

Sarah Kirchberger*

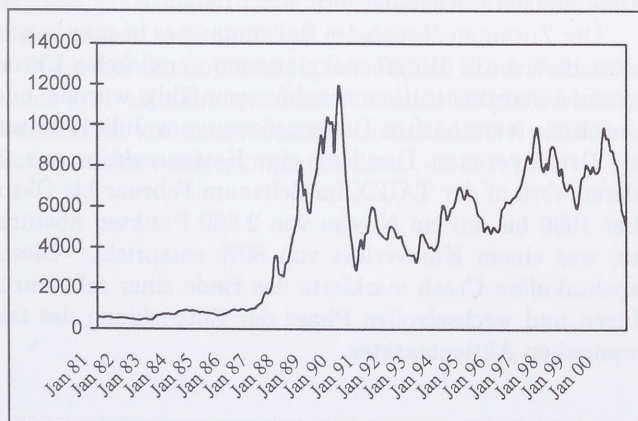
Der taiwanische Aktienmarkt. Entwicklung und Regulierung eines „Emerging Market“ in Ostasien

Dieser Aufsatz ist gleichzeitig als China Analysis No. 5 des Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University verfügbar unter http://www.asienpolitik.de/working_papers.html.

1 Einführung

Ungewöhnlich starke Kursschwankungen gehören zu den Markenzeichen der Börse in Taipei (Taiwan Stock Exchange, TSE), seit der taiwanische Aktienmarkt Mitte der 1980er Jahre einen rapiden Aufschwung nahm. Als typisches Beispiel für einen „Emerging Market“ im asiatisch-pazifischen Raum weist der taiwanische Aktienmarkt einige landesspezifische Besonderheiten auf, die ihn von anderen Emerging Markets unterscheiden, u.a. die von innen- und außenpolitischen Krisen angetriebene Regulierungspraxis. Im Hinblick auf Größe, Branchenstruktur, Öffnung für internationale Anleger und andere Indikatoren ist der taiwanische Aktienmarkt durchschnittlich weit entwickelt (vgl. Abschnitt 3).

Graphik 1: TAIEX¹-Verlauf (Monatsmittel) 1981-2000



Quelle: Erstellt nach Angaben des TSE Factbook 2001.

Der jüngste Absturz des Aktienindex TAIEX von seinem letzten Höchststand am 17.02.2000 mit 10202,20 Punkten auf inzwischen nur noch 4404 Punkte (Stand: 07.08.2001) scheint nur auf den ersten Blick spektakulär. Im Lichte der bewegten Geschichte der taiwanischen Börse sind solche Kursschwankungen jedoch nicht ungewöhnlich, denn im Durchschnitt war zwischen 1990 und 1998 *jährlich* ein harter Absturz des TAIEX mit einem Kursverlust von im Schnitt 44% zu verzeichnen.² In der Geschichte der Börse in Taipei kam es mehrfach zur Bildung spekulativer Blasen, besonders 1988 und 1989-90, ohne dass durch den anschließenden, unvermeidlichen Einbruch die weitere Entwicklung der Börse als Anlagemarkt längerfristig beeinträchtigt worden wäre.

Die Entwicklung des taiwanischen Aktienmarktes ist nicht nur interessant als Fallbeispiel für Kapitalmarktentwicklung und Regulierungspraxis in asiatischen Schwellenländern allgemein – hier ist vor allem ein Vergleich Taiwans mit anderen asiatischen Kapitalmärkten während der „Asienkrise“ 1997/98 aufschlussreich –, sondern auch wegen der möglichen Vorbildwirkung Taiwans für die Einrichtung von Wertpapierbörsen auf dem chinesischen Festland.

Die folgenden Abschnitte geben einen Überblick über die unterschiedlichen Entwicklungsphasen der taiwanischen Börse, die ökonomischen Fundamentaldaten, den Stand der Liberalisierung nach außen und Praxis und Probleme der Regulierung im Lichte geplanter Finanzreformen.

2 Historische Entwicklung des Taiwan Stock Exchange

Die Entwicklung der Börse in Taipei seit ihrer Gründung 1961 lässt sich grob in drei Entwicklungsphasen einteilen. 1962 setzte eine relativ langandauernde, langsame Anfangsphase ein, die bis Anfang der 1980er Jahre anhielt und von einer kürzeren, sehr dynamischen Phase des rapiden Aufschwungs und starker Rückschläge (Anfang der 1980er bis Anfang der 1990er Jahre) gefolgt war. Anschließend begann die bis heute andauernde Phase der schrittweisen institutionellen Reform und Anpassung und der Liberalisierung nach außen.

2.1 Phase I – Langsamer Anlauf (1950er bis Anfang 1980er Jahre)

Die Anfänge des Wertpapiermarktes reichen auf Taiwan bis in die 1950er Jahre zurück. Im Zuge der umfassenden Landreform Anfang der 1950er Jahre wurden ehemalige Landbesitzer mit Staatsanleihen und Aktien staatseigener Unternehmen entschädigt, sodass dadurch Bedarf für einen Wertpapierhandelsplatz entstand. Die Einrichtung der TSE 1961 erfolgte dann aber erst, nachdem die wirtschaftspolitische Entwicklungsstrategie der Importsubstitution durch eine Strategie der Exportförderung abgelöst worden war. Zunächst wurde 1960 ein Regulierungsorgan

²Kuo, Chengtian (2000), *Financial Institutions and Politics in Taiwan*, Paper presented at the International Conference on the Value Base of Institutions in Times of Political Change, Taipei, Taiwan 17.-18.07.2000, S.15.

¹Der TAIEX, ein gewichteter Index nahezu aller am TSE notierter Werte, ist der am häufigsten zitierte Aktienindex Taiwans.

ins Leben gerufen, die Securities Exchange Commission (SEC, 1997 umbenannt in Securities and Futures Commission, SFC). Diese bereitete die Gründung der Börse 1961 vor. Der Handel begann 1962 mit zunächst 18 Aktien und bescheidener Marktkapitalisierung.

Die weitere Entwicklung des Marktes in der ersten Phase verlief nur schleppend. Noch Anfang der 1980er Jahre wurde die TSE von dem Hongkonger Analysten Marc Faber charakterisiert als „a moribund and illiquid market which was locally and internationally ignored in favor of the then-fashionable hard-asset plays like gold and silver“.³

Erst gegen Ende der ersten Entwicklungsphase zeigten ausländische Investoren Interesse an der taiwanischen Börse. Das Zusammentreffen verschiedener Faktoren führte dann in der nächsten Entwicklungsphase zu einem rasanten Aufschwung.

2.2 Phase II – Rapider Aufschwung mit starken Rückschlägen (Anfang 1980er bis Anfang 1990er Jahre)

Die sehr erfolgreiche Entwicklung der taiwanischen Volkswirtschaft und hohe Handelsbilanzüberschüsse führten seit Anfang der 1980er Jahre zu einer stetigen, graduellen Aufwertung der taiwanischen Währung (New Taiwan Dollar, NT\$) gegenüber dem US-Dollar. Besonders die Aufwertung des New Taiwan Dollar im Zeitraum 1985-1990 um ca. 60% löste Kapitalzuflüsse nach Taiwan aus, vor allem durch die Repatriierung hoher im Ausland angelegter Vermögenswerte. Die stabilen Wachstumsraten, eine hohe Inlandssparquote und ein sinkendes Zinsniveau begünstigten die starke Liquiditätszunahme im Inland, der nur eine geringfügige Zunahme geeigneter Anlagemöglichkeiten gegenüberstand. Dies führte schließlich zu einer Aufwertung des Aktienmarktes.⁴

Anfang der 1980er Jahre nahm auch allmählich das Interesse ausländischer Investoren am taiwanischen Aktienmarkt zu, ohne dass diese jedoch legalen Zugang zum Markt hatten. Die Öffnung des Marktes nach außen begann 1983 mit der Zulassung des ersten geschlossenen Fonds für ausländische institutionelle Anleger.⁵ Weitere Fonds für ausländische Anleger folgten wenig später.

Ein prägendes Ereignis der frühen Aufschwungphase des Aktienmarktes war die so genannte „Cathay-Krise“ vom Februar 1985, Taiwans bislang im Ausmaß größter Finanzskandal. Im Zuge der vom Zusammenbruch der Tenth Credit Cooperative ausgelösten Krise mussten der Finanzminister und der Wirtschaftsminister zurücktreten. Auch der Rücktritt des Generalsekretärs der regierenden GMD wurde mit der Cathay-Krise in Verbindung gebracht. Dieser folgenreiche Finanzskandal verdeutlich-

te die Notwendigkeit von Reformen im Finanzsystem, bremste jedoch die Entwicklung der TSE nur kurzfristig.⁶

Einen sehr starken Aufschwung nahm die Marktentwicklung ab 1986/87, zeitgleich mit der beginnenden Demokratisierung. Nach der Einführung eines sehr effizienten, computergestützten Handelssystems kam es erstmals zu einem rasanten Kursanstieg. Nachdem der Aktienindex TAIEX im gesamten Zeitraum von 1972 bis Anfang 1987 auf niedrigem Niveau (d.h. unter 1.500 Punkten) verharret hatte, durchbrach er schließlich innerhalb weniger Monate die Marken von 2.000, 3.000 und 4.000 Punkten und erreichte im September 1988 sogar über 8.000 Punkte. Dieser erste Bullenmarkt erfuhr ein jähes Ende, als die Regierung im September 1988 die Einführung einer Kapitalgewinnsteuer ankündigte. Dies hatte einen Kursrutsch um 43% zur Folge. Von diesem Rückschlag erholte sich der Markt jedoch sehr schnell, und schon ab März 1989 begann die Bildung einer spekulativen Blase, die erst ein Jahr später platzen sollte. Im Verlauf dieser „Great Taiwan Bubble“ (Steven Champion) erreichte der Index am 10.02.1990 sein bis heute unübertroffenes Allzeithoch von 12.495 Punkten bei einer Marktkapitalisierung von ca. 300 Mrd. US\$. Weder der schnelle, extreme Kursanstieg noch das in dieser Zeit exorbitant hohe durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis von 100 waren durch ökonomische Fundamentaldaten gerechtfertigt.⁷ Es handelte sich um eine spekulative Blase im klassischen Sinn, die durch das Zusammentreffen hoher Liquidität, eines sehr hohen Anteils uniformierter, unkritischer und manipulationsanfälliger Kleinanleger (so genannter „noise traders“), eine unterentwickelte Finanzaufsicht und die Dominanz illegaler „Untergrund-Finanzinstitutionen“ bei der Gewährung von Effektenkrediten maßgeblich gefördert wurde. Auf dem Höhepunkt des Bullenmarktes von 1989/90 erreichte das Aktienfieber in der Gesamtbevölkerung ungeahnte Ausmaße und führte zwischenzeitlich zu gravierenden gesellschaftlichen Folgeerscheinungen.⁸ In dieser Phase wurden die Kurse zahlreicher Werte von so genannten „Big Players“, finanzstarken Spielern mit z.T. zweifelhaften Verbindungen zur Unterwelt, manipuliert. Dies war aufgrund des geringen Anteils im Umlauf befindlicher Aktien, der relativ geringen Anzahl gelisteter Firmen und der Dominanz von Kleinanlegern leicht möglich.

Der Zusammenbruch des Bullenmarktes begann, nachdem diverse, in Börsenspekulationen verwickelte Untergrund-Finanzinstitutionen zahlungsunfähig wurden und durch ein verschärftes Bankengesetz vom Juli 1989 unter Druck gerieten. Dies löste eine Kettenreaktion aus, in deren Verlauf der TAIEX im Zeitraum Februar bis Oktober 1990 bis auf ein Niveau von 2.560 Punkten abstürzte, was einem Kursverlust von 80% entspricht.⁹ Dieser spektakuläre Crash markierte das Ende einer sehr unruhigen und wechselvollen Phase der Entwicklung des taiwanischen Aktienmarktes.

³Champion, Steven R. (1998), *The Great Taiwan Bubble. The Rise and Fall of an Emerging Stock Market*, Berkeley, Cal.: Pacific View Press, S.55.

⁴Huang, Yen-Sheng (1999), „The Price Behaviour of Initial Public Offerings on the Taiwan Stock Exchange“, in: *Applied Financial Economics*, Vol. 9, Nr. 2, S.201-208, hier S.203.

⁵Es handelte sich um einen Fonds, der von der 1983 gegründeten International Investment Trust Company (IIT) aufgelegt wurde. Er war zunächst am London Stock Exchange, später am New York Stock Exchange notiert.

⁶Champion (1998), S.52-53.

⁷Vgl. dazu Champion (1998).

⁸Für eine ausführliche und sehr lesenswerte Darstellung der unterschiedlichen Auswirkungen der Massenhysterie 1989/90 siehe Champion (1998), S.6.

⁹Zur Rolle von Underground Investment Companies 1989/90 vgl. Champion (1998), S.102ff.

2.3 Phase III – Versuche der effektiveren Regulierung und Öffnung (seit Anfang der 1990er Jahre)

Nicht erst der oben erwähnte große Kurssturz von 1990 hatte die Notwendigkeit einer effektiveren Regulierung und einer besseren Bekämpfung illegaler Praktiken, besonders Kursmanipulationen, und von Untergrund-Finanzinstitutionen deutlich gemacht. Jeweils als Reaktion auf innen- und außenpolitische Krisen gelang es den Regierungsbehörden in den 1990er Jahren, schrittweise Liberalisierungsmaßnahmen und eine allmähliche Öffnung des Kapitalmarktes für ausländische Investoren durchzusetzen, um dadurch die jeweils eingebrochene Inlandsnachfrage zu kompensieren. So erfolgte 1992 die kontrollierte Zulassung so genannter „qualifizierter ausländischer institutioneller Investoren“ (Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) für direkte Investitionen an der Börse (siehe 3.7). Auch andere Liberalisierungsschritte hingen jeweils mit einer Krisenbewältigungsstrategie nach Kursstürzen zusammen, wie z.B. die erstmalige Zulassung individueller ausländischer Investoren 1996 im Zuge der „Raketekrise“ in der Taiwan-Straße. Seit Ende 2000 dürfen ausländische Investoren nahezu unbeschränkt auf allen Wertpapiermärkten Taiwans tätig werden.

Ein weiteres Charakteristikum der TSE ist die auf langfristige Entwicklung angelegte und von marktstützenden Interventionen gekennzeichnete Regulierungspolitik der Regierung. Die taiwanische Regierung hat während der 1990er Jahre mehrfach und relativ erfolgreich auf dem Aktienmarkt interveniert, wenn es zu Kursstürzen als Reaktion auf politische Entwicklungen kam. Zum Teil geschahen solche Interventionen allerdings auch im Vorfeld von Parlamentswahlen, um dadurch ein gutes wirtschaftspolitisches „Klima“ zu erzeugen, das der damaligen Regierungspartei GMD zugute kommen sollte. Solche Praktiken werden zurecht kritisiert.¹⁰

Meist geschehen Stützungskäufe der Regierung mit Hilfe eigens eingerichteter Stützungsfonds. Trotz der relativ häufigen Interventionen blieb jedoch die hohe Volatilität eines der Kennzeichen des taiwanischen Aktienmarktes, und jährliche Kursstürze von durchschnittlich über 40% sind seit 1990 die Regel gewesen.¹¹

Nachdem die Entwicklung des Taiwan Stock Exchange damit grob skizziert wurde, soll nun im Folgenden etwas detaillierter auf einige Besonderheiten des taiwanischen Aktienmarktes eingegangen werden.

3 Besonderheiten des taiwanischen Aktienmarktes

3.1 Ökonomischer Entwicklungsstand der taiwanischen Volkswirtschaft

Taiwan gehört mit einem Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt von über 13.000 US-Dollar zu den ökonomisch am weitesten entwickelten Schwellenländern Asiens und hat im Gegensatz zu Südkorea, Thailand und Malaysia die „Asienkrise“ von 1997/98 verhältnismäßig gut überstanden.¹² Allerdings ist zu bedenken, dass internationale Anleger 1997/98 nur eine sehr geringe Rolle am taiwanischen Aktienmarkt gespielt haben: „George Soros was present neither in Taiwan's stock market nor in its foreign exchange market. Nor was foreign capital important in Taiwan's stock market.“¹³ Somit ist das Abschneiden Taiwans im Vergleich zu anderen Ländern vielleicht weniger positiv zu bewerten, als vielfach angenommen wird.

Eine relativ ausgeglichene Einkommensstruktur, eine solide, auf kleine und mittlere Unternehmen gestützte dynamische Exportwirtschaft und die führende Rolle von Hochtechnologie-Unternehmen trugen zu einer sehr erfolgreichen Wirtschafts- und Gesellschaftsentwicklung Taiwans bei. Seit dem Amtsantritt des neugewählten Präsidenten Chen Shui-bian (DFP) im Jahr 2000 hat sich jedoch das wirtschaftliche Klima auf Taiwan verschlechtert, was unter anderem durch den Einbruch des NASDAQ und die schlechten Wirtschaftsdaten der USA als wichtigstem Exportmarkt für die taiwanische Technologiebranche bedingt war. Weitere abträgliche Faktoren waren die seit 2000 verschärften Verstimmungen im Verhältnis zum chinesischen Festland und die seit Anfang 2000 andauernde innenpolitische Blockade, die durch Konflikte zwischen der GMD-dominierten Legislative und der DFP-dominierten Exekutive ausgelöst wurde. Wirtschaftswachstum, Exporte und Industrieproduktion fielen in diesem ungünstigen Klima im Vergleich zum Vorjahr drastisch zurück, während die Arbeitslosigkeit mit 4,5% ein Rekordhoch erreichte. In diese ökonomisch und innenpolitisch unsichere Lage hinein fällt ein Kapitalmarktreformprogramm der Regierung, von dessen Durchsetzung auch die weitere Entwicklung des Aktienmarktes maßgeblich abhängen wird. Der jüngste, noch anhaltende Kursrutsch der taiwanischen Börse erklärt sich durch die oben genannten Faktoren hinreichend.

¹² Als Gründe dafür werden häufig die weiterhin guten ökonomischen Fundamentaldaten, darunter ein relativ hohes BIP-Wachstum von 4,6% 1998, hohe Preisstabilität, Haushaltsüberschuss, geringe Auslandsschulden, hohe Währungsreserven, ein geringer Anteil uneinbringlicher Kredite sowie das anpassungsfähige, auf kleinen und mittleren Unternehmenden basierende Wirtschaftssystem angeführt, ebenso die kluge und schrittweise Regulierungspraxis der Behörden. Zudem hatte Taiwan nach den Ereignissen von 1988/98 bereits Erfahrungen mit drastischen Einbrüchen am Aktienmarkt, sodass die Anleger vergleichsweise rational und weniger panisch reagierten. Der graduelle Reformansatz der Behörden und die flexible Reaktion der Central Bank of China trugen demnach ebenfalls dazu bei, ein Übergreifen der Asienkrise auf die reale Wirtschaft zu verhindern; vgl. Yang, Ya-Hwei/Jia-Dong Shea (1999), „Evolution of Taiwan's Financial System“, in: Masuyama, Seiichi (Hrsg.), *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Singapur: ISEAS 1999, S.260-290, hier S.284-85.

¹³ Kuo (2000), S.3.

¹⁰ Vgl. Kuo (2000).

¹¹ Kuo (2000), S.15.

3.2 Daten zur Marktentwicklung

Tabelle 1: Überblicksdaten zum Status der TSE

	1998	1999	2000
Anzahl börsennotierter Unternehmen	437	462	531
Gesamtzahl börsennotierter Aktien (Mrd. Stück)	269,0	305,7	363,0
Marktkapitalisierung (Mrd. US\$)	260,0	376,1	248,3
Anteil Marktkapitalisierung am BIP (%)	96	127	83
Aktienhandelsumsatz (Mrd. US\$)	896	917	993
Gehandeltes Aktienvolumen (Mrd. Stück)	612,0	678,1	630,9
Turnover-Ratio (%)	314	289	259
Aufgebrachtes Kapital (Mrd. US\$)	85,0	98,3	111,1
Durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis	26,14	47,73	14,84
Annual Earning Rate (%)	3,8	2,1	6,7
TAIEX Jahresendstand	6418	8449	4739
Anzahl Wertpapierhäuser	215	212	190
Anzahl Zweigstellen Wertpapierhäuser	911	987	1092
Gesamtzahl Aktienkonten (Mio.)	9,6	10,9	12,4
Gesamtzahl inländischer Aktionäre (Mio.)	k.A.	17,9	22,0*
Anteil von Margin Purchasing am Gesamtumsatz (%)	40	41	38
Anteil von Short Selling am Gesamtumsatz (%)	6	3	3

* Die Angabe für 2000 geht nicht schlüssig aus der im TSE Factbook 2001 angegebenen Aufstellung hervor, es scheint ein Rechenfehler vorzuliegen; deshalb wird im Folgenden auf die Angabe von 1999 zurückgegriffen.

Quelle: TSE Factbook 2001; SFC 2001, Major Indicators of Securities & Futures Market 2001.

Ende 2000 waren 531 Unternehmen an der Börse notiert (vgl. Tabellen 1 und 6), es handelt sich also noch um einen vergleichsweise kleinen Aktienmarkt. Die Marktkapitalisierung lag Ende 2000 bei 248 Mrd. US-Dollar, was etwa 83% des taiwanischen Bruttoinlandsproduktes entspricht. Das Handelsvolumen war 2000 mit 993 Mrd. US-Dollar im Vergleich zu Hongkong, Korea und China relativ hoch. Die Turnover-Ratio von 259% ist, obwohl niedriger als in vergangenen Jahren, im internationalen Vergleich immer noch sehr hoch, regional nur übertroffen von Korea und der VR China. Sie deutet auf den noch ungestalteten und spekulativen Charakter des Marktes hin. Mit der im Jahre 2000 negativen Entwicklung des TAIEX korrespondierte Ende 2000 ein im regionalen und internationalen Vergleich eher niedriges durchschnittliches Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 (zum Vergleich: VR China, Shanghai A-Aktien: 59, Singapur: 99). Die Tabelle 1 stellt die wichtigsten Fakten zum Entwicklungsstand der TSE zusammen.

Die Infrastruktur für den Aktienhandel ist in Taiwan gut entwickelt. 173 Wertpapierhäuser mit 1.014 Zweigstellen (Stand 2000) versorgen die über 17 Millionen Aktionäre. Insgesamt waren bei Wertpapierhäusern Ende 2000 offiziell 12,4 Millionen Aktiendepots registriert. Auch wenn wahrscheinlich Mehrfachkontennutzung zahlreicher Aktionäre unterstellt werden muss, liegt der Anteil der Aktionäre an der Gesamtbevölkerung von 22 Millionen sehr hoch.

Die Tabellen 2, 3 und 4 geben Aufschluss über die Anlegerstruktur. Auffällig ist der sehr hohe Anteil inländischer Kleinanleger, die im Jahr 2000 86% des Gesamtumsatzes auf sich vereinigten. 10% des Umsatzes entfielen auf inländische institutionelle Anleger, 4% auf ausländische institutionelle Anleger, während ausländische Kleinanleger noch keine Rolle spielten.

Das aufgebrachte Kapital stammte 2000 immerhin zu 55,4% von inländischen Kleinanlegern (vgl. Tabelle 3). Die Rolle ausländischer Anleger, sowohl institutioneller als auch individueller, ist noch gering.

Weiterhin ist aufschlussreich, dass der überwiegende Teil der Kleinanleger, nämlich 89,1%, nur über kleine Aktiendepots von unter 10.000 Stück verfügt, und 78,2% der Anleger sogar nur über Depots von weniger als 5.000 Stück.

Tabelle 2: Handelsvolumen nach Anlegerarten

(Mrd. NT\$ / Prozent)		1994	1996	1998	2000
Einheimische institutionelle Anleger	Summe	2261	2265	5144	6307
	Anteil	6	9	9	10
Ausländische institutionelle Anleger	Summe	264	557	965	2222
	Anteil	1	2	2	4
Einheimische individuelle Anleger	Summe	36415	23445	53480	52855
	Anteil	94	89	90	86
Ausländische Individuelle Anleger	Summe	3	3	9	6
	Anteil	0	0	0	0

Quelle: SFC, Major Indicators of Securities & Futures Market 2001. Prozentangaben gerundet, daher Prozentsumme nicht immer 100.

Tabelle 3: Herkunft des aufgebrachtten Kapitals nach Anlegerarten (%)

Inland	1998	1999	2000
Regierungsorgane	4,3	3,7	6,1
Finanzinstitutionen	4,2	2,9	3,8
Fonds	1,0	1,3	0,8
Wirtschaftsunternehmen	20,4	23,0	21,7
Andere juristische Personen	4,3	3,9	3,5
Inländische Kleinanleger	58,4	58,1	55,4
Ausland	1998	1999	2000
Fonds	1,7	2,2	3,1
Finanzinstitutionen	0,5	0,5	0,6
Juristische Personen	3,9	3,6	4,3
Ausländische Kleinanleger	1,3	0,9	0,8

Quelle: TSE Factbook 2001. Zahlen gerundet.

Tabelle 4: Aktionärsstruktur nach Umfang der Aktiedepots (1999)

Stückzahl registrierter Aktien	Anzahl Aktionäre (Mio.)	Prozentanteil
Unter 1000	6,2	34,8
1001 – 5000	7,8	43,4
5001 – 10.000	2,0	10,9
10.001 – 15.000	0,7	4,2
15.001 – 20.000	0,3	1,9
Über 20.001	0,8	4,8
Gesamt	17,9	100

Quelle: TSE Factbook 2001; Zahlen gerundet.

3.3 Spekulativer Charakter des Marktes

Die hohe Turnover-Ratio und die dominante Rolle inländischer Kleinanleger, darunter zahlreiche relativ uninformierte „noise traders“, sind wichtige Indikatoren für den immer noch spekulativen und ungesicherten Charakter des Marktes. Die eher kleine Anzahl börsennotierter Unternehmen sorgt neben der hohen Liquidität dafür, dass Preismanipulationen durch „Big Players“ vergleichsweise leicht möglich sind. Sinnvolle Maßnahmen zur Stabilisierung des Anlegerverhaltens wären z.B. die Erhöhung des Anteils institutioneller Anleger aus dem Aus- und Inland und die weitere Bekämpfung des Untergrund-Finanzsystems, das eine wichtige Rolle bei der Gewährung illegaler Effektenkredite spielt. Ein Blick auf die Branchenstruktur soll jedoch verdeutlichen, dass trotz des z.T. noch sehr spekulativen Charakters der Börse viele der börsennotierten Unternehmen solide und international wettbewerbsfähige Firmen sind.

3.4 Branchenstruktur

Wie aus Tabelle 5 (siehe folgende Seite) hervorgeht, stellt die Elektronikbranche den größten Anteil unter den börsennotierten Unternehmen – 2000 traf dies auf 136 Unternehmen zu, also 25,6%. Zusammen mit den Elektro- und Maschinenunternehmen machen diese etwa 31% der gelisteten Unternehmen aus. Es folgen Textilindustrie, Fi-

nanzindustrie und Bauwirtschaft, die anderen Branchen sind anteilmäßig kleiner und gleichmäßig verteilt. Ein Blick auf die durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) innerhalb der Branchen Ende 2000 zeigt, dass die Unternehmen im Elektronikbereich mit KGV von ca. 14 durchschnittlich bewertet waren, während nur Textil- und Nahrungsmittelbranche überdurchschnittliche KGV aufwiesen.

Aus der Aufstellung geht die hohe und weiterhin wachsende Bedeutung der Elektronik-Branche für die Börse in Taipei hervor. Das relativ niedrige Bewertungsniveau der Elektronikwerte Ende 2000 erklärt sich durch die hohe Exportabhängigkeit der Elektronikbranche, die durch den weltweiten Niedergang der Technologiewerte seit 2000 stark in Mitleidenschaft gezogen wurde.

Zu den vom Marktwert her wichtigsten und meistgehandelten Werten gehören weltweit führende Chiphersteller, wie z.B. Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. (TSMC) und United Microelectronics, die beide zusammen ca. 20% der gesamten Marktkapitalisierung ausmachen; der Anteil von TSMC allein beträgt ca. 15%.¹⁴ Weitere renommierte „Blue Chips“ sind Hochtechnologie-Firmen wie die PC-Hersteller Acer, Asustek Computer und Quanta Computer.¹⁵ Trotz der hohen Anfälligkeit der TSE-Kurse für Beeinflussung durch internationale Wirtschaftsentwicklungen, die sich aus der Exportabhängigkeit der taiwanischen Wirtschaft erklärt, handelt es sich somit bei den meisten börsennotierten Unternehmen um erfolgreiche, wettbewerbsfähige und innovative Privatunternehmen.

3.5 Ein „Rasputin-Markt“?

Von dem amerikanischen Fondsmanager Steven R. Champion, der in den 1980er und 1990er Jahren in Taiwan tätig war, stammt der Begriff des „Rasputin-Marktes“ zur Charakterisierung der taiwanischen Börse.¹⁶ Champion war Augenzeuge der großen spekulativen Blasen 1988-1990 und registrierte mit Verwunderung die im internationalen Vergleich ungewöhnliche Fähigkeit des Aktienmarktes, auch harte Rückschläge und gravierende Kursstürze schon nach kurzer Zeit wieder auszugleichen, ohne dass durch solche Vorkommnisse dauerhafte Änderungen im spekulativen Anlegerverhalten oder ein Rückgang des Handels zu beobachten wären. Dies vergleicht Champion mit den der Legende nach übermenschlichen Fähigkeiten des russischen Mönchs Rasputin (1864-1916), der vor seiner endgültigen Ermordung zahlreiche Mordanschläge überlebte.

Der seit 1990 unverändert bewegte Verlauf des TAIEX ist zumindest ein Indiz dafür, dass Champions humorvolle Bezeichnung der taiwanischen Börse als ein unzerstörbarer „Rasputin-Markt“ nicht ganz unzutreffend ist. Allerdings sagt diese Charakterisierung noch nichts über die Ursachen des in Augen vieler westlicher Beobachter anomalen Verhaltens taiwanischer Anleger aus. Mit einer

¹⁴SCMP, 23.07.2001.

¹⁵Salomon Smith Barney (2000), „Taiwan“, in: *The Salomon Smith Barney Guide to World Equity Markets 2000*, <http://www.ssbgeo.com/gem2000/Taiwan.pdf>, S.513-520, Download 6.8.2001, S.516.

¹⁶Vgl. Champion (1998), S.71.

Tabelle 5: Branchenstruktur

Industrie	1999		2000		KGV Ende 2000
	Anzahl der Unternehmen	Anteil (%)	Anzahl der Unternehmen	Anteil (%)	
Gesamt	462	100	531	100	14,84
Elektronik	95	20,5	136	25,6	14,14
Textil	53	11,5	57	10,7	52,13
Finanz	49	10,6	52	9,8	15,87
Bau	39	8,4	40	7,5	k.A.
Elektro und Maschinen	22	4,8	29	5,5	15,01
Nahrungsmittel	30	6,5	29	5,5	27,91
Stahl und Eisen	25	5,4	27	5,1	10,92
Plastik	21	4,5	22	4,1	10,34
Chemie	19	4,1	22	4,1	15,15
andere	109	23,6	117	22,0	k.A.

Quelle: TSE Factbook 2001.

Zunahme des Anteils institutioneller und internationaler Investoren am Markt und der weiteren Ausweitung des Börsenhandels ist zu erwarten, dass Kursschwankungen sich in Zukunft stärker an die Vorkommnisse der realen Wirtschaft anpassen dürften.

3.6 Börsenorganisation und Handelssystem

3.6.1 Organisation und Funktion der TSE

Die Taiwan Stock Exchange Corp. (TSEC) hat die organisatorische Form einer Aktiengesellschaft und ist nach Maßgabe des Wertpapierhandelsgesetzes und des Unternehmensgesetzes 1961 eingerichtet worden. Der Vorstand (Board of Directors) besteht aus 15 Direktoren. Daneben existiert ein Aufsichtsrat mit drei Aufsichtspersonen (Supervisors). Die Vorstandsmitglieder amtieren für drei Jahre, eine Wiederwahl ist möglich. Nach Maßgabe des Wertpapierhandelsgesetzes müssen ein Drittel der Direktoren professionelle Wertpapierhändler sein, die von der SFC ernannt werden. Die übrigen Posten werden von der Aktionärsversammlung unter den Aktionären vergeben. Der Vorsitzende der TSEC wird vom Vorstand aus der Mitte der Vorstandsmitglieder gewählt. Mitglieder des Vorstandes brauchen nicht Aktionäre der TSEC zu sein. Unter den Direktoren und Aufsichtspersonen sind gegenwärtig Vertreter großer Banken, Industrieunternehmen und Finanzinstitutionen, aber auch ein Parlamentsabgeordneter und drei Professoren renommierter staatlicher Universitäten vertreten.¹⁷

Zu den Aufgaben der TSE gehören die Aufrechterhaltung eines zentralisierten und geregelten Marktes für den Wertpapierhandel und die Bereitstellung relevanter Informationen, außerdem die Beurteilung von Anträgen auf Börsennotierung und die Überwachung von Wertpapierhäusern. Der Börsenhandel ist seit 1988 computergestützt und seit 1993 vollständig automatisiert.

¹⁷TSE (2001a), *TSE Factbook 2001*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/book/factbook2001/list.htm, Download 21.07.2001; für eine detaillierte Darstellung der inneren Organisationsstruktur in zeitlicher Entwicklung siehe Securities and Futures Institute (2001), *Taiwan Securities & Futures Markets*, Taipei: Securities and Futures Institute, S.49-51.

Die Aufsichtsfunktion der TSE wird seit 1986 mit Hilfe einer Task Force für Beobachtung und Überwachung von Aktienpreisen durchgeführt, die 1998 in den Rang einer Abteilung für Marktbeobachtung erhoben wurde. Die Regeln für die Arbeit dieser Organisation wurden in den letzten Jahren mehrfach revidiert, um die Effizienz der Arbeit zu erhöhen. Obwohl die Überwachung des geregelten Handels Fortschritte macht, gehen Beobachter jedoch immer noch von einer großen Anzahl ungeahnter Verstöße gegen die Marktregeln aus.

Die TSE führt zudem im Auftrag der SFC die Beurteilung und Überprüfung von Anträgen auf Börsenzugang durch. Dazu gehören das Recht zur Erhebung relevanter Informationen über die Bewerber, die Veröffentlichung solcher Informationen und das Recht, mit Zustimmung der SFC einzelne Werte vom Handel auszuschließen, die Börsennotierung aufzuheben oder das Handelssystem zu verändern.¹⁸

Die Forschungsabteilung der TSE stellt umfangreiche Informationen über den taiwanischen Aktienmarkt zusammen, die größtenteils im Internet zugänglich sind.¹⁹

Im September 1982 wurde nach Maßgabe der SEC (jetzt SFC) zusätzlich auch ein Over-the-Counter Markt (seit 1994 umbenannt in „R.O.C. Over the Counter Securities Exchange“, ROSE) eingerichtet, der jedoch mit einer Marktkapitalisierung von 31,9 Mrd. US-Dollar (2000) trotz der inzwischen auf 300 gestiegenen Zahl notierter Unternehmen noch vergleichsweise unbedeutend ist.²⁰

3.6.2 Besonderheiten des Handels

Eine normale Transaktion findet am zweiten Tag nach der Platzierung der Kaufs- oder Verkaufsoffer („T+2“) mit der Auslieferung der Wertpapiere an die Käufer ihren Abschluss.²¹ Käufe und Verkäufe am selben Tag werden

¹⁸Securities and Futures Institute (2001), S.51-52.

¹⁹Die Internet-Adresse des TSE lautet <http://www.tse.com.tw>, die Adresse der SFC <http://www.sfc.gov.tw>.

²⁰Chuang, Richard Y.C./Marc H. Sterling (1990), „Taiwan's Securities Industry“, in: *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, März 1990, S.114-120, hier S.119; SFC (2001d), *Major Indicators of Securities & Futures Market 2000, Taiwan District, The Republic of China*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-database/major.htm>, Download 13.07.2001.

²¹Securities and Futures Institute (2001), S.36-37.

gegeneinander aufgerechnet, sodass nur die Netto-Differenz gezahlt werden muss. Dies gilt jedoch nicht für die unter gesonderten Bedingungen gehandelten „Full Delivery Shares“²². Gegenwärtig gelten für die täglichen Kurschwankungen Grenzen von +/-7% des Vortagskurses.²³ Die Effizienz des automatisierten Handelssystems wird auch von ausländischen Beobachtern als sehr hoch und verlässlich eingestuft.²⁴

Bis 1988 kontrollierte die im Besitz der GMD befindliche Fuh Hwa Securities Finance Corp. allein die Vergabe von Effektenkrediten. Seit der Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes von 1988 dürfen jedoch auch andere Wertpapierhäuser solche Kredite vergeben. Der Anteil von Aktienkäufen mit Hilfe von Effektenkrediten machte 2000 38% aus (vgl. Tabelle 1). Seit Juni 1989 können ausländische Wertpapierhäuser in Taiwan tätig werden, allerdings unter bestimmten, strikten Voraussetzungen, die für viele Interessenten nur schwer zu erfüllen sind.²⁵

3.7 Internationale Öffnung: Stand und Zugangsmöglichkeiten

Vor 1983 war ausländischen Investoren de facto kein legaler Zugang zum taiwanischen Aktienmarkt möglich. Seit 1983 erfolgte jedoch schrittweise und kontrolliert die Zulassung ausländischer Investoren. Zunächst kam es im Zuge einer Revision des Wertpapiergesetzes zur Gründung der International Investor Trust Company (IIT), eines Joint Ventures. Diese Gesellschaft durfte den ersten geschlossenen Fond für ausländische institutionelle Anleger auflegen, der zunächst am London Stock Exchange, später am New York Stock Exchange notiert war. Nach der Cathay-Finanzkrise 1985 und den daraufhin eingeleiteten Reformen im Finanzsystem wurde dann 1988 ausländischen Wertpapierhäusern erlaubt, unter bestimmten Bedingungen Zweigstellen in Taiwan zu eröffnen. Der Börsencrash von 1989/90 führte zu einem weiteren Liberalisierungsschub nach außen mit dem Ziel, durch Zulassung ausländischer Investoren die eingebrochene Nachfrage am Aktienmarkt zu stabilisieren. Im Zuge dieser Maßnahmen erfolgte 1990 – 1992 die Öffnung des Marktes für direkte Investitionen so genannter „Qualified Foreign Institutional Investors“ (QFII). QFII können ausländische Banken, Versicherungen, Wertpapierhäuser, Fondsgesellschaften oder andere Investmentgesellschaften sein, die feste Vorgaben in Hinblick auf Größe, Einlagenhöhe, Dauer der Geschäftstätigkeit etc. erfüllen müssen und eine Genehmigung der SFC und der Central Bank of China erhalten haben.²⁶ Außerdem wurde im Gegenzug taiwanischen Unternehmen gestattet, Wandelanleihen, ADRs und IDR auf ausländischen Märkten auszugeben.

Die so genannte „Raketenkrise“ von 1996, als die chinesische Volksbefreiungsarmee in der Taiwan-Straße militä-

rische Manöver abhielt, um den Ausgang der ersten direkten Präsidentenwahlen auf Taiwan zu beeinflussen, führte auch zu einem Einbruch am Aktienmarkt. Im Zuge von Reformmaßnahmen erhielten damals erstmals individuelle ausländische Anleger Marktzugang und können seitdem direkt an der Börse tätig werden. Diese „non-QFIIs“ müssen sich um eine Genehmigung der TSE bewerben.

Mit diesen Reformen einher ging die Erhöhung des Limits für Unternehmensbeteiligungen einzelner ausländischer Aktionäre von 15% auf bis zu 20% der Unternehmensanteile. Der zulässige Gesamtanteil aller ausländischen Beteiligungen pro Unternehmen wurde auf 30% erhöht. Im März 1999 erfolgte dann die Erhöhung beider Quoten auf 50%.

Eine ganze Serie von Liberalisierungsschritten 1999-2000 führte dann zur weitgehenden Aufhebung von Restriktionen gegen ausländische Investitionen: Seit September 1999 dürfen Ausländer Vorzugsaktien handeln, und im November 1999 wurde das maximale Investitionslimit je QFII von 600 Mio. US-Dollar auf 1,2 Mrd. US-Dollar angehoben, im Oktober und November 2000 schließlich erst auf 1,5 Mrd. US-Dollar und dann auf 2 Mrd. US-Dollar. Im Dezember 2000 erfolgte dann die Aufhebung der Höchstgrenze für ausländische Unternehmensbeteiligungen in fast allen Industrien.

Inzwischen dürfen ausländische Investoren an der Taiwan Futures Exchange (TAIFEX) mit Futures handeln, taiwanische Wandelanleihen und nachrangige Schuldtitel handeln und auch am außerbörslichen Handel (ROSE) tätig werden. Daneben wurden die Genehmigungsverfahren für Ausländer vereinfacht.²⁷

Der taiwanische Aktienmarkt steht somit seit kurzem ausländischen Investoren weitgehend offen. Dennoch beträgt der Anteil ausländischer institutioneller Investoren am Handelsvolumen bisher nur 4%, und ausländische Kleinanleger spielen bisher noch keine Rolle. Das Ziel, durch kontrollierte Öffnung des Marktes nach außen die Nachfrage zu stabilisieren und die Anlegerstruktur zu diversifizieren bzw. den Anteil inländischer Kleinanleger zu begrenzen, wurde somit bisher noch nicht erreicht. Es bleibt abzuwarten, ob der Anteil ausländischer Investoren nach den jüngsten Liberalisierungsschritten deutlicher ansteigen wird.

3.8 Wichtige Akteure am Markt

Zu den wichtigsten Akteuren am taiwanischen Aktienmarkt gehören individuelle und korporative Investoren, Wertpapierhäuser, Investmentgesellschaften, ausländische Investoren, Regierungsfonds und die Regulierungsbehörden. Darüber hinaus nehmen jedoch auch politische Akteure, darunter Abgeordnete und die politischen Parteien, aktiv am Marktgeschehen teil und beeinflussen es. Im Folgenden soll deshalb die Rolle der langjährigen Regierungspartei GMD als Akteur am Aktienmarkt näher beleuchtet werden.

Das Vermögen der GMD war 1994 in 104 Firmen investiert, die von sieben Holdinggesellschaften verwaltet wurden. Die gesamten Vermögenswerte der GMD-kontrollier-

²²Die Klasse der „Full Delivery Shares“ umfasste 2000 16 gelistete Aktien. Es handelt sich um Unternehmen in ernsten finanziellen Schwierigkeiten. Für diese Aktien gelten gesonderte Handelsregeln.

²³SFC (2000), *SFC Annual Report 2000*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-database/e-annual/2000/e-2000.htm>, Download 25.04.2001.

²⁴Champion (1998), S.79.

²⁵Chuang/Sterling (1990), S.115-117.

²⁶Für Details siehe SFC (2001c), *A Brief History of Liberalization of Foreign Portfolio Investment*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-qfii/history.html>, Download 24.05.2001.

²⁷SFC (2001b), *Status of Foreign Portfolio Investment*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-qfii/portfolio/2001/portfolio-900504.htm>, Download 15.05.2001; SFC (2001c).

ten Unternehmen beliefen sich Ende 1998 auf etwa 200 Mrd. US-Dollar, was den Verbund der GMD-Parteiunternehmen zum fünftgrößten Konzern Taiwans machte. Die GMD kontrolliert einen Teil der Wertpapierindustrie durch Beteiligungen, darunter das größte Wertpapierhaus Taiwans, die Fuh Hwa Securities Finance Corp.²⁸ Auch einzelne GMD-Mitglieder waren und sind eng mit Wertpapierhäusern verbunden. Während des Boomjahres 1989 stellten Vorsitzende von Wertpapierhäusern, die gleichzeitig Parlamentsabgeordnete waren, sogar die größte „Interessengruppe“ innerhalb der Legislative dar.²⁹

Kuo Chengtian weist darauf hin, dass die GMD nach dem Beginn der Demokratisierung gezwungen war, neue Finanzquellen für ihr Wirtschaftsimperium aufzutun, da der Zugang zu staatlichen Finanzen zunehmend demokratischer Kontrolle unterworfen war. Ende der 1980er Jahre begann die GMD daraufhin mit einer gezielten Förderung des Aktienmarktes als alternative Finanzierungsquelle für die Parteiunternehmen, und 1993 gründete sie zu diesem Zweck ein Investment-Koordinationskomitee, das „Business Management Committee“ (BMC), das die GMD bei der Gründung von Joint Ventures mit Konzernen und in Fragen der Wirtschaftspolitik beraten sollte und das mit Präsidenten von Parteiunternehmen und Führungskräften nationaler Konzerne (Konglomerate) besetzt war, die von protektionistischen Maßnahmen der Regierung profitierten. Die Chefs privater, exportorientierter Elektronikfirmen waren in diesem Gremium nicht vertreten.³⁰

Kuo Chengtian kritisiert, dass staatliche Stellen bzw. die GMD vor anstehenden Wahlen meist gezielt Maßnahmen zur Stimulierung des Aktienmarktes ergriffen haben, darunter die Verringerung von Transaktionssteuern, Stützungskäufe durch staatliche Fonds, Erhöhung der Geldmenge durch die politisch nicht unabhängige Zentralbank und Lockerungen von Handelsvorschriften. Dies diente nicht nur einer kurzfristigen „optischen“ Verbesserung der Lage am Aktienmarkt, sondern habe den Partei- und Staatsunternehmen durch ihren Informationsvorsprung die Chance auf überproportionale Gewinne verschafft. Einer von Kuo zitierten, unveröffentlichten Studie zufolge sanken die künstlich aufgeputzten Kurse direkt nach den Wahlen meistens schnell wieder ab.³¹ Champion weist allerdings darauf hin, dass neben der GMD auch die DFP in Wahlkämpfen versuchte, durch gezielte Äußerungen zum Aktienmarkt die Marktentwicklung zu eigenen Gunsten zu beeinflussen.³²

4 Aktienmarktregulierung in Taiwan

Bei der Regulierung von Finanzmärkten ist es häufig notwendig, zwischen den konfligierenden Zielen der größtmöglichen *Effektivität* und *Stabilität* abzuwägen und einen angemessenen Ausgleich zu finden. Beide Ziele können meist nicht gleichzeitig erreicht werden, da die zum Er-

reichen großer Stabilität erforderliche strikte Regulierung häufig die Effizienz des Marktes beeinträchtigt und umgekehrt. Als Ursachen dieses Regulierungsdilemmas nennen Yang und Shea die drei Faktoren Marktversagen, Informationsasymmetrie und subjektives Risiko (*moral hazard*), die charakteristisch für Finanzmärkte seien.³³

Erfolgreiche Regulierung von Finanzmärkten erfordert daher flexible, auf gute Informationsgrundlagen und effektive Durchsetzungsinstrumente gestützte Regulierungsmaßnahmen. Im Lichte der Asienkrise zeigte sich, dass eine zu schnelle Liberalisierung von Kapitalmärkten nach außen gerade für Emerging Markets in Schwellenländern erhebliche Risiken in sich birgt, denn Portfolio-Investitionen können im Krisenfall leicht wieder abgezogen werden und so eine Krise der realen Wirtschaft verursachen. Die taiwanische Regulierungspraxis hat es bisher verstanden, schrittweise und kohärente Regulierungsschritte mit „sanften“ Interventionen zu verbinden und so Anlegervertrauen und Marktentwicklung zu stützen. Zwar sind noch weitere Finanzreformen notwendig, weshalb die Chen-Administration das Jahr 2001 zum „Jahr der Finanzreformen“ erklärt hat. Dennoch muss die bisherige Regulierungspraxis Taiwans trotz mannigfaltiger Defizite als im Großen und Ganzen gelungen angesehen werden, besonders im Vergleich zu anderen Märkten der Region und ihrer Bewältigung der „Asienkrise“.

4.1 Regulierungsorgane und Regulierungspraxis

Die führenden Organe der Finanzaufsicht in Taiwan sind das Finanzministerium (MOF), dem die Verwaltung des Finanzsystems und aller das System betreffenden Entscheidungen obliegt; weiterhin die Central Bank of China (CBC), die als Zentralbank fungiert und die für die Überwachung des Devisenmarktes und der Auslandsaktivitäten taiwanischer Banken und die Kontrolle über die Geschäftsaktivitäten der Finanzinstitutionen zuständig ist. Ein weiteres Organ der Finanzaufsicht ist die Central Deposit Insurance Corporation (CDIC), die zur Stabilisierung des Bankensektors eingerichtet wurde.³⁴

4.1.1 Struktur und Funktionen der SFC

Zuständig für die Aufsicht über den Wertpapiermarkt ist als Regulierungsorgan die Securities and Futures Commission (SFC) unter dem Finanzministerium, die nach Maßgabe des Wertpapierhandelsgesetzes und des Futures-Handelsgesetzes arbeitet. Sie hat 9 bis 11 Kommissionsmitglieder, davon 5 Regierungsbeamte, die ex officio Mitglieder der SFC sind, und beschäftigt gegenwärtig etwa 240 Mitarbeiter. Ihre Aufgaben sind die Förderung der Entwicklung, Regulierung und Beaufsichtigung des Kapitalmarktes und des Handels mit Futures. Sie verfolgt das Ziel der Förderung der Wirtschaftsentwicklung und des Anlegerschutzes. Neben der Börse beaufsichtigt die SFC

²⁸Kuo (2000), S.16-17 und 24.

²⁹Champion (1998), S.18.

³⁰Kuo (2000), S.23-24.

³¹Vgl. Kuo (2000), S.25.

³²Champion (1998), S.10.

³³Yang/Shea (1999), S.263.

³⁴Deckert, Martin (1993), *Taiwans Finanzsystem und der Six-Year National Development Plan*, Mitteilungen des Instituts für Asienkunde Nr. 219, Hamburg: Institut für Asienkunde, S.41-42; Yang/Shea (1999), S.277.

auch den außerbörslichen Handel (ROSE). Sie ist auch zuständig für die Aufsicht über die Wertpapierhändler.

Die SFC hat die Befugnis zur Überprüfung von Anträgen auf Börsenzugang wie oben erwähnt an die Börse delegiert, behält sich aber das Recht zur Zustimmung vor. Sie beaufsichtigt sowohl die Börse als auch die Emittenten bei der Einhaltung der Vorschriften bei Börsengängen.³⁵

Ein Problem bei der praktischen Arbeit der SFC ist, dass ihre Eingriffsmöglichkeiten im Bereich Beweisaufnahme und Durchführung von Untersuchungen sehr beschränkt sind, da die Verfolgung von Straftaten den Strafverfolgungsbehörden obliegt.³⁶ Dennoch wurden von der SFC innerhalb eines Jahres in 215 Fällen Geldstrafen in Höhe von 60.000 bis 300.000 NT-Dollar wegen Insider-Handels verhängt, ebenso in 254 weiteren Fällen von Verstößen gegen das Wertpapierhandelsgesetz.³⁷

4.1.2 Aufsichtsfunktion der TSE

Auch die TSE wirkt bei der Bekämpfung von Marktverstößen mit. Nach eigenen Angaben untersuchte sie im Jahre 2000 12.621 Fälle von Insider Trading und verkündete 3.201 Warnungen zum Handel von 360 Aktien. 187 Überwachungsberichte wurden erstellt, um zu klären, ob Anzeichen für Insider Trading oder Preismanipulationen vorlagen. Durch systematische Auswertung der Medienberichterstattung und von Internet-Chatrooms wurden in 40 Fällen Firmen aufgefordert, Gerüchte klarzustellen und zusätzliche Informationen bereitzustellen.³⁸

4.1.3 Interventionen der Regierung am Aktienmarkt

Die taiwanische Regierung verfolgt beständig einen Kurs der marktstützenden Interventionen und der kontrollierten, langsamen Liberalisierung. Neben häufigen Stützungskäufen von Regierungsfonds am Aktienmarkt tritt die Regierung auch öffentlich für die Verteidigung des Wechselkurses des NT-Dollar ein.³⁹

Marktstützende Interventionen werden häufig als dem Liberalisierungsprinzip zuwiderlaufende Strategie kritisiert. Im Fall Taiwan ist jedoch zu bedenken, dass Kurseinbrüche häufig nicht nur durch ökonomische, sondern auch durch rein politische Faktoren ausgelöst wurden, wie zum Beispiel durch Spannungen in den Beziehungen zum chinesischen Festland. Das kontrollierte und vorübergehende Eingreifen der Regierung in den Markt zu Stabilisierungszwecken hat sich gerade in solchen Phasen als Mittel zur Sicherung des langfristigen Anlegervertrauens bewährt. Allerdings merken Kritiker an, dass Stützungskäufe im Vorfeld von Wahlen z.T. auch dazu dienen sollten, ein für die Regierung günstiges Wirtschaftsklima zu erzeugen.⁴⁰ Solche Interventionen mit dem kurzfris-

tigen Ziel der Kurssteigerung sind der Entwicklung des Aktienmarktes sicher weniger dienlich.

4.2 Probleme der Regulierung und Reformvorhaben

Häufig genannte Problemfelder der Regulierung bestehen in einer problematischen Anreizstruktur, unklaren Kompetenzabgrenzungen zwischen Aufsichtsorganen, der Intransparenz des Finanzsystems und praktischen Problemen der Umsetzung von Regeln.

Die problematische, zu Manipulationen einladende Anreizstruktur ist dadurch bedingt, dass die defizitäre Finanzaufsicht und wenig glaubhafte Sanktionierung von Regelverstößen für wenig Abschreckung sorgt, während gleichzeitig die hohe technische Effizienz des Handels, das knappe Angebot, die hohe Nachfrage und das große Gewicht einzelner Aktien im TAIEX Manipulationen verhältnismäßig leicht machen.

Die unklare Abgrenzung von Regulierungs- und Aufsichtskompetenzen zwischen der Zentralbank, der SFC, dem Wirtschaftsministerium, dem Finanzministerium und den Strafverfolgungsbehörden erschwert eine effektive Verfolgung und Sanktionierung von Regelverstößen.

Das trotz aller Fortschritte immer noch intransparente Finanzsystem und die Existenz eines umfangreichen „grauen Aktienmarktes“ jenseits des geregelten Marktes sorgt dafür, dass illegale Finanzierungsquellen für Geschäfte am Aktienmarkt zur Verfügung stehen und illegale Effektenkredite leicht zugänglich sind.

Trotz entsprechender Gesetzgebung findet in der Praxis oft keine effektive Bekämpfung von Insider Trading statt. Interessenkonflikte kommen in der Realität häufig vor, ohne entsprechend geahndet zu werden. So sind z.B. Parlamentsabgeordnete und Wirtschaftsjournalisten häufig gleichzeitig in der Leitung von Wertpapierhäusern tätig. Auch hat die GMD als politischer Akteur über ihre zahlreichen Parteiunternehmen aktiv und massiv in das Marktgeschehen eingegriffen.

4.2.1 Probleme des Finanzsystems: Der informelle Finanzsektor

Der informelle oder „graue“ Finanzsektor in Taiwan⁴¹ ist „aus den Institutionen und Märkten zusammengesetzt, die nicht auf der Basis geltender Gesetze errichtet wurden und sich so der direkten Kontrolle der Finanzbehörden entziehen“.⁴² Da die „grauen“ Finanzinstitutionen außerhalb gesetzlicher Bestimmungen und Reglementierungen operieren (besonders im Hinblick auf Mindestkapital,

⁴¹Chen Mu-Tsai trifft eine begriffliche Unterscheidung zwischen „schwarzen“ (illegalen) und „grauen“ (extralegalen) Finanzunternehmen. Während „schwarze“ Finanzunternehmen existierende Regeln verletzen, bewegen sich „graue“ Unternehmen in einem regulatorischen Vakuum und nutzen Regelungslücken systematisch aus. Da jedoch diese Unterscheidung nicht viel zur Erklärung der Auswirkungen des nichtregulierten Finanzsektors auf den formalen, regulierten Finanzsektor beiträgt, wird im Folgenden die Bezeichnung „grau“ oder „Untergrund“ für alle extralegalen Finanzorganisationen verwendet; vgl. Chen, Mu-Tsai (1997), „Lessons and Policies of the Informal Financial Markets in the Republic of China“, in: *Economic Review*, (Taipei), Nr. 296, März-April 1997, S.1-19; hier: S.2.

⁴²Deckert (1993), S.41.

³⁵SFC (2000).

³⁶Deckert (1993), S.51.

³⁷SFC (2000).

³⁸TSE (2000), *TSE Annual Report 2000*, http://plan.tse.com.tw/plan_dept/publish/Eannual/89/contents.htm, Download 24.05.2001.

³⁹Vgl. z.B. *Taiwan Headlines*, 22.05.2001. Die *South China Morning Post* vermeldete am 21.6.2001 staatliche Stützungskäufe mit dem Ziel, den Index bei 5.000 Punkten zu stabilisieren, vgl. SCMP, 23.07.2001.

⁴⁰Kuo (2000).

Reserve- und Liquiditätsanforderungen, Zinssatzbegrenzungen, Kreditvergabe, Rechnungslegung und Buchführung sowie Vorschriften des Steuerrechts), trugen sie in der Geschichte des Finanzmarktes regelmäßig viel zur institutionellen Unsicherheit bei.⁴³ Die taiwanische Untergrund-Wirtschaft, die nach Schätzungen zwischen 15 und 30% des BIP umfasst, operiert in der Regel nicht geheim, sondern offen und wird von den Behörden geduldet. Die weite Verbreitung von Untergrund-Unternehmungen jeglicher Art veranlasste ein Mitglied der Provinzregierung Taiwans zu der Feststellung, Taiwan habe jede erdenkliche Art von Untergrund-Aktivität, außer einer funktionierenden U-Bahn.⁴⁴

Untergrund-Finanzinstitutionen haben in dem lange von staatlichen Banken dominierten Kapitalmarkt eine wichtige Funktion zur Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen gespielt, die keinen Zugang zu offiziellen Bankkrediten hatten.⁴⁵ Schon mehrfach jedoch haben sie durch ihre teilweise illegalen Operationen Krisen im Finanzsektor ausgelöst, so z.B. bei der Cathay-Krise 1985 oder während des Aktienbooms 1989. Chen zählt folgende negative Auswirkungen des Grauen Finanzsektors auf, die seine Bekämpfung erforderlich machten: Verzerrung der Wettbewerbsbedingungen für die anderen Marktteilnehmer, Gefährdung der finanziellen Stabilität, negative Beeinflussung der Finanzpolitik (durch Verzerrung von statistischen Informationen), häufige Fälle von Kundenbetrug und geringer Anlegerschutz, Steuerhinterziehung und allgemeine Schädigung der sozialen Harmonie.⁴⁶

Eng verknüpft mit der „Zweiteilung“ des Finanzsystems in einen legalen und einen Untergrund-Markt sind die gegenwärtigen Probleme des taiwanischen Bankensystems. So wird der Anteil uneinbringlicher Kredite besonders bei kleineren Kreditkooperativen wesentlich höher geschätzt als die offiziell angegeben 5,9%. Schätzungen privater Forschungsinstitute gehen von einem Anteil uneinbringlicher Kredite von etwa 10-15% im gesamten Bankensystem aus. Zwischen August 1995 und Juli 1999 soll es allein 25 *Bank Runs* bei nationalen Banken und lokalen Kreditkooperativen gegeben haben, also einen alle zwei Monate.⁴⁷

Ob Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen dieses Problem wie erhofft lösen können, ist nach anderslautenden Erfahrungen im japanischen Bankensektor fraglich. Ein neugeschaffener Fonds soll deshalb mit Geldmitteln von rund 140 Mrd. NT-Dollar uneinbringliche Kredite ankaufen. Die Chancen zur Konsolidierung des Bankensystems schätzen internationale Beobachter jedoch nüchtern ein,⁴⁸ nicht zuletzt wegen der Verflechtungen zwischen Banken und Großkonzernen.⁴⁹ Auch die Zulassung ausländischer Banken wird dieses Problem voraussichtlich nicht bereinigen können.

Auch das taiwanische Versicherungswesen ist immer noch vergleichsweise unterentwickelt.⁵⁰ Die immer

noch hohe Bedeutung von Untergrund-Finanzinstitutionen wird unter anderem am jüngst bekannt gewordenen Skandal um das renommierte Wertpapierhaus Well Phone Securities deutlich, das am 2.7.2001 die Geschäftstätigkeit einstellen musste. Es wird vermutet, dass die Zahlungsschwierigkeiten von Well Phone auf Forderungen von Untergrund-Banken nach Rückzahlung von Schulden zurückzuführen waren.⁵¹

4.2.2 Informelle Phänomene am Wertpapiermarkt

DER „GRAUE AKTIENMARKT“

Angesichts der weiten Verbreitung von Untergrund-Finanzinstitutionen in der taiwanischen Wirtschaft erstaunt es nicht, dass neben dem geregelten Markt für Wertpapiere ein umfangreicher Untergrund-Aktienmarkt entstanden ist, der in den letzten 10 Jahren von der Regierung stillschweigend toleriert worden ist. Der so genannte „graue“ Markt ist ein Forum für die Aktien hunderter Privatunternehmen, deren Status zwischen den etwa 600 börsennotierten Unternehmen und den zehntausenden nicht-notierten Unternehmen angesiedelt ist.⁵²

Ein Vorteil des „grauen“ Marktes aus Unternehmenssicht liegt in dem leichten Zugang zu Kapital für Start-ups und solche Unternehmen, die die Bedingungen der Börsennotierung nicht erfüllen und keinen ausreichenden Zugang zu Bankkrediten haben. Aus Sicht der Investoren besteht die Möglichkeit, aussichtsreiche Unternehmen, deren offizielle Markteinführung bevorsteht, am „grauen“ Markt schon vorher „kennen zu lernen“ und ihre Aktien günstig zu erwerben. Der Preis der Anteile auf dem „grauen“ Markt dient häufig als Indikator für spätere Börsengänge. Da IPOs in Taiwan regelmäßig unterteuert sind,⁵³ bieten sich den ersten Anlegern Chancen für hohe Kursgewinne nach einer offiziellen Börseneinführung.

Ursachen der Entstehung des „grauen“ Marktes sind die hohe Liquidität bei gleichzeitig geringem Angebot am geregelten Markt. Da die taiwanische Wirtschaft, anders als etwa Südkorea, nicht durch Unternehmenskonglomerate geprägt ist und zahlreiche profitable Unternehmen nicht an der Börse gelistet sind, ist die Nachfrage nach alternativen Wertpapieren groß. Den größten Teil der Aktien am „grauen“ Markt stellen Elektronikfirmen, aber auch Banken und Versicherungen sind vertreten.

Eine informelle Vereinigung von etwa 300 „grauen“ Wertpapierhäusern, die „Unlisted Securities Brokers Association“, hält den „grauen“ Markt für gesamtwirtschaftlich nützlich und beklagt Versuche der Regierung, durch Schaffung einer weiteren Kategorie von OTC-Aktien den „grauen“ Markt zu eliminieren. Bis 1999 gehörten auch Unternehmen wie Acer Semiconductor Manufacturing, Nan Ya Technologies und Nan Shan Life Insurance (die drittgrößte Versicherung) vor ihrer offiziellen Börsenein-

⁴³Deckert (1993), S.53-54.

⁴⁴Vgl. Champion (1998), S.102-103.

⁴⁵Yang/Shea (1999), S.264.

⁴⁶Chen (1997), S.14.

⁴⁷Kuo (2000), S.14.

⁴⁸NZZ, 28.06.2001.

⁴⁹Kuo (2000), S.17; Yang/Shea (1999), S.278-79.

⁵⁰Sender, Henny (2000), „Let Money Talk“, in: *Far Eastern Economic Review*, 27.07.2000.

⁵¹China Online (2001); SCMP, 3.7.2001.

⁵²Die folgende Darstellung stützt sich auf Baum, Julian (1999), „Shady Dealings. Taiwan's Grey Stockmarket is Big Business“, in: *Far Eastern Economic Review*, 13.05.1999.

⁵³Eine Studie von Huang Yen-Sheng belegt, dass IPOs in Taiwan durchgängig unterteuert und meist massiv überzeichnet sind. Aktionären der ersten Stunde bietet sich somit kurz nach der Börseneinführung die Chance auf hohe Kursgewinne; vgl. Huang (1999); Champion (1998), S.85.

führung zu den aktiv gehandelten Werten am „grauen“ Markt.

Probleme des „grauen“ Marktes sind das geringe Handelsvolumen, die geringe Zugänglichkeit und die von Analysten bemängelte Ineffizienz und Intransparenz. Außerdem sind verlässliche Informationen über die gehandelten Firmen nur teilweise zugänglich. Diese Informationsasymmetrien sind der Hauptgrund, warum der Markt nach Ansicht von Experten dringend regulierungsbedürftig ist. Da die Broker am „grauen“ Markt keine Steuern zahlen, geben sie nur ungern Auskunft über ihre Handelsdaten. Zudem werden alle Transaktionen in bar und am Tag des Kaufes ausgeführt. Deshalb sind keine genauen Informationen über das Volumen der gehandelten Aktien oder den Handelsumsatz am „grauen“ Markt verfügbar.

Die Investorenzusammensetzung am „grauen“ Markt ist heterogen, sie reicht nach Aussagen von Beobachtern von professionellen Spielern bis zu Arbeitern und Hausfrauen. Die Aktivitäten von Wertpapierhändlern am „grauen“ Markt sind illegal, weil die Beteiligung Dritter am Verkauf von Aktien nicht gelistet, aber öffentlich registrierter Unternehmen eine Verletzung des Wertpapiergesetzes darstellt.⁵⁴

MARKTMANIPULATIONEN

Die immer noch geringe Größe der Börse und die kleine Rolle institutioneller Investoren sind die Hauptgründe dafür, dass Marktmanipulationen trotz verschärfter Gesetze immer noch relativ leicht möglich sind. Die hohe Effizienz des automatisierten Handels, die leichte Zugänglichkeit zu Effektenkrediten, niedrige Transaktionskosten (geringe Kommissionen für Wertpapierhändler, keine Kapitalgewinnsteuer auf Spekulationsgewinne), die häufig geringen Mengen im Umlauf befindlicher Aktien und die zu geringen Preise von Neuemissionen ermöglichen finanzstarken Spielern relativ leicht die Manipulation von Kursen. Champion zufolge ist der taiwanische Markt zumindest phasenweise ein „manipulator's dream“,⁵⁵ und der ehemalige Finanzminister und Zentralbankchef Chang Ching-cheng ging sogar einmal so weit, den Aktienmarkt als „an ungovernable, man-eating casino“ zu bezeichnen.⁵⁶

Champion beschreibt detailliert einige Manipulationsstrategien, die in Taiwan zu beobachten waren. Dazu gehören die „Indexmanipulation“ (gezielte Manipulation besonders gewichtiger Werte, die dann den gesamten Index rauf- oder runterziehen), die Manipulation von „Signalaktien“ (besonders prominente Branchenführer-Aktien), gezielte Verschiebung der Preisrelationen innerhalb einer Branche, und schließlich Manipulation durch „Phantomkauforder“ (kurz vor Handelsschluss abgegebene, extrem hohe oder niedrige Kaufangebote, die zwar mit Sicherheit nicht mehr ausgeführt werden können, aber veröffentlicht werden und am nächsten Handelstag den Kurs beeinflussen).⁵⁷

Insider Trading kommt ebenfalls häufig vor. Zudem haben Wirtschaftsjournalisten und Parlamentsabgeordnete, die gleichzeitig im Wertpapiergeschäft tätig sind, vielfältige Möglichkeiten zur Manipulation von Kursen durch

öffentliche Äußerungen zum Marktgeschehen oder zu geplanten Regulierungsvorhaben.⁵⁸

VERWICKLUNG VON POLITISCHEN AKTEUREN IN DEN AKTIENMARKT

Eine Studie von 1996 ergab, dass die Hälfte von 294 zwischen 1969 und 1992 gewählten Parlamentsabgeordneten zeitgleich als Präsidenten, Vizepräsidenten, CEOs, stellvertretende CEOs, Direktoren, Aufsichtspersonen oder Consultants in Wirtschaftsunternehmen tätig waren. In den 1980er und frühen 1990er Jahren hatten mindestens 10 Abgeordnete signifikante Beteiligungen an Aktiengesellschaften, nach 1998 mindestens 15. Diese Abgeordneten waren regelmäßig Mitglieder im Finanzausschuss, der über die Regulierungspolitik entscheidet. Das Wirken dieser Lobby im Parlament wird unter anderem an folgenden Beispielen deutlich: Zwischen 1988 und 1993 versuchte das Finanzministerium mehrfach die Steuer auf Aktientransaktionen auf 1,5% zu erhöhen, aber die Legislative senkte sie entgegen diesen Vorlagen sogar bis auf 0,3% ab. Ähnliche Versuche des Ministeriums, Wertpapierhäuser zu besteuern, scheiterten ebenfalls am Widerstand der Legislative.⁵⁹

Illegale Einflussnahme von Abgeordneten bei der Verhinderung von Strafverfolgung war in einem besonders eklatanten Fall 1994 zu beobachten. So wurde 1994 bekannt, dass die Hongfu Stock Company, ein Wertpapierhaus im Besitz eines Parlamentsabgeordneten, in illegalen Aktienhandel großen Umfangs verwickelt war, und dass zahlreiche andere Abgeordnete daran beteiligt waren. Als die Strafverfolgungsbehörden das Haus des Besitzers durchsuchen wollten, traten unvermittelt mindestens 18 Abgeordnete auf den Plan und verhinderten erfolgreich eine Durchsuchung. Schließlich wurden nur untergeordnete Manager der Firma zur Verantwortung gezogen. Die in diesen Skandal verwickelten Abgeordneten dagegen haben weiter ihr Amt ausgeübt, und der Besitzer der Firma wurde auf freien Fuß gesetzt und war danach gelegentlich in weitere Skandale verwickelt.⁶⁰ Dieses Beispiel belegt die noch ungenügende Trennung der Funktionen von öffentlichen Mandatsträgern und der Privatwirtschaft.

LÖSUNGSMÖGLICHKEITEN

Abhilfe für die genannten Probleme könnte geschaffen werden durch eine effektivere Sanktionierung von Fehlverhalten; durch eine Übertragung von Sanktionsbefugnissen von den Strafverfolgungsbehörden an die jeweiligen Aufsichtsorgane; durch eine weitere Entflechtung von Staat, GMD und Parteiunternehmen (wie bereits 2000 begonnen), und durch die weitere Förderung ausländischer Investitionen.

Kuo Chengtian weist darüber hinaus auf die große Bedeutung einer Stärkung der Autonomie der Zentralbank hin. Auch die striktere Kontrolle von Interessenkonflikten bei Angehörigen der Legislative und die Stärkung der Selbstregulierung durch Verbände könnten zu einer Verbesserung des Regulierungspraxis beitragen.⁶¹

⁵⁴Vgl. Baum (1999).

⁵⁵Champion (1998), S.89-91.

⁵⁶Champion (1998), S.27-28.

⁵⁷Vgl. Champion (1998), S.85-92 und 101-107.

⁵⁸Vgl. Champion (1998), S.18, 95, 96-97 und 130.

⁵⁹Kuo (2000), S.22-23.

⁶⁰Kuo (2000), S.23.

⁶¹Kuo (2000), S.27.

4.2.3 Geplante Reformen

Angesichts der anhaltenden Probleme im Finanzsektor und der zuletzt unerfreulichen Entwicklung der taiwanischen Volkswirtschaft, hat die Regierung von Präsident Chen das Jahr 2001 zum „Jahr der Finanzreformen“ ausgerufen.⁶²

Chen sagte auf dem „Asia Pacific Fund Management Summit 2001“ in Taipei, Regierungseinmischungen in die Regulierung von Kapitalmärkten sollten auf ein Minimum begrenzt werden, um den Markt sein volles Potenzial entfalten zu lassen. Seine Regierung sei dem Ziel weiterer Finanzreformen verpflichtet und glaube, in ein bis zwei Jahren befriedigende Ergebnisse vorweisen zu können. Er benannte als Ziel die weitere Internationalisierung und Liberalisierung der taiwanischen Kapitalmärkte, um Taiwan langfristig zu einem wichtigen Finanzzentrum im asiatisch-pazifischen Raum zu machen.⁶³

Die geplante Finanzreform besteht im Kern aus mehreren Schlüsselreformgesetzen, die aufgrund heftigen Widerstandes von Seiten der Opposition erst auf einer außerplanmäßigen Sondersitzung des Legislativ Yuan am 27.6.2001 verabschiedet werden konnten, nachdem die Sitzungsperiode bereits offiziell zu Ende gegangen war.⁶⁴

Zu den verabschiedeten Gesetzen gehören das *Financial Holding Company Law* (Finanzholding-Gesetz), das am 1.11.2001 in Kraft tritt und die Voraussetzungen für Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen im Finanzsektor mit dem Ziel der Bildung von Allfinanz-Unternehmen schafft. Ausländische Finanzinstitutionen sollen dann bis zu 100% an taiwanischen Finanzholdings halten können. Ziel dieser Maßnahme ist die Konsolidierung der „arg zersplitterten“ Finanzindustrie und eine Diversifizierung der Finanzdienstleistungsbranche. Ein weiterer Teil des Reformpakets ist die Revision des *Business Tax Law* bei gleichzeitiger Umbenennung in „*Value Added Tax and the Non-VAT Business Tax Law*“. Das Gesetz schafft die Unternehmenssteuer für Finanzinstitutionen ab dem Jahr 2006 ab. Ein dritter Punkt ist eine Revision des *Insurance Law* (Versicherungsgesetz), wonach Versicherungen statt bisher 19% bis zu 30% ihrer Investitionen im Liegenschaftsmarkt tätigen können, was dem Immobilienmarkt auf die Beine helfen soll.⁶⁵ Der vierte Bereich der Reform betrifft die Einrichtung eines *Financial Reconstruction Fund*. Dieser neugeschaffener Fonds soll, wie oben bereits erwähnt, uneinbringliche Kredite ankaufen und zur Bereinigung der Probleme im Bankensektor beitragen.

Ein weiteres wichtiges Reformvorhaben betrifft die Zentralisierung der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden im Finanzsektor. Demnach soll eine Aufsichtskommission im Range eines Ministeriums geschaffen werden, die für die Bankenaufsicht, die Kapitalmärkte und die Versicherungen zuständig sein soll. Die geplante Kommission soll die Bankenabteilung der Central Bank of China, das Bureau of Monetary Affairs, die Securities and Futures Commission, das Insurance Department unter dem Finanzministerium und die Central Depository Insurance

Corp. integrieren. Etwa 60% der gegenwärtigen Funktionen des Finanzministeriums sollen auf die neue Kommission übertragen werden, während das Finanzministerium nur die Autorität über Steuerfragen, den Staatshaushalt und Zölle behalten wird.⁶⁶

Die Entschlossenheit der Regierung zu weit reichenden Wirtschaftsreformmaßnahmen wird auch durch die jüngste Einberufung eines neuen Beratungsgremiums für Wirtschaftsreformen deutlich. Das Hauptziel der vom 22. Juli bis 26. August stattfindenden Beratungen soll in der Erarbeitung von Vorschlägen zur Überwindung der Wirtschaftskrise bestehen. Das „Economic Panel“ hat 120 Mitglieder, darunter Vertreter der großen Parteien, Wissenschaftler, Wirtschaftsvertreter und Gewerkschaftsvertreter. Präsident Chen hat angekündigt, dass er die Abschlussvorschläge des Gremiums als bindend ansehen und auf jeden Fall umsetzen wird.

Zwar wurde bereits Kritik an dem „zu großen Umfang“ der Konferenz und der Einbeziehung von Nichtexperten in die Diskussion laut. Dennoch besteht die Möglichkeit, dass dieses hochkarätige Beratungsorgan der Wirtschaftsreform auf Taiwan neue Impulse geben könnte.⁶⁷

5 Schluss

5.1 Zusammenfassung und Ausblick

Taiwan befindet sich zurzeit in einer schwierigen politischen Umbruchphase. Der knappe Sieg des Oppositionskandidaten Chen Shui-bian (DFP) bei den Präsidentschaftswahlen im März 2000 sorgte zwar für den ersten demokratischen Regierungswechsel nach über 50-jähriger GMD-Herrschaft, löste aber aufgrund der noch ungefestigten Struktur des semi-präsidentiellen Regierungssystems und der weiteren Dominanz der GMD in der Legislative schwere innenpolitische Probleme aus. Es kam zunächst zur Gründung einer weiteren Partei (der PFP) durch Abspaltung von der GMD und später zu einer gegenseitigen Blockade der Verfassungsinstitutionen.

Weiterhin sorgten die Unsicherheit im Verhältnis zu China und der Einbruch der Technologiewerte, der die exportabhängige Technologiebranche Taiwans hart traf, für ungünstige internationale Bedingungen. Die jüngst erfolgte Abspaltung einer weiteren Partei von der GMD, der Taiwan Solidarity Union (TSU), könnte das anvisierte Ziel einer Konsolidierung der innenpolitischen Lage angesichts der bevorstehenden Parlamentswahlen verfehlen und stattdessen zur Zersplitterung des Parteiensystems führen.

Angesichts der zuletzt ungünstigen ökonomischen Entwicklung und der innenpolitischen Instabilität, genießen Reformen des Finanzsystems hohe Priorität, um das Vertrauen internationaler Anleger wieder herzustellen. Von ihrer Verwirklichung wird es abhängen, ob die Konsolidierung des Finanzsektors gelingen und damit auch die anderen Wirtschaftssektoren belebt werden können.

Eine Betrachtung der Besonderheiten und der Entwicklung des taiwanischen Aktienmarktes zeigt, dass es sich um einen aufstrebenden Emerging Market handelt,

⁶² *Taiwan Headlines*, 8.6.2001.

⁶³ *Taiwan Headlines*, 26.7.2001.

⁶⁴ *Taiwan Headlines*, 28.06.2001; NZZ, 28.06.2001.

⁶⁵ NZZ, 28.06.2001.

⁶⁶ *Taipei Journal*, 18.05.2001.

⁶⁷ *Taiwan Headlines*, 9.7.2001.

dessen Marktentwicklung im regionalen Vergleich durchaus positiv ist. Lediglich eine erhöhte Neigung zu spekulativem Anlegerverhalten durch Dominanz von Kleinanlegern und geringe internationale Beteiligung am Handel sind noch Kennzeichen eines wenig entwickelten Marktes. Die jüngsten Liberalisierungsschritte haben nahezu alle Barrieren für ausländische Investitionen abgebaut und dürften in Zukunft zu einem Wandel der Anlegerstruktur beitragen.

Die Beseitigung institutioneller Probleme im Finanzsystem macht ungeachtet dessen Fortschritte. Die jüngsten Reformvorhaben könnten positive Auswirkungen auf die Bereinigung traditioneller Probleme des Finanzsektors haben, darunter der zuletzt besorgniserregend hohe Anteil uneinbringlicher Kredite, verbreitete Marktmanipulationen und die Verstrickungen zwischen politischen Akteuren, Konzernen und Wertpapierhändlern.

Die Regulierungspraxis Taiwans ist zwar durch Krisen angetrieben, aber im langfristigen Verlauf dennoch durch schrittweises und rationales Vorgehen gekennzeichnet. Dies wird z.B. an der Strategie der graduellen Zulassung internationaler Anleger deutlich. Als Reaktion auf Krisen konnten jeweils protektionistische Widerstände gegen eine Liberalisierung des Kapitalmarktes leichter überwunden werden als in Boomphasen mit starker Inlandsnachfrage. Durch schrittweise Anpassung und Deregulierung konnte so insgesamt eine reibungslose Zulassung ausländischer Investoren ohne harte Verwerfungen erreicht werden.

Im Umgang mit akuten Kursstürzen hat sich eine Standardreaktion der Krisenbewältigung herausgebildet, die unter anderem 1988, 1989/1990, 1996, und 2000/2001 Anwendung fand. Bestandteile dieser Krisenbewältigungsstrategie sind weitere Deregulierung im Finanzsektor, Lockerungen des Zugangs für ausländische Investoren, Lockerung der Handelsbestimmungen für inländische Investoren, Behebung der Liquiditätskrise durch Bereitstellung von Krediten und Stützungskäufe von Regierungsfonds am Aktienmarkt.⁶⁸ Diese Strategie steht wegen ihrer Tendenz zu weiterer Liberalisierung und Internationalisierung jedoch im Einklang mit dem langfristigen Ziel eines WTO-Beitrittes und des geplanten Ausbaus Taiwans zu einem „Asia Pacific Regional Operations Center“ (APROC).⁶⁹

5.2 Ein Modell für China?

Es ist augenscheinlich, dass einige der traditionellen Probleme des taiwanischen Aktienmarktes Parallelen zum festlandchinesischen Aktienmarkt aufweisen, auch wenn der taiwanische Aktienmarkt inzwischen wesentlich ausgereifter und besser reguliert ist. Wichtige Parallelen sind z.B. die Manipulationsanfälligkeit der Kurse und die Dominanz uninformatierter inländischer Kleinanleger. Auch in der Frage der kontrollierten, strikt begrenzten Zulassung ausländischer Investoren wird das taiwanische QFII-Sys-

tem von vielen Beobachtern als geeignetes Modell für China angesehen.⁷⁰

Die oberflächliche Ähnlichkeit einiger Erscheinungen an beiden Aktienmärkten sollte jedoch nicht über die grundlegenden Unterschiede beider Aktienmärkte hinwegtäuschen, die einen sinnvollen Vergleich behindern. So handelt es sich bei den meisten börsennotierten Unternehmen Taiwans um wirtschaftlich gesunde und wettbewerbsfähige Privatunternehmen, während die Börsen in Shanghai und Shenzhen von unprofitablen Staatsunternehmen dominiert sind. Auch ist das Regulierungsinteresse in beiden Ländern grundsätzlich verschieden: Während die taiwanischen Behörden eine weitgehende Liberalisierung des Aktienmarktes und eine größtmögliche Angleichung an internationale Standards anstreben, um das wirtschaftliche Wachstum und die Integration in den Weltmarkt zu fördern, dominieren in China innenpolitische Erwägungen die Entscheidungen der politisch gebundenen Regulierungsbehörde. Das Hauptziel der chinesischen Regulierungsbehörden scheint in der Erschließung zusätzlicher Kapitalquellen für marode Staatsunternehmen zu bestehen, keinesfalls jedoch im Schutz der Kleinanleger. Trotz der gegenwärtig schwierigen binnenwirtschaftlichen Lage Taiwans muss der taiwanische Aktienmarkt als vergleichsweise erfolgreicher Emerging Market angesehen werden, während die institutionellen Probleme des chinesischen Aktienmarktes noch der Bewältigung harren.⁷¹ Dennoch ist denkbar, dass die grundsätzliche Strategie einer langsamen und kontrollierten Öffnung nach außen für den chinesischen Markt ein geeignetes Modell wäre.

⁷⁰ *China Daily*, 3.11.2000.

⁷¹ Vgl. dazu Heilmann, Sebastian (2001a), *Der Aktienmarkt der VR China (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel*, Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, China Analysis No. 3, Mai 2001 und Heilmann, Sebastian (2001b), *Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln*, Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, China Analysis No. 4, Mai 2001; beide verfügbar unter http://www.asienpolitik.de/working_papers.html.

⁶⁸ Champion (1998), S.75-76.

⁶⁹ Vgl. TSE (o.J.), *The Securities Market & Its Role in the Development of the Asia-Pacific Regional Operations Center*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/englishmanual/ew.htm, Download 24.05.2001.

Tabelle 6: Taiwans Aktienmarkt im internationalen Vergleich

	Taiwan			Hongkong			VR China*			New York	London	Tokyo	Korea	Singapur
	98	99	00	98	99	00	98	99	00	2000	2000	2000	2000	2000
1. Anzahl börsennotierter Unternehmen	437	462	531	680	701	736	815	949	1088	2468	2929	2055	704	388
2. Marktkapitalisierung (Mrd. US\$)	260	376	248	343	609	615	235	320	581	17100	2684	3151	149	224
3. Anteil Marktkapitalisierung am BIP (%)	96	127	83	207	384	380	25	32	54	173	190	68	32	240
4. Aktienhandelsumsatz (Mrd. US\$)	896	917	993	206	230	377	284	378	735	11060	4556	2316	556	95
5. Turnover-Ratio (%)	314	289	259	62	51	63	454	471	493	82	64	59	302	65
6. Kurs-Gewinn-Verhältnis	26	48	15	11	27	13	34	38	59	25	23	171	k.A.	21
7. Wert des wichtigsten Aktienindex (Jahresende)	6418	8449	4789	10049	16962	15096	1147	1367	2074	10787	6223	13786	505	1927

*Werte Nr. 1-4 umfassen die Börsen in Shanghai und Shenzhen, Werte 6-7 beziehen sich nur auf die Börse in Shanghai bez. nur auf A-Aktien.

Quellen: Emerging Stock Market Factbook 2000; Taiwan Securities and Futures Commission (SFC); Marktkapitalisierung 2000 Taiwan: TSE Factbook 2001. Marktkapitalisierung Korea 2000; Korean Stock Exchange Fact Book 2000; Marktkapitalisierung Singapur: Singapore Exchange Ltd, Marktkapitalisierung London: London Stock Exchange; Marktkapitalisierung New York 2000: New York Stock Exchange; Daten für VR China aus Heilmann 2001a und CSRC, China Securities and Futures Statistical Yearbook 2001.

Literaturverzeichnis

- Baum, Julian (1999), "Shady Dealings. Taiwan's Grey Stockmarket is Big Business", in: *Far Eastern Economic Review*, 13.05.1999
- Champion, Steven R. (1998), *The Great Taiwan Bubble. The Rise and Fall of an Emerging Stock Market*, Berkeley, Cal.: Pacific View Press
- Chen, Mu-Tsai (1997), "Lessons and Policies of the Informal Financial Markets in the Republic of China", in: *Economic Review* (Taipei), Nr. 296, März-April 1997, S.1-19
- China Online (2001), "Taiwan's Well Phone Securities Suspends Business, Shocks Market", in: *China Online*, 9.7.2001, <http://www.chinaonline.com>
- Chuang, Richard Y.C./Marc H. Sterling (1990), "Taiwan's Securities Industry", in: *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, März 1990, S.114-120
- Deckert, Martin (1993), *Taiwans Finanzsystem und der Six-Year National Development Plan*, Mitteilungen des Instituts für Asienkunde Nr. 219, Hamburg: Institut für Asienkunde
- Deutsche Bank (2001), "Taiwan", in: *Economic & Financial Outlook*, April 2001, <http://www.dbresearch.com>, April 2001
- Fung, Hung-Gay/Wai-Chung Lo/Wai K. Leung (1995), "Evidence on the Dynamic Relationship Between International Trade and the Stock Market. The Four Asian Tigers", in: *The Journal of International Trade & Economic Development*, Vol. 4, Nr. 2, S.171-183
- Heilmann, Sebastian (2001a), *Der Aktienmarkt der VR China (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel*, Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, China Analysis No. 3, Mai 2001; http://www.asienpolitik.de/working_papers.html
- Heilmann, Sebastian (2001b), *Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln*, Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, China Analysis No. 4, Mai 2001; http://www.asienpolitik.de/working_papers.html
- Huang, Yen-Sheng (1999), "The Price Behaviour of Initial Public Offerings on the Taiwan Stock Exchange", in: *Applied Financial Economics*, Vol. 9, Nr. 2, S.201-208
- Kuo, Chengtian (2000), *Financial Institutions and Politics in Taiwan*, Paper presented at the International Conference on the Value Base of Institutions in Times of Political Change, Taipei, Taiwan 17.-18.07.2000
- Kwan, Felix B./Mario G. Reyes (1997), "Price Effects of Stock Market Liberalization in Taiwan", in: *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, Nr. 2, S. 511-522
- Ma, Tai/H.J. Chen (1994), "Stock Market Surveillance and Market Performance: The Case of Taiwan", in: *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 11, Nr. 2, S.305-325
- Salomon Smith Barney Guide (2000), "Taiwan", in: *The Salomon Smith Barney Guide to World Equity Markets 2000*, <http://www.ssbgeo.com/gem2000/Taiwan.pdf>, S.513-520, Download 6.8.2001
- Securities and Futures Institute (2001), *Taiwan Securities & Futures Markets*, Taipei: Securities and Futures Institute
- Sender, Henny (2000), "Let Money Talk", in: *Far Eastern Economic Review*, 27.07.2000
- SFC (2000), *SFC Annual Report 2000*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-database/e-annual/2000/e-2000.htm>, Download 25.04.2001
- SFC (2001a), *Organization*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-intro/organization.htm>, Download 25.04.2001
- SFC (2001b), *Status of Foreign Portfolio Investment*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-qfii/portfolio/2001/portfolio-900504.htm>, Download 15.05.2001
- SFC (2001c), *A Brief History of Liberalization of Foreign Portfolio Investment*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-qfii/history.html>, Download 24.05.2001
- SFC (2001d), *Major Indicators of Securities & Futures Market 2000, Taiwan District, The Republic of China*, <http://www.sfc.gov.tw/e-sfc/e-database/major.htm>, Download 13.07.2001
- TSE (2000), *TSE Annual Report 2000*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/Eannual/89/contents.htm, Download 24.05.2001
- TSE (2001a), *TSE Factbook 2001*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/book/factbook2001/list.htm, Download 21.07.2001
- TSE (2001b), *Highlights of Listed Securities, 1998-2000*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/manual/Highlights2001/Highlights2001.htm, Download 24.05.2001
- TSE (o.J.), *The Securities Market & Its Role in the Development of the Asia-Pacific Regional Operations Center*, http://plan.tse.com.tw/plan_depart/publish/englishmanual/ew.htm, Download 24.05.2001
- Titman, Sheridan/K.C. John Wei (1999), "Understanding Stock Market Volatility: The Case of Korea and Taiwan", in: *Pacific-Basin Finance Journal*, 7 (1999), S.41-66
- Yang, Ya-Hwei/Jia-Dong Shea (1999), "Evolution of Taiwan's Financial System", in: Masuyama, Seiichi (Hrsg.), *East Asia's Financial Systems: Evolution and Crisis*, Singapur: ISEAS 1999, S.260-290

* Sarah Kirchberger, M.A., ist Doktorandin am Lehrstuhl für Vergleichende Regierungslehre/Politik Ostasiens der Universität Trier.