktien zu befriedigen (so 1996 und in der ersten Hälfte 1997). Der Einbruch am Aktienmarkt in den Jahren 1997-1999 wird meist mit einer im Umfang maßlosen Zunahme von Emissionen im ersten Halbjahr 1997 erklärt. Zhao Xijun verbindet damit eine massive Kritik: Wenn die Regierung einerseits sage, dass die Anleger selbst die Risiken des Aktienmarktes tragen müssten, andererseits aber der Aktienmarkt mit Emissionen von zweifelhaften Unternehmen überschüttet werde, so sei eine solche Zulassungspolitik eine „Irreführung“ der Anleger und politisch „unverantwortlich“.<sup>16</sup>

Kurz: In China wählt die Regierung die börsentauglichen Unternehmen nach politischen Kriterien aus. Marktorientierte IPO-Verfahren, die sich auf die Einschätzung durch Emissionshäuser, Börsenorgane oder potenzielle Investoren (beispielsweise im Bookbuilding-Verfahren zur Bestimmung des Erstausgabepreises) stützen, spielen bislang keine wirksame Rolle: „Das Angebot von Wertpapierprodukten wird in China durch die Regierung kontrolliert. Eine derartige Kontrolle führt in gewissem Umfang ... zu einem Monopol. Und ein Monopol führt womöglich zu einem Marktversagen, das ein Sinken der Allokationseffizienz von Ressourcen am Kapitalmarkt bewirkt“.<sup>17</sup>

Das planwirtschaftliche, von administrativen und politischen Akteuren bestimmte IPO-Verfahren hat zu spektakulären Korruptionsskandalen geführt. Die Börsenzulassung der Kangsai-Gruppe (Textilbranche) 1996 etwa stützte sich den staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen zufolge darauf, dass fast alle im Zulassungsverfahren involvierten wichtigen Verwaltungs- und Parteifunktionäre bzw. deren Familienmitglieder großzügige Aktienpakete bei der Erstausgabe zugeteilt bekamen. Da der Aktienkurs sich am ersten Handelstag erwartungsgemäß fast verdoppelte, wurden Dutzende der am Zulassungsverfahren beteiligten Funktionäre durch den raschen Verkauf schlagartig zu Millionären.<sup>18</sup>

Noch weiter gehende Manipulationen wurden im Februar 2001 im Zusammenhang mit dem Börsengang einer maroden staatlichen Geflügelzuchtfirma bekannt, die unter dem Namen „China Venture Capital“ (*Zhongke-*

*xi*) zu einem im Jahr 2000 zeitweise äußerst begehrten „Biotechnologie“-Wert an Chinas Börsen wurde. Die „Reorganisation“ der Geflügelzuchtfirma war jedoch von vornherein nur vorgetäuscht, die fingierten Restrukturierungs- und Finanzpläne wurden von Wirtschaftsprüfern und Wertpapieraufsichtsorganen offenbar problemlos gebilligt und sogar in amtlichen Börsenzeitschriften abgedruckt. An der erfolgreichen Börsenplacierung von „China Venture Capital“ war ein landesweites Netzwerk von „Spielmachern“ unter privaten und institutionellen Großanlegern beteiligt, das offenkundig über exzellente Beziehungen zu den Regierungsstellen verfügte, die Einfluss auf ein reibungsloses Börsenzulassungsverfahren nehmen konnten.<sup>19</sup>

Nicht alle IPO-Zulassungsverfahren sind in diesem Ausmaß von Korruption geprägt. Das Bauunternehmen Kaili beispielsweise arbeitete fünf Jahre lang – mit Unterstützung der Provinzregierung Hainan und der Staatlichen Kommission für Minderheitennationalitäten – auf einen Börsengang hin. Die CSRC verweigerte dem Unternehmen aber schließlich die Zulassung. Es ist nicht auszuschließen, dass gerade das Fehlen systematischer Bestechungsaktivitäten auf Seiten des Unternehmens zu diesem Misserfolg beigetragen hat.<sup>20</sup>

Der „Emissionshunger“ (*fagu ji'e*) führt zu heftigen Rivalitäten zwischen verschiedenen Regierungsstellen in der Zentrale und in den Regionen um Kontingente und Quoten. Da Unternehmen, lokale Regierungen oder Organe der Zentralregierung sich mit aller Kraft für die von ihnen beantragten IPOs einsetzten, wurde das Zulassungsverfahren durch vielfältige irreguläre Einflüsse – politische Patronage, Lobbyismus und Korruption – dermaßen belastet, dass ökonomische Bonitätskriterien und formale administrative Kontrollen zu einer bloßen Formalie wurden und die IPO-Verfahren ohne Transparenz und Nachprüfbarkeit durchgeführt wurden.

Das Ausmaß der politischen Patronage und Manipulationsmöglichkeiten in IPO-Verfahren ist auch in chinesischen Medien ein häufig diskutierter Missstand. Für Regierungsstellen ist die Börseneinführung von ihnen zugeordneten Staatsunternehmen eine äußerst wichtige Angelegenheit, da diese Regierungsstellen als (Mit-)Eigentümer solcher Unternehmen massiv von Börsengängen profitieren. Hier sind wichtige Interessen gerade auch von Seiten hochrangiger regionaler Funktionäre involviert: Es geht um nationales Prestige, um Positionen in Aufsichtsgremien der börsennotierten Unternehmen und um voluminöse Sonderzuwendungen, die häufig in Form von Aktienpaketen vor dem ersten Handelstag von der Unternehmensleitung vergeben werden.<sup>21</sup>

Regionale Regierungen weisen den für einen Börsengang in Frage kommenden Unternehmen nicht selten erhebliche Finanzmittel aus öffentlichen Haushalten zu, um deren Bilanzen vor dem Börsenzulassungsverfahren auf-

<sup>19</sup> *Caijing*, 2/2001.

<sup>20</sup> Allerdings strengte Kaili als erstes chinesisches Unternehmen mit Erfolg ein Gerichtsverfahren gegen die CSRC an und setzte überraschend eine Überprüfung des IPO-Verfahrens durch, s. *Shenzhen shangbao*, 6.12.2000.

<sup>21</sup> Interviews des Autors in Beijing und Xi'an im September 1997 bzw. April 2000; Jiang Ming, „Gupiao shichang de 'guan shang goujie'“ (Die Kollusion von Funktionären und Geschäftsleuten im chinesischen Aktienmarkt), in: *Guangjiaojing* (Hongkong), 2/2001, S.24-26.

<sup>15</sup> Interviews in Beijing im April und November 2000.

<sup>16</sup> Zhao Xijun, a.a.O., S.195-197.

<sup>17</sup> Zhao Xijun, a.a.O., S.194.

<sup>18</sup> *Zhonghua gongshang shibao*, 28.11.2000; *International Herald Tribune*, 29.12.2000.

zubessern. Darüber hinaus bestehen gängige Mittel der Protektion solcher Unternehmen in einer Senkung der Steuerlast (formal häufig als „Steuerrückerstattungen“ deklariert), Ad-hoc-Zuwendungen aus öffentlichen Haushalten oder Fonds, Vergabe niedrig verzinsten Kredite durch von lokalen Regierungen beeinflussbare Staatsbanken sowie weitere Vergünstigungen im Hinblick auf die Bewertung von Anlagewerten des Unternehmens.<sup>22</sup> Immer wieder sind massive Manipulationen bei der Reorganisation und bei Fusionen von Staatsunternehmen vor und nach dem Börsengang bekannt geworden. Inoffiziellen Schätzungen zufolge hat mehr als die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen in ihren IPO-Anträgen falsche Angaben gemacht.<sup>23</sup>

Das mehrstufige, administrative Börsenzulassungsverfahren begünstigt die systematische Rentenabschöpfung durch die am Zulassungsverfahren beteiligten Akteure. Aufgrund des restriktiven, von politisch-administrativen Akteuren dominierten und oft jahrelang dauernden IPO-Zulassungsverfahrens entsteht ein Beziehungsnetz von Komplizen, dem typischerweise angehören: die Leiter des börsenwilligen Unternehmens; Partei- und Staatsfunktionäre in zentralen und regionalen Führungsgremien; administrative Stellen, die auf den verschiedenen Ebenen an der Bewilligung beteiligt sind; Finanzinstitute am Unternehmenssitz; das Emissionshaus und die Börse, die die Aktien an den Markt bringen. In Übersicht 1 („IPO-Netzwerke in der VR China: Am Antrags- und Genehmigungsverfahren beteiligte Akteure und deren Interaktionsbeziehungen“) sind diese Beziehungsgeflechte grafisch dargestellt.

Aufgrund des intransparenten, von Patronage und Korruption gekennzeichneten IPO-Verfahrens bestehen in der chinesischen Wertpapierbranche grundlegende Zweifel an der Integrität der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (CSRC). Der CSRC wird gelegentlich sogar unterstellt, dass sie Züge einer „Mafia“ (*hei shehui*) angenommen habe, die aufgrund korrupter Beziehungen zu mächtigen Interessengruppen in Regierung und Wirtschaft ihre Entscheidungen treffe.<sup>24</sup> Auch sei es auffällig, dass Mitarbeiter der CSRC nach ihrem Ausscheiden aus dem Amt und dem Wechsel in Wertpapierhandelsunternehmen durchweg sehr wohlhabend seien. Wer auch nur wenige Jahre in der CSRC gearbeitet habe, komme mit einem „vergoldeten Körper“ wieder heraus und rücke meist gleich in Spitzenpositionen der Wertpapierbranche auf.<sup>25</sup>

Jedenfalls werden im Rahmen des derzeitigen IPO-Verfahrens nicht die wirtschaftlich besten Unternehmen ausgewählt, sondern Unternehmen, die aus der Sicht der übergeordneten Regierungsstellen den höchsten Kapitalbedarf haben, die meisten Arbeitsplätze sichern, hohe ausstehende Pensions- und Lohnforderungen vor sich herschieben und/oder gute Chancen zur Rentenabschöpfung für Partei- und Regierungsfunktionäre bieten.<sup>26</sup> Nach

Einschätzung von Salomon Smith Barney ist die Qualität der börsennotierten Unternehmen in China Besorgnis erregend: Schätzungsweise ein Drittel der börsennotierten Unternehmen in China könnte innerhalb der nächsten fünf Jahre insolvent werden.<sup>27</sup>

Seit Jahren schon wird innerhalb Chinas und von ausländischen Beratern ein Übergang zu marktnahen Verfahren der Börseneinführung gefordert. Nach dem Inkrafttreten des Wertpapiergesetzes (1. Juli 1999) trat im September 1999 ein neues Gremium unter der CSRC zusammen, dem die unabhängige Prüfung von Unternehmensanträgen auf Börsenzulassung obliegt: der Prüfungsausschuss für Aktienemissionen. Im Jahr 2000 kam nur ein Fünftel der 80 Mitglieder des Prüfungsausschusses aus der CSRC, die Mehrheit stellten Fachleute aus der Wertpapierbranche und aus der Wissenschaft.<sup>28</sup> Die Prüfer dürfen keine persönlichen Verbindungen oder finanzielle Interessen an von ihnen auf die Emissionstauglichkeit untersuchten Unternehmen haben, um eine unabhängige Prüfung sicherzustellen. Es finden geheime Abstimmungen statt, Zweidrittelmehrheiten sind für eine positive Entscheidung notwendig.

Da das Zulassungsverfahren aber vor der Überprüfung durch diesen Ausschuss weiterhin durch das Quotensystem und durch die Patronage regionaler bzw. zentraler Regierungsstellen bestimmt ist, sind die positiven Wirkungen einer unabhängigen Überprüfung beim Abschluss des Verfahrens bislang nur gering. Der Anfang 2000 ernannte neue Vorsitzende der CSRC, Zhou Xiaochuan, setzt sich seit seinem Amtsantritt für eine Abschaffung des Systems der Emissionskontingentierung und der administrativen Empfehlung von Unternehmen ein. Im Jahr 2001 soll der Übergang zu einem marktorientierten System gelingen, in dem ein Emissionskonsortium die Verantwortung für die Auswahl von börsenreifen Unternehmen übernimmt und der Ausgabekurs bei Erstemissionen durch marktnahe Verfahren festgelegt wird. Das administrative Quoten- und Genehmigungssystem soll schrittweise abgeschafft werden.<sup>29</sup>

Da ähnliche Reformschritte in den vergangenen Jahren bereits ohne sichtbare Konsequenzen angekündigt wurden, scheint es erhebliche Widerstände gegen marktorientierte Verfahren zu geben: Marktnahe IPO-Verfahren könnten die Chancen ungesunder Staatsunternehmen, an der Börse notiert zu werden, drastisch mindern oder ganz zunichte machen. Deshalb besteht kein nachdrückliches politisches Interesse an solchen Verfahrensänderungen, und chinesische Börsenfachleute rechnen nicht mit kurzfristigen einschneidenden Änderungen im Hinblick auf die politische Bevorzugung von Staatsunternehmen.<sup>30</sup>

Der neueren Forschung zu politischen Risiken in *emerging markets* zufolge kann nur ein umfassendes Privatisierungsprogramm mit einer scharfen Trennung zwischen Regierungsstellen und Unternehmen zu Klärungen im Bereich der *corporate governance*, zu höherem Vertrauen in den Wert der Unternehmen sowie allgemein zu einer Reduzierung des von den Anlegern und Unternehmensleitungen wahrgenommenen politischen Risikos im Aktien-

<sup>22</sup> *Jingji ribao*, 21.9.2000.

<sup>23</sup> Oxford Analytica, „China – Market Manipulation“, in: *Korea Economic Weekly*, 6.11.2000, S.23.

<sup>24</sup> Solche Verdächtigungen werden zurückgewiesen in: *Zhonghua gongshang shibao*, 8.1.2001.

<sup>25</sup> Yi Hao, a.a.O., S.37.

<sup>26</sup> William Gamble, „It's All in the Family: Regulating the Stock Regulators“, China Online (www.chinaonline.com), Commentary, 8. Dezember 2000.

<sup>27</sup> *South China Morning Post*, 17.1.2001.

<sup>28</sup> *Shanghai zhengquan bao*, 9.2.2001.

<sup>29</sup> *Zhengquan shibao*, 16.1.2001.

<sup>30</sup> *Zhengquan shichang zhoukan*, 28.3.2001.

markt führen.<sup>31</sup> Zu einem solchen umfassenden Privatisierungsprogramm ist die politische Führung Chinas bislang aber nicht bereit.

### 3 Kollusion im Sekundärmarkt: Informationelle und operative Marktinsider

Verbote von Insider-Aktivitäten und Kollusion mit dem Ziel von Kursmanipulationen finden sich im Wertpapiergesetz und in mehreren Regulierungsdokumenten der CSRC.<sup>32</sup> Obwohl aber die Entdeckung größerer Fälle von Insiderhandel mit Hilfe von automatisierten Datenauswertungen von Börsentransaktionen erleichtert worden ist, hat sich die CSRC bislang nicht durch ein entschlossenes Vorgehen gegen solche Delikte hervorgetan.<sup>33</sup> So treffen wir in China auf gleichsam institutionalisierte Verfahren der Marktmanipulation, die nur in seltenen Ausnahmephasen („Krisenmodus“) einem erhöhten Aufsichtsdruck ausgesetzt sind.

Folgende typische Kursmanipulationen finden sich nach derzeitigem Kenntnisstand am chinesischen Aktienmarkt<sup>34</sup>:

- 1) Kursmanipulation durch börsennotierte Unternehmen: „Anbraten“ der eigenen Aktien durch börsennotierte Unternehmen bzw. durch von diesen beauftragte „graue“ Finanzdienstleistungsunternehmen (zu diesen siehe Abschnitt 4).
- 2) Kursmanipulation durch *churning*: Vortäuschung von Handelsvolumen durch häufiges Umschlagen der eigenen Aktienbestände mit dem Ziel, einen Kursanstieg zu verursachen (chinesisch: *duidao*). Ein interner, im Oktober 2000 an die Öffentlichkeit gelangter Untersuchungsbericht der Shanghaier Börse wies nach, dass innerhalb von 80 Handelstagen zwischen August und Dezember 1999 eine einzige Fondsgesellschaft durch *churning* die Kurse von 76 verschiedenen Aktien manipuliert hatte.
- 3) Kursmanipulationen durch nach Kursen, Volumen und Timing abgestimmte, wechselseitige Käufe und Verkäufe innerhalb eines Wertpapierhauses, einer Fondsgesellschaft bzw. zwischen verschiedenen Ab-

teilungen, Tochterunternehmen etc. (chinesisch: *dao-cang* oder auch *huxiang duidao*). Zwischen Dezember 1999 und April 2000 wurden 57 Fälle dokumentiert, in denen zwei oder mehr Investmentfonds, die von einer Fondsgesellschaft verwaltet werden, untereinander Aktienkäufe und -verkäufe abstimmten mit dem Ziel, die betreffenden Aktienkurse in die Höhe zu treiben.

- 4) Kursmanipulation durch Kollusion (*goujie*) zwischen verschiedenen Wertpapierhäusern oder Fondsgesellschaften sowie häufig auch unter Einbeziehung der Leitung von börsennotierten Unternehmen. Die groß angelegten, organisierten Kursmanipulationen im Zusammenhang mit Aktien der Firma „China Venture Capital“ sind ein markantes Beispiel für das Ausmaß und die zumindest zeitweise marktbeherrschenden Wirkungen dieser Praktiken.

Insbesondere institutionelle Investoren sind zur treibenden Kraft von Spekulation und Kursmanipulation am chinesischen Aktienmarkt geworden, langfristige Investitionen von Seiten institutioneller Investoren sind äußerst selten. Die marktbeherrschende Stellung der institutionellen Investoren soll einer inoffiziellen Studie zufolge so weit gehen, dass in der Phase eines „Bullen“-Marktes rund 80% der handelbaren Aktien von institutionellen Investoren gehalten werden, in den Phasen eines „Bären“-Marktes hingegen durchschnittlich nur noch 20%.<sup>35</sup>

Bemerkenswert war die Reaktion der CSRC auf die Veröffentlichungen eines Berichts über Kursmanipulationen durch Investmentfonds. Die Etablierung machtvoller Fondsgesellschaften war von der CSRC seit 1999 massiv gefördert worden, und so enthielt sich dieses Aufsichtsorgan fast einen Monat lang jeglicher Stellungnahme zu den neuen Fondsskandalen. Erst die wiederholte öffentliche Kritik des renommierten Ökonomen Wu Jinglian (der über gute Beziehungen zum Umkreis des Ministerpräsidenten Zhu Rongji verfügt) führte dazu, dass die CSRC eine Untersuchung der Kursmanipulationen von Fondsgesellschaften durchführte.<sup>36</sup> Da die Investmentfonds-Aufsichtsabteilung eine der größten Abteilungen der CSRC ist und über umfassende Informationsmöglichkeiten (direkter Zugriff auf die Datenbanken und Geschäftsaktivitäten der Fondsgesellschaften) verfügt, erscheint es sehr unwahrscheinlich, dass die Regulierer von den konzertierten Handelsaktivitäten der Fonds nichts wussten. Vielmehr wurden die kurstreibenden Manipulationen der Fonds womöglich wissentlich geduldet, da die CSRC selbst in den Jahren 1999/2000 die Fondsgesellschaften angewiesen hatte, für steigende Kurse zu

<sup>31</sup> Enrico C. Perotti/Pieter van Oijen, „Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies“. Working Paper No. 234, William Davidson Institute, University of Michigan, March 1999, S.1-2.

<sup>32</sup> Im Herbst 2000 wurden strikte Regeln auch gegen Insiderhandel durch Mitarbeiter der CSRC bzw. durch deren Familienangehörige von den KP-Disziplinorganen der CSRC erlassen. S. *Zhongguo zhengquan bao*, 13.9.2000.

<sup>33</sup> Im Sommer 1998 verhängte die CSRC abgestufte Sanktionen gegen insgesamt 90 Wertpapierhandelsunternehmen wegen Manipulationen in deren Rechnungslegung. S. Interview mit Zhou Zhengqing in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000. Insiderhandel und Kursmanipulationen waren nicht Gegenstand der Prüfung.

<sup>34</sup> Zum Folgenden vgl. die Fallsammlungen in: *Caijing*, 10/2000 und 2/2001; *Shichang zhinan bao*, 18.2.2001. Aus der Geschichte vieler internationaler Börsen sind ähnliche Fälle von Kursmanipulationen bekannt (vgl. Michael Lewis, *Liar's Poker: Rising through the Wreckage on Wall Street*, New York: Penguin Books, 1989) bis hin zu den in *Caijing* (10/2000, S.30) angedeuteten konspirativen Absprachen zwischen Fondsmanagern, die sich „nackt in der Sauna“ treffen, um vor versteckten Aufnahmegeräten sicher zu sein.

<sup>35</sup> Yi Hao, a.a.O., S.37.

<sup>36</sup> Erste Ergebnisse dieser Untersuchung wurden Ende März 2001 bekannt: Acht der insgesamt zehn staatlich lizenzierten Fondsgesellschaften sollen sich demnach mit unterschiedlicher Intensität an irregulären Handelsoperationen beteiligt haben. Gegen eine Fondsgesellschaft sowie gegen einzelne Fondsmanager leitete die CSRC offizielle Ermittlungen wegen betrügerischer Handelsgeschäfte ein. Eine Reihe von Fondsmanagern soll bereits in ihren jeweiligen Firmen mit Disziplinarstrafen belegt worden sein (*Xinhua she/Zhengquan shibao*, 24.3.2001; *Beijing qingnianbao*, 31.3.2001). Mit harten Strafen ist nicht zu rechnen, da eine aktive Rolle institutioneller Investoren im Aktienmarkt von der CSRC selbst gefördert worden war und die CSRC in der Marktentwicklung auf die Fondsgesellschaften angewiesen ist.

sorgen, um die Attraktivität des Aktienmarktes zu erhöhen und um Möglichkeiten für weitere Aktienemissionen von Staatsunternehmen zu schaffen.<sup>37</sup>

Im Januar 2001 kritisierten Finanzmarktforscher – ermuntert durch einen Aufruf Zhu Rongjis, die Finanzaufsicht im Banken-, Wertpapier- und Versicherungsweisen zu verschärfen – zur besten Sendezeit im Fernsehen die CSRC, die gegenüber manchen Marktmanipulationen trotz besseren Wissens „die Augen verschließe“.<sup>38</sup> In der Aktienmarktbeilage der *Volkszeitung* war bereits im November 2000 kritisiert worden, dass die CSRC ihr Hauptaugenmerk auf Korrekturen in der Regulierung des Primärmarktes richte und darüber die Regulierung des Sekundärmarktes vernachlässigt habe. Auch die Börsenmedien und -publikationen treffe jedoch eine Mitschuld an den weit verbreiteten Unregelmäßigkeiten am Wertpapiermarkt, indem sie die wohlbekannten Manipulationen der „Spielmacher“ (*zhuangjia*) nicht angeprangert, sondern vielfach als marktbestimmende Macht anerkannt und empfohlen hätten, bei den Aktienanlagen „den Spielmachern zu folgen“.<sup>39</sup>

Aus der Sicht der Wertpapierhändler hat die Spekulationsorientierung der institutionellen Investoren noch eine weitere, häufig übersehene Ursache: Die CSRC habe den Börsen und den Wertpapierhäusern wesentliche Kernbefugnisse entzogen, indem sie die Prüfung der Börsenzulassung, die Festlegung der Zahl, des Preises und der Gebühren von Erstemissionen etc. an sich gezogen habe. Dies habe wiederum dafür gesorgt, dass die Börsen den Wertpapierhäusern wichtige Kompetenzen und Einnahmequellen wegnahmen, wie etwa die Gewinnung von Unternehmen für den Börsengang sowie die Vorbereitung und Zusammenstellung der für einen Börsengang notwendigen Dokumente. Letztlich bleibe den Wertpapierhäusern dann keine andere wesentliche Einnahmequelle mehr als die Spekulation am Aktienmarkt selbst.<sup>40</sup>

Mit der Übersicht 2 („Insider“ im Aktienhandel der VR China: Wirtschaftliche und politische Akteure“) soll versucht werden, die wichtigsten Akteure nach ihrer informationsbezogenen und operativen Position im Sekundärmarkt einzustufen. „Informationelle Outsider“ sind die Kleinanleger und die ausländischen Finanzinstitute, die sich erst allmählich mit Hilfe von Joint Ventures und Beratungstätigkeiten Zugang zu Insiderinformationen verschaffen können. Hingegen verfügen die anderen, durchweg staatsnahen oder staatlichen Akteure über Zugang zu wichtigen vertraulichen Marktinformationen. Allerdings finden sich hier deutliche Abstufungen zwischen „informationellen Insidern“, die nur über begrenzte Marktinformationen verfügen (Akteure am rechten Rand des mit Punkten unterlegten Feldes), und solchen, die über einen sehr umfassenden Informationszugang verfügen (Akteure, die ganz im mit Punkten unterlegten Feld placiert sind). Die Spitze der Informationshierarchie aber nehmen die „operativen Marktinsider“ (die im chinesischen Börsenjargon als „Spielmacher“, *zhuangjia*, bezeichneten Akteure, die im mit Wellen unterlegten Zentrum des Schaubilds placiert sind) ein: Diese Akteure schaffen durch ihre ge-

zielten Kursmanipulationen selbst Fakten, auf die andere Akteure nur noch reagieren können.

## 4 Schattenmärkte für Wertpapiere und Börseninformationen

Bislang waren nur die Marktaktivitäten offiziell registrierter Akteure Gegenstand dieser Studie. Das Bild des chinesischen Wertpapiermarktes aber wäre unvollständig, wenn die wichtige Rolle der Akteure auf illegalen „schwarzen“ oder halblegalen „grauen“ Märkten unerwähnt bliebe. Die Eindämmung des Schwarzmarktes mit Wertpapieren war in der Anfangsphase des chinesischen Aktienhandels eine der wichtigsten Antriebskräfte für die rasche Organisation der Börsen und die Zentralisierung der Abwicklungssysteme für den Wertpapierhandel.<sup>41</sup> Dem Schwarzmarkt wurde ein „destruktiver“ Charakter zugeschrieben, weil sich dort der Handel und die Kursentwicklung der Kontrolle durch Regierungsstellen entziehen und der Regierung die lukrativen Einnahmen aus der Börsentransaktionssteuer (*yinhuashui*, eigentlich „Stempelsteuer“) entgehen.

Bis in die jüngste Zeit richtet sich ein großer Teil der Inspektionsenergien der CSRC auf die Bekämpfung des illegalen Wertpapierhandels. Allein 1998/99 wurden 41 illegal organisierte Handelsplätze geschlossen, an denen sich insgesamt 3,4 Mio. Anleger und 520 Unternehmen engagiert hatten.<sup>42</sup> Der illegale Wertpapierhandel war durch diese Maßnahmen jedoch nicht zu beseitigen: Im Jahr 2000 ging die CSRC gegen mehr als 300 illegale Wertpapierhandelsfirmen und mehr als 2000 nicht genehmigte Online-Handelsplattformen vor.<sup>43</sup>

Wesentlich einflussreichere Akteure aber stellen die so genannten „Untergrundfonds“ (*dixia jijin*) dar, die einen wachsenden „grauen Markt“ für die Anlageverwaltung (beispielsweise als Intermediäre für Staatsunternehmen, die selbst vom Aktienhandel ausgeschlossen sind) bedienen und Ende des Jahres 2000 über ein geschätztes Anlagevermögen in Höhe von mindestens 200 Mrd. Yuan RMB (umgerechnet rund 24 Mrd. US\$) verfügt haben sollen. Diese staatlich nicht genehmigten Fonds bestehen zum Teil schon seit mehr als fünf Jahren und werden gewöhnlich unter dem Dach von Investmentberatungsfirmen (*touzi zixun/guwen gongsi*) verwaltet. Die größeren dieser „grauen Fonds“ müssen wegen ihrer voluminösen Anlagemittel zu den „Spielmachern“ und operativen Marktinsidern an den chinesischen Börsen gezählt werden. Die staatlichen Fondsgesellschaften sehen die privaten „Untergrundfonds“ als im Gegensatz zu sich selbst frei bewegliche Wettbewerber an und fordern eine einheitliche Regulierung.<sup>44</sup>

„Graue“ Anlagekanäle gibt es auch für die Geschäftsbanken und Finanzinstitute, die zum Teil Beteiligungen an Wertpapierhäusern und Fondsgesellschaften halten. Bankinstituten war von Ende 1996 an und erneut im Wertpapiergesetz zur Eindämmung von Spekulationsgeschäften das Aktienmarktinvestment untersagt worden. Dennoch gibt es Hinweise darauf, dass viele Banken seit

<sup>37</sup> Yi Hao, a.a.O., S.36.

<sup>38</sup> Zhongyang dianshitai, 19.1.2001, 19.50 Uhr.

<sup>39</sup> Renmin ribao, 4.11.2000.

<sup>40</sup> Yi Hao, a.a.O., S.36.

<sup>41</sup> Vgl. Hertz, a.a.O., S.37-38.

<sup>42</sup> Zhengquan shibao, 11.12.2000.

<sup>43</sup> Shanghai zhengquan bao, 13.1.2001.

<sup>44</sup> Zhengquan shibao, 10.12.2000.

1999 wieder vermehrt irreguläre Aktienmarktgeschäfte vornehmen und dass Bankkapital im Jahr 2000 insbesondere im Emissionsmarkt eine führende Rolle spielte. In diesem Zusammenhang wurden im Februar 2001 Untersuchungen durch die Zentralbank eingeleitet.<sup>45</sup>

Informelle Märkte finden sich jedoch nicht nur für Wertpapierprodukte und -dienstleistungen, sondern auch für Börseninformationen. Wie auf allen internationalen Aktienmärkten gibt es eine äußerst lebhaft nachgefragte Insiderinformationen und -gerüchten. In China allerdings scheint aufgrund des Fehlens eines Wettbewerbs zwischen privaten Börsenmedien die Angebotsseite in der gezielten Produktion und Streuung von (Falsch-)Informationen besonders weit entwickelt. Jüngst wurde im Zusammenhang mit der Aktie der fingierten „Biotechnologie“-Firma China Venture Capital bekannt, dass die hinter dem Betrugsskandal stehenden „Spielmacher“ über einen Zeitraum von fast einem Jahr vor und nach der Börseneinführung systematische Desinformationen in offiziellen Börsenmedien placieren konnten.<sup>46</sup>

Der Markt für das Angebot von Börseninformationen ist seit Beginn der neunziger Jahre heftig umkämpft. Staatliche Stellen haben bereits in der Gründungsphase der Börsen Anfang der neunziger Jahre immer wieder in den Markt für Börsenmedien eingegriffen – offiziell um zu verhindern, dass mächtige Marktakteure die Medien mit dem Ziel der Kursmanipulation für sich vereinnahmen. Diese Sorgen um eine Manipulation waren in vielen Fällen offenkundig berechtigt. Als Beitrag zur Konsolidierung des Marktes für Börseninformationen aber wurde im März 1996 die Xinhua Financial Information Consultancy Company als kommerzieller Ableger der staatlichen Nachrichtenagentur gegründet, die eine dominierende Stellung im landesweiten Angebot für Börseninformationen gewann. Die staatliche Kontrolle des Informationsangebots wurde somit dem Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Informationsanbietern vorgezogen.<sup>47</sup>

Dennoch hat sich auf dem Markt für Börsenmedien und Börsenanalysen aufgrund des sehr großen kommerziellen Potenzials und raschen Wachstums ein vielfältiges Angebot entwickelt, das zunehmend auch zur Aufdeckung von Marktirregularitäten und Regulierungsdefiziten beiträgt. Die Monatszeitschrift *Caijing* („Finanzen und Wirtschaft“) hat sich seit Oktober 2000 durch die Veröffentlichung mehrerer gründlich recherchierte, Aufsehen erregender Berichte über systematische Marktmanipulationen besonders hervorgetan.

Auch diese Formen eines spektakulären investigativen Journalismus aber können als Manifestation von Rivalitäten zwischen mächtigen Marktakteuren interessenbezogen gedeutet werden. Insbesondere die Aufdeckung der Kursmanipulationen von Fondsgesellschaften kam durchaus den hinter *Caijing* stehenden Organisationen entgegen: Denn die Zeitschrift wird von dem in Beijing ansäs-

sigen Stock Exchange Executive Council (SEEC)<sup>48</sup> herausgegeben, das in den vergangenen Jahren selbst aktiv in das Geschäft mit Venture Capital Fonds unter anderem auch in Shanghai eingestiegen ist. Dort ist die SEEC mit der Konkurrenz mächtiger Fondsgesellschaften konfrontiert. Die Aufdeckung von deren Kursmanipulationen in *Caijing* könnte deshalb im unmittelbaren Interesse der SEEC gelegen haben, die sich als Fondsgesellschaft am Markt durchsetzen will.

## 5 Spielregeln eines administrativen Marktes

In diesem Abschnitt sollen die im chinesischen Aktienmarkt festgestellten offiziellen und inoffiziellen Spielregeln in die größere Perspektive des administrativen Marktes eingeordnet werden. Mit diesem Begriff wird ein Tauschmarkt *innerhalb* der administrativen Strukturen sowie zwischen politisch-administrativen und wirtschaftlichen Akteuren umschrieben. Der Tausch von politischer Protektion gegen wirtschaftliche Vorteile gehört zum „Kerngeschäft“ der Politik in der chinesischen Übergangsordnung. Die Organisationen des Parteistaates werden unter diesen Bedingungen zu einem Mantel für ganz anders gerichtete Aktivitäten. Die Mitglieder der Funktionärsschicht operieren offiziell in den parteistaatlichen Hierarchien. Das Verhalten einer wachsenden Zahl von Funktionären aber wird immer stärker von anderen Regeln bestimmt: nämlich von den Tauschbeziehungen, Begünstigungen und Manipulationen auf dem administrativen Markt.<sup>49</sup>

Wendet man diese Erklärungsperspektive auf den chinesischen Aktienmarkt an, so erscheinen Grundprobleme der Aktienmarktregulierung in einem ganz anderen Licht, als es die offiziellen politischen Vorgaben suggerieren: Aus der Perspektive des administrativen Marktes ging es etwa bei den Rivalitäten um die „Regulierungshoheit“ am Wertpapiermarkt<sup>50</sup> in den Jahren 1992 bis 1997 offensichtlich nicht darum, wer die bessere Regulierung bieten könne. Vielmehr drehten sich die Konflikte darum, welcher staatliche Akteur die Verteilung der Zugriffsrechte auf Vermögenswerte am Aktienmarkt kontrollieren konnte. Diese Verteilungskonflikte manifestieren sich nach der Zentralisierung der Wertpapieraufsicht seit 1998 in einer veränderten institutionellen Konstellation. Dennoch bleibt das Ringen um die Verteilung privilegierter Zugriffsrechte zwischen verschiedenen staatlichen – politisch-administrativen und wirtschaftlichen – Akteuren kennzeichnend für die Regulierungspraxis und nicht die Durchsetzung allgemein gültiger Spielregeln durch Aufsichtsorgane, die sich als neutrale „Marktwächter“ verstehen.

Das Modell des administrativen Marktes kann zu einem differenzierteren Verständnis des chinesischen Aktienmarktes beitragen: Wir finden „unterhalb“ der formalen

<sup>45</sup> *Zhonghua gongshang shibao*, 12.3.2001.

<sup>46</sup> In amtlichen Börsenzeitschriften erschienen umfangreiche lobende Artikel, die auf die angeblich zukunftsweisende biotechnologische Ausrichtung des Unternehmens und auf angeblich hochrangige Beijinger Unterstützung hinwiesen. Darüber hinaus wurden in Börsenzeitschriften regelmäßig unter einem Pseudonym verfasste „Geheimtipps“ zugunsten der Aktie abgedruckt (*Caijing*, 2/2001).

<sup>47</sup> Hertz, a.a.O., S.193.

<sup>48</sup> Siehe Heilmann, „Der chinesische Aktienmarkt (I)“, a.a.O., Übersicht 10, S.21.

<sup>49</sup> Zum Modell des administrativen Marktes siehe ausführlich meine vergleichende Studie *Die Politik der Wirtschaftsreformen in China und Russland*, Hamburg: Institut für Asienkunde, 2000, Kapitel 4.

<sup>50</sup> Vgl. Liu Hongru, „Zhongguo zhengjianhui chengli qianhou“ (Vor und nach der Gründung der CSRC), in: *Caijing*, September 2000.

hierarchisch-bürokratischen Aufsichtsinstitutionen vielgestaltige klientelistische Anreiz- und Koordinationsregeln beispielsweise in den für Börsenzulassungsverfahren typischen Patronagenetzwerken. Formalisierte konsultative und korporatistische Koordinationsmechanismen finden sich in den Beziehungen zwischen der staatlichen Wertpapieraufsichtskommission, dem parastaatlichen Verband der Wertpapierbranche wie auch den als Mitgliederorganisationen strukturierten Börsen in Shanghai und Shenzhen. Der wichtigste Teil der Interessenabstimmung zwischen staatlichen und Marktakteuren aber stützt sich auf informelle Kollusion und „Elitenklubs“, die das Ziel der Kursbeeinflussung durch abgestimmte Markteingriffe verfolgen. Ein weitgehend regelgebundener Wettbewerb lässt sich in der Konkurrenz zwischen den verschiedenen Wertpapierhäusern um institutionelle und private Kunden erkennen. Die marktprägenden Wettbewerbsvorgänge aber spielen sich außerhalb der offiziellen Regeln auf informellen Märkten ab: in den Rivalitäten um Informationsvorteile und manipulativ erlangte Kursgewinne, die das Verhalten insbesondere der Großanleger prägen und die staatlich aufgestellten Regeln gegen Insiderhandel und Kursmanipulationen außer Kraft setzen. Informelle Koordinationsmechanismen prägen auch die „schwarzen“ und „grauen“ Märkte, die sich im Wertpapierhandel, in der Kapitalanlage („Graue Fonds“) und im Bereich der Börseninformationen etabliert haben.

Insgesamt sorgen der sehr restriktive Charakter bürokratischer Vorgaben und Eingriffe, das unmittelbare Eigeninteresse von Regierungsstellen an einer erleichterten Kapitalaufnahme für Staatsunternehmen und die damit einhergehenden widersprüchlichen politischen Aufträge in der Aktienmarktregulierung<sup>51</sup> dafür, dass maßgebliche Akteure ihre wichtigsten Marktaktivitäten außerhalb der offiziellen Spielregeln betreiben.

Aktienmarktmanipulationen erscheinen im Modell des administrativen Marktes als Konsequenz der Verzerrungen, die sich auch in vielen anderen Bereichen der politischen Ökonomie Chinas finden: Die unscharfe Trennung zwischen politischen (staatlichen) und wirtschaftlichen (privaten) Verfügungsrechten ist ursächlich dafür, dass staatliche Vermögenswerte systematisch mittels informell-extralegalen Verfahren in private Hände überführt werden („informelle Privatisierung“), ohne dass die beteiligten Akteure ihre manipulativ erworbenen Verfügungsrechte legalisieren können. Der Aktienmarkt ist auch deshalb ein Spielfeld für Manipulation und Spekulation, weil die Börsen aus der Sicht der „Diebe“ von staatlichen Vermögenswerten offenbar der zweitattraktivste Kanal – nach der Kapitalflucht – sind, um „heiße“ Vermögenswerte einzusetzen und zu „waschen“.<sup>52</sup> Die Tiefenstrukturen des administrativen Marktes begünstigen staatsnahe Insiderakteure. Sie benachteiligen schlecht informierte private Kleinanleger noch stärker, als es an allen Aktienmärkten der Fall ist, und sie behindern die Entstehung eines offeneren, regelgebundenen wirtschaftlichen Wettbewerbs insgesamt.

## 6 Auf dem Weg zur „Finanzoligarchie“?

Die Aktienmarktregulierung in China unterliegt einer besonderen Dialektik. In Phasen des „Krisenmodus“ zeigt sich kurzzeitig eine hohe Aufsichts- und Durchsetzungskapazität der staatlichen Regulierungsorgane: Im Falle von Wertpapierskandalen oder einer spekulativen Marktüberhitzung fordert die politische Führung in teils vehementen, aber vorübergehenden Kampagnen eine Disziplinierung der Marktteilnehmer. Hierbei können sich die staatlichen Regulierungsorgane auf die hierarchischen Durchgriffsrechte und außerjustiziellen Sanktionsmöglichkeiten (Personal-, Organisations- und Disziplinargewalt der Parteizentrale) stützen, die im Rahmen eines Parteistaates zur Verfügung stehen.

In den überwiegenden Perioden, in denen der „Normalmodus“ der Regulierung gilt, spielen diese Aufsichtsinstitutionen aber eine bemerkenswert geringe Rolle: Die Beziehungen zwischen Aktienmarktregulierern und wichtigen Marktakteuren werden dann vor allem durch informelle persönliche Absprachen (Kollusion) geprägt. Formen der Kollusion begünstigen die partikulare Interessendurchsetzung von Seiten einflussreicher Akteure und die ungleichmäßige und inkonsequente Anwendung allgemein gültiger Regulierungsvorschriften durch die Regulierer zugunsten der mit ihnen kooperierenden Marktakteure. Im Verhältnis zwischen Regulierern und Regulierten am chinesischen Aktienmarkt zeigen sich somit besondere Ausprägungen einer „regulatory capture“.<sup>53</sup> In den vielschichtigen Formen der Kooperation und wechselseitigen Abhängigkeit zwischen Regulierern und Regulierten auf dem chinesischen Aktienmarkt lassen sich deutliche Symptome für eine Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch die Marktakteure erkennen. Die Warnungen dreier Ökonomen vor der Verfestigung einer „Finanzoligarchie“ (*jinrong guatou*) im chinesischen Wertpapiermarkt<sup>54</sup> müssen vor diesem Hintergrund ernst genommen werden.

---

\* Der Autor ist Professor für Regierungslehre am Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien der Universität Trier, Leiter der dortigen Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung und Senior Research Fellow des Instituts für Asienkunde. Weitere Informationen zu Fragen des chinesischen Aktienmarktes finden sich unter [www.asienpolitik.de](http://www.asienpolitik.de).

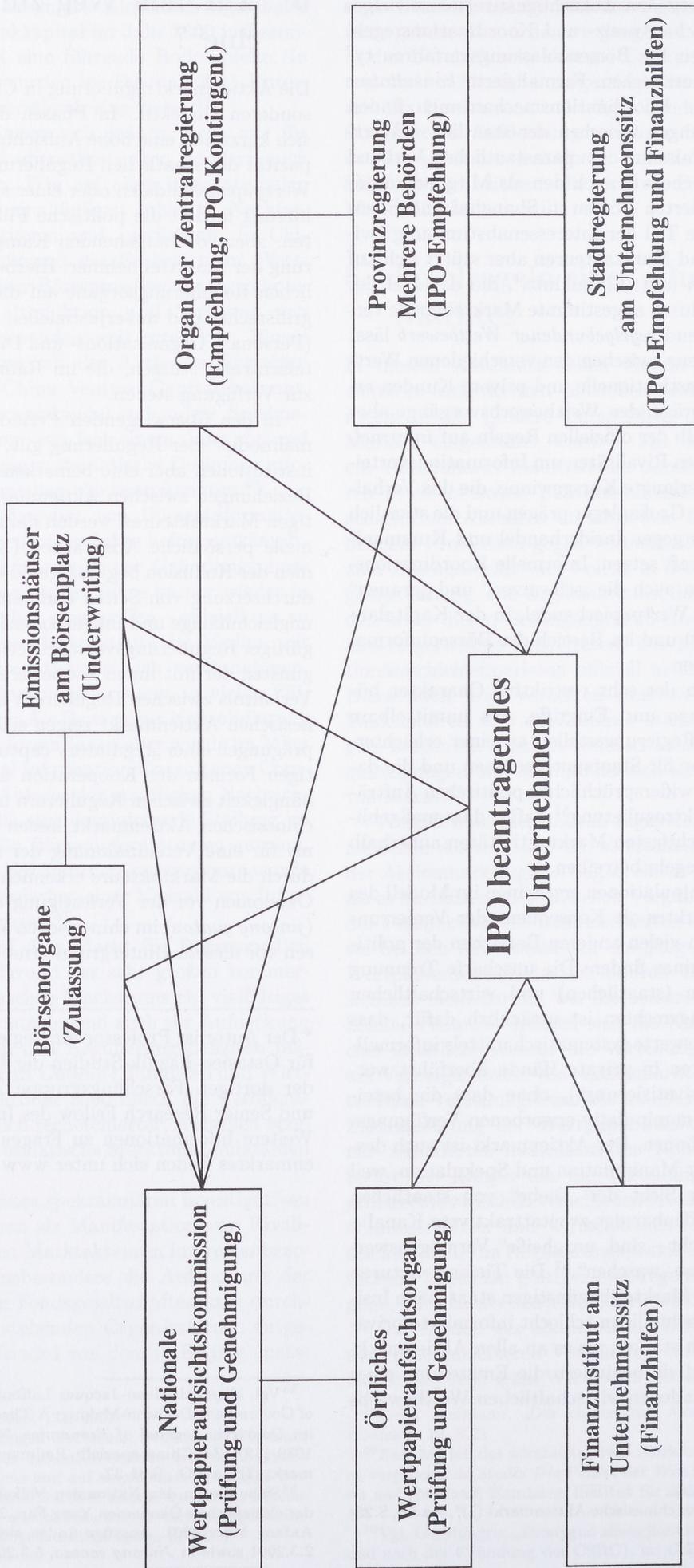
<sup>53</sup>Vgl. allgemein Jean-Jacques Laffont/Jean Tirole, „The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture“, in: *Quarterly Journal of Economics*, November 1991, Vol. 106, S. 1089-1127. Zu China speziell: Heilmann, „Der chinesische Aktienmarkt (I)“, a.a.O., S.31-32.

<sup>54</sup>Siehe die an den Nationalen Volkskongress gerichtete Eingabe der chinesischen Ökonomen Yang Fan, Zuo Dapei und Han Deqiang Anfang März 2001. Auszüge finden sich in *Yue Gang xinzi ribao*, 2.3.2001 sowie in *Jinrong zaobao*, 5.3.2001.

<sup>51</sup>Siehe Heilmann, „Der chinesische Aktienmarkt (I)“, a.a.O., S.25-26.

<sup>52</sup>Yi Hao, a.a.O., S.37.

**Übersicht 1**  
**IPO-Netzwerke in der VR China: Am Antrags- und Genehmigungsverfahren auf Börsenzulassung beteiligte Akteure und deren Interaktionsbeziehungen**



Übersicht 2  
„Insider“ im Aktienhandel (Sekundärmarkt) der VR China: Wirtschaftliche und politische Akteure

