

Auf jenen Fall sollte die Praxis beendet werden, die Qualität der Güter jeweils danach auszulegen, ob sie exportiert oder im Inland verkauft werden. Eine solche Praxis impliziert unter Umständen zu große interne Subventionen für Exportgüter und stellt das Prinzip des äquivalenten Tausches der Güter im Weltmarkt in Frage. Schon jetzt gibt es in der VR China große Haldenbestände an qualitativ minderwertigen Gütern, die von der qualitätsbewußten städtischen Bevölkerung nicht mehr abgenommen werden.

Der allgemeine Standard der Güter in der VR sollte vom Weltmarktniveau - wie schwer dies auch immer festzustellen ist - abgeleitet werden. Auf diese Weise könnten positive Wirkungen in Richtung auf die Produktionsmittelinindustrien sowie die ihnen vorgeschalteten Industriezweige erzielt werden. Das gesamte Niveau des produktiven Apparates könnte durch den heilsamen Zwang, sich an einem fortgeschrittenen Standard orientieren zu müssen, angehoben werden. Dies würde nicht nur der beabsichtigten vorsichtigen Weltmarktintegration zugute kommen, sondern auch den Lebensstandard der chinesischen Bevölkerung anheben.

Anmerkungen

- 1) Erschienen in Beijing und Chongqing 1984.
- 2) Vgl. dazu die Definition in Zhongguo Tongji Nianjian 1987, Beijing 1987, S.517.
- 3) Vgl. dazu ausführlich Louven, Erhard, Die Energiesituation der VR China gegenwärtig und im Jahre 2000, in: C.a., Aug. 1987, S.650-655, insbesondere hier S.652.
- 4) Vgl. Jingji Ribao, 8.4.1986.
- 5) Vgl. XNA, 24.3.1988.

Yu-Hsi Nieh

Hintergrund zum jüngsten Börsensturz in Taiwan

Am Börsenmarkt der Stadt Taipei¹ fand am 29.September d.J. ein "Schwarzer Donnerstag" statt. Bis zum 21.Oktober fiel der Taiex "Weighted Index" innerhalb von neunzehn Tagen von 8.789,78 auf 5.615,33 Punkte um über 36%.

Der lawinenartige Kursverfall ereignete sich kurz vor dem ersten Jahrestag des "Schwarzen Montags" vom 19.Oktober 1987 in New York, der einen weltweiten Crash ausgelöst hatte. Da sich alle wichtigen Börsenmärkte der Welt im September und Oktober d.J. zuversichtlich zeigten, hatte der "Schwarze Donnerstag" von Taiwan allerdings keinen Zusammenhang mit einer Wiederkehr des "Schwarzen Montags"; es war also ein rein "hausgemachter" Krach.

Die politischen Hintergründe

Der Krach erfolgte unmittelbar nach der Ankündigung vom 24.September durch die Finanzministerin Guo Wanrong (Shirley Kuo) zur Wiedereinführung der Spekulationssteuer im Aktienhandel ab 1.Januar des kommenden Jahres. Gemäß Art.27 des Investitionsförderungsgesetzes wird die Regierung ermächtigt, nach der Lage des Kapitalmarktes vorübergehend die Umsatzsteuer bzw. Gewinnsteuer im Wertpapierhandel voll oder teilweise einzustellen. Die Börse Taiwans wurde am 9.Februar 1962 eröffnet. Im Hinblick auf den flauen Markt in den ersten zehn Jahren waren die Wertpapierkäufe von der Steuer befreit. Erst ab 1.März 1973 wurden sie besteuert, aber nach drei Jahren, im Oktober 1976 rückwirkend vom 1.Januar desselben Jahres, wiederum wegen schlechter Konjunktur für zwei Jahre befreit. Danach wurde die Steueraussetzung Jahr für Jahr verlängert.²

Bis zum "Schwarzen Donnerstag" konnte der Börsenkurs in diesem Jahr eine explosionsartige Entwicklung verzeichnen, besonders seit dem letzten Sommer stieg der "Weighted Index" jeden Monat durchschnittlich um über

1.000 Punkte, und zwar von 4.476,26 Anfang Juni auf 8.789,78 am 21.September, dem letzten Börsengeschäftstag vor dem "Schwarzen Donnerstag", d.h. fast eine Verdoppelung innerhalb des kurzen Zeitraums von noch nicht vier Monaten.³ Die von der Finanzministerin angekündigte Wiedereinführung der Börsengewinnsteuer zielt deutlich darauf ab, die abenteuerliche Kursentwicklung zu bremsen, auch wenn es offiziell mit Steuergerechtigkeit begründet wurde.

Vom 25.-28.September wurde die Börse in Taipei wegen des Sonntags und des traditionellen chinesischen Mondfestes (Mittelherbstfest) vier Tage lang geschlossen. Die Regierung hatte offenbar absichtlich den Besteuerungsbeschluß am Vorabend der Feiertage bekanntgegeben, um den Börsenmarkt nicht in Panik zu versetzen. Doch gerade dies gab den betroffenen Anlegern Zeit, Protest gegen die Regierungsmaßnahme zu mobilisieren. Trotz der Androhung von Demonstrationen und Zahlungsverweigerung der zuletzt gekauften Aktien zeigte sich Finanzministerin Guo am 27.September auf einer Pressekonferenz unnachgiebig.

Bei der Wiedereröffnung der Börse nach den Feiertagen herrschte starker Verkaufsdruck. Die Tagesumsätze vom 29.September waren gegenüber dem vorigen Geschäftstag von 47,55 Mrd. NT\$ (z.Z. rd. 28,10 NT\$ = 1 US\$) auf 270 Mio.NT\$ gefallen, dem tiefsten Stand seit zwei Jahren. Dank der offiziell gesetzten Kursschwankungsgrenze von maximal 3% nach oben oder unten rutschte der Taiex nur um 175,96 Punkte auf 8.613,82. Mit Ausnahme von vier öffentlichen Unternehmen, den drei der taiwanesischen Provinzregierung gehörenden Handelsbanken und der Maschinenbaufirma unter dem Wirtschaftsministerium, Taiwan Machinery Manufacturing Corp., hatten alle zugelassenen Aktien bis zu der Maximalgrenze von 3% an Wert verloren. Insgesamt, so schätzt man, konnte an dem Tag ein Papiervolumen im Wert von 260-300 Mrd.NT\$ nicht veräußert werden. Nach Börsenschluß

versammelten sich über 700 Anleger vor dem Finanzministerium, um gegen die Wiedereinführung der Spekulationssteuer zu protestieren und den Rücktritt der Finanzministerin Guo zu fordern.⁴

Am folgenden Tag, an dem die Kurse weiter in den Keller rutschten, wurde die Demonstration fortgesetzt. Zahlreiche Mitglieder des Gesetzgebungs-yuan (Parlament), die selber Börsenspekulanten bzw. Interessenvertreter der Branche waren, versuchten, gemäß Art.57 der Verfassung eine Art konstruktives Mißtrauensvotum zu initiieren, um die Regierung zur Änderung der Maßnahme oder anderenfalls zum Rücktritt zu zwingen. Schließlich drängte die Führung der Regierungspartei Guomindang (Kuomintang) aus Angst vor einer Regierungskrise und Stimmenverlust bei den Wahlen im kommenden Jahr die Finanzministerin, Konzessionen zu machen.

Unter dem Druck von allen Seiten entschloß sich Frau Guo, die wegen ihrer drastischen Steuermaßnahmen und ihrer Beharrlichkeit den Spitznamen "eiserne Lady" erhalten hatte, am 3.Oktober zu einem Kompromiß. Zwar bleibt die Wiedereinführung der Spekulationssteuer ab 1.Januar 1989 wie geplant, doch wurde die Grenze der Steuerbefreiung von 3 Mio.NT\$ auf 10 Mio.NT\$ erhöht bei gleichzeitiger Senkung der Börsenumsatzsteuer von 3% auf 1,5%.⁵

Obwohl die Abgeordneten durch das Entgegenkommen Guos zufrieden gestellt waren, kam es an der Börse nicht zur Ruhe, die Proteste hielten weiter an. Besonders in den Tagen vor und nach dem Nationalfeiertag, dem 10.Oktober, gab es eine Reihe von Demonstrationen mehrerer tausend Anleger aus allen Gebieten der Insel vor den Gebäuden des Exekutiv-, des Gesetzgebungs-yuan sowie der Guomindang. Dies führte zu erneuten Debatten über neue Börsenmaßnahmen im Parlament und in der Regierungspartei, denen Finanzministerin Guo ein Ende setzte, indem sie den Generalsekretär des Exekutiv-yuan um eine schnelle Abwicklung des zwischen ihr, dem Politischen Ausschuß des Zentralen Exekutivkomitees der Guomindang und dem Finanzausschuß des Gesetzgebungs-yuan am 3.Oktober erzielten Kompromisses bat, um damit jegliche Aussicht auf weiteres Nachgeben seitens der Regierung zu zerstreuen.⁶

Am 20.Oktober legte das Finanzministerium ein Paket mit den Einzelheiten der Börsensteueränderungen der Öffentlichkeit vor, nachdem das Kabinett die Einwilligung zu dem Kompromiß vom 3.Oktober noch am gleichen Tag per Eilpost erteilt hatte.⁷ An der Aktienbörse zeigte sich schon am nächsten Tag mit Tagesumsätzen von über 18,61 Mrd.NT\$ eine deutliche Marktbelebung, wenn auch der Taix gebremst weiter um 76,86 Punkte fiel und noch Ausschreitungen kleinerer Anlegergruppen auf der Straße gemeldet wurden.⁸ Doch am folgenden Tag, dem 22.Oktober, kam nach der neunzehntägigen ununterbrochenen Talfahrt die Wende mit einem Ansteigen des Kursindex um 124,33 Punkte und einer Zunahme der Tagesumsätze auf über 27,27 Mrd.NT\$. Die Anleger kehrten wieder von der Straße in die Geschäftshäuser der Börsenmakler zurück, um auf den Bildschirmen die Kursentwicklung zu beobachten. Damit war der Börsencrash beendet, ohne ein politisches Beben ausgelöst zu haben.

Die wirtschaftlichen und sozialen Hintergründe

Von der wirtschaftlichen Grundlage her gesehen hat der taiwanesischen Börsenmarkt in diesem Jahr eine eigenartige Kursentwicklung aufgewiesen. Daß der Index der Kurswerte im letzten Jahr trotz des "Schwarzen Montags" noch um über 116% gestiegen war, konnte sich aus dem herausragenden Wirtschaftswachstum des realen Bruttosozialprodukts (BSP) von 11% sowie aus dem hohen Exportüberschuß in Höhe von über 19 Mrd.NT\$ erklären. Seit dem 4.Quartal 1987 ist die Zuwachsrate der gesamten Wirtschaftsleistung einschließlich der Exporte stark zurückgegangen - für das Jahr 1988 wird eine Steigerung des BSP um 7,24% und ein Überschuß von ca. 1 Mrd.US\$ im Außenhandel erwartet. Dennoch zog der Aktienkurs noch explosionsartig an. Nachdem im Mai d.J. die Verluste durch den "Schwarzen Montag" im letzten Jahr wettgemacht worden waren, kletterte der Kursindex bis zum neuen Crash jeden Monat um durchschnittlich 1.000 Punkte. Insgesamt ist der "Weighted Index" zwischen Jahresanfang und dem "Schwarzen Donnerstag" von 2.341,08 auf den genannten historischen Rekord von 8.789,78 Punkten um mehr als 275% gestiegen.

Für den fast unbegreiflich radikalen Kursaufschwung am Börsenmarkt war in erster Linie der Druck der starken Liquiditätsmasse verantwortlich. Seit 1983 sind auf der Insel die Ersparnisse durchweg schneller als die Investitionen gewachsen. Laut amtlichen Statistiken erreichte der kumulierte Einlagenüberschuß, d.h. die Differenz zwischen den gesamten Depositen auf der einen und den gesamten Krediten und Investitionen auf der anderen Seite Ende 1987 eine Höhe von 1.768,88 Mrd.NT\$, was 57,2% des nominellen oder 63,3% des realen BSP desselben Jahres entspricht.

Dies schließt wohl die flüssigen Mittel auf dem Untergrundfinanzmarkt noch nicht ein, die nach allgemeiner Schätzung einen Anteil von 40% am gesamten Kreditgeschäft haben sollen. Die Kapitalüberschwemmung widerspiegelte sich auch in der Expansion der Geldmenge mit einer Jahreszuwachsrate von 47,67% 1986 und 38,25% 1987 an M1B (Nettobetrag des Umlaufgeldes + Nettobetrag der Scheckeinlagen + Sichteinlagen sowie unbefristete Sparguthaben). Da aber die Zinssätze (Rediskont der Zentralbank 4,5%) wie die Inflationsrate (Verbraucherpreise 0,52% im letzten Jahr und voraussichtlich 1,03% in diesem Jahr) niedrig blieben, floß ein großer Teil der ungenutzten Gelder auf den Aktienmarkt, um durch Spekulation schnelle und große Gewinne zu machen.

Ferner trug zum Börsenboom auch die Liberalisierung des Aktienhandels bei. Im Mai d.J. hatte die Regierung die Beschränkungen zur Gründung neuer Brokerfirmen aufgehoben. Davor hatten nur 28 Firmen eine Lizenz für den Börsenhandel. Inzwischen hat sich die Zahl mehr als verdreifacht.⁹ Durch die Erweiterung und den ansteigenden Wettbewerb zog die Branche immer mehr neue Kunden an. In diesem Jahr wurden jeden Monat im Durchschnitt 27.580 neue Kundenkonten bei allen Brokerhäusern eröffnet (Monatsdurchschnitt vom Vorjahr 13.422), und im August, dem Monat vor dem "Schwarzen Donnerstag", gab es einen Rekord von 105.000 (zehnfach höher als vor einem Jahr).¹⁰ Die Gesamtzahl der Anleger, die Ende Juli bei 810.000 lag,¹¹ erreichte Ende September bereits über eine Million.¹²

Im Gegensatz zu dem stürmischen Anstieg des Interesses an Aktien unter der Bevölkerung ist die Anzahl der an der Börse zugelassenen Firmen aber mit rd. 150 ohne wesentliche Veränderung sehr begrenzt geblieben.¹³ Daher

war der Kurs bis zum "Schwarzen Donnerstag" von Rekord zu Rekord raketartig nach oben gestiegen. Nach Statistiken vom August d.J. ist der Gesamtwert von 121 auf dem Markt gut umgesetzten Aktientiteln auf 4.350 Mrd.NT\$ geschossen, d.h. er lag fast fünfzehnfach höher als das Gesamtvolumen ihrer Stammkapitale mit 294,5 Mrd.NT\$.¹⁴ Auf dem Höhepunkt betrug er vor dem jüngsten Crash eine Höhe von umgerechnet 150 Mrd.US\$, was rd. 130% des erwarteten BSP von 1988 entspricht. Mit Tagesumsätzen von 70,8 Mrd.NT\$ (über 2,48 Mrd. US\$) stand die Aktienbörse von Taipei am 21. September d.J. sogar weltweit nur hinter New York und Tokyo an dritter Stelle.¹⁵

Das taiwanische Börsengeschäft wird mit einem Kasino verglichen: Beim "Spieleinsatz" achten die kleinen Anleger, die einen Anteil von 85% aller Beteiligten bilden, kaum auf die fundamentalen Aspekte wie z.B. das PER (KGV, Kurs-Gewinn-Verhältnis) oder die Geschäftslage eines bestimmten Unternehmens, sondern in erster Linie auf die Bewegungen der Großspekulanten (Dahu). Das durchschnittliche PER erreichte auf dem Höhepunkt nach der Kalkulation einer führenden Brokerfirma 135 Zähler, im Vergleich zu 53 in Tokyo, 13 in New York und 12 in London.¹⁶ Davon ausgehend ist den taiwanischen Anlegern die International Commercial Bank of China auf der Insel mit einem Kapital von über 11 Mrd.US\$ noch Anfang August 1988 bereits mehr wert als die amerikanische Citicorp.¹⁷

Die "Kasino-Stimmung" zeigt sich ferner darin, daß die Investitionen auf dem Aktienmarkt zum großen Teil aus Krediten stammen. Nach Schätzung der Vertretung der Citicorp. Scrimgeour Vickers Securities in Taipei wurden vor dem jüngsten Crash die auf dem Markt frei gehandelten Aktien zu rd. 40% (12 Mrd.US\$) durch Kredite finanziert.¹⁸ Einer anderen Schätzung zufolge sollen im 2. und 3. Quartal d.J. zwei Drittel der von allen Banken ausgegebenen Kredite für Börsenspekulationen bestimmt gewesen sein.¹⁹

Bei dem "Glückspiel", das die Bevölkerung aller sozialen Schichten wie Hausfrauen, Taxifahrer, Beamte, Rentner, Groß- und Kleinunternehmer erfaßt, spielte der Staat neben der Funktion als Steuerkasse die Rolle des "Bankhalters". Ein Institut namens Fuhua, das sich auf Finanzierung im Aktienhandel spezialisiert, gehört der Re-

gierung. Daneben besitzt auch die Regierungspartei Guomindang ein eigenes Brokerhaus.

Analyse und Perspektive

Gleich nach dem "Schwarzen Donnerstag" stellten sowohl Börsianer als auch Volkswirtschaftler Prognosen auf über die Tiefgrenze des Kursniedergangs. Bei der pessimistischen Meinung wurde mit 2.000 als Schlußpunkt gerechnet, also etwa entsprechend dem Ergebnis des "Schwarzen Montags" vom vorigen Jahr. Schließlich zeigte der Kurs aber am 22. Oktober bereits seine Widerstandskraft, als der "Weighted Index" auf 5.615,33 Punkte fiel. Am 16. November kletterte er wieder über die Grenze von 7.000 Punkten und landete am 28. November auf 7.274,93. Der gesamte Tagesumsatz vom 16. November hatte mit einem Volumen von über 80,41 Mrd.NT\$ sogar einen neuen Rekord seit der Gründung der Taipeier Börse zu verzeichnen. Auch die Zahl der umgesetzten Aktien erreichte mit mehr als 880 Mio. Stück eine historische Rekordhöhe. Allerdings sank der Kursindex Ende November erneut unter die Grenze von 7.000 Punkten und schloß mit 6.814,11 ab.

Nach Analysen von Marktbeobachtern steht die Kursveränderung immer noch unter dem Einfluß der angekündigten Wiedereinführung der Gewinnsteuer für Börsenspekulationen. Die Kursbelebung zwischen Oktober und November ist darauf zurückzuführen, so heißt es, daß die Spekulanten möglichst viel Geld haben verdienen wollen, bevor die neue Steuerpolitik Anfang 1989 in Kraft tritt. Dagegen ging die erneute Baisse Ende November davon aus, daß die Leute angesichts der Annäherung des Stichtages bei Anlagen wieder zurückhaltender geworden sind. Infolgedessen fragt man sich, ob ein "Schwarzer X-Wochentag" um die Jahreswende sich ereignen wird.

Generell gesagt, wenn sich der "Weighted Index" in den kommenden zwei Monaten ohne andere Störfaktoren um die Grenze von 7.000 Punkten einpendelt, dann kann der Steuermaßnahme von Finanzministerin Guo Erfolg bescheinigt werden. Dennoch, wird die Struktur des Kapitalmarktes in Taiwan nicht grundsätzlich verbessert, ist langfristig gesehen, eine weitere bruchartige Kursveränderung jeder Zeit möglich. Wie oben bereits erwähnt, sind nur rd. 150 Firmen auf dem Aktienmarkt zugelassen. Die meisten privaten Unternehmen Taiwans, mittelständi-

sche und Familienbetriebe, beziehen ihr Kapital nicht auf dem Börsenmarkt, entweder weil sie ihre Bilanz nicht offenlegen oder keinen fremden Einfluß haben wollen. Die meisten großen staatlichen Unternehmen, die eine Monopolstellung haben, sind von der Regierung ebenfalls nicht auf dem Markt zugelassen. Eine massive Erweiterung der Aktienangebote auf dem Markt ist kurz- bzw. mittelfristig kaum zu erwarten. Außerdem ist der Anleihe- und Terminhandel in Taiwan weit unterentwickelt. So bleibt die Aktienbörse in sichtbarer Zukunft der einzige und begrenzte offene Markt für die zunehmenden fluktuierenden Gelder.

Um den Aktienhandel zu liberalisieren und Manipulationen zu erschweren, hat der Börsenaufsichtsrat am 14. November die Tagesgrenze für Kurschwankungen in beiden Richtungen jeweils von 3% auf 5% erhöht. Jedoch begünstigt dies, wie die oben genannte Senkung der Börsenumsatzsteuer, eher die kurzfristigen Spekulationen. Die Grundschwäche des Börsenhandels in Taiwan liegt gerade in der sozialen Einstellung, daß man den Aktienkauf überwiegend für ein Geldspiel statt für eine Investitionsform hält.

Anmerkungen:

- 1) Dazu s. C.a. September 1988, Ü 44, S.694 f.
- 2) Liu Fangrong, "Huifu kezheng zhengsuoshui shi zhong zhengzhi zeren" (Die Wiedereinführung von Börsengewinnsteuer ist eine politische Verantwortung), in: LHB, 7.10.1988.
- 3) Anm.1; C.a. August 1988, Ü 44, S.625 f.
- 4) LHB und CP, 30.9.1988.
- 5) ZYRB und LHB, 4.10.1988.
- 6) Ebenda, 20.10.1988.
- 7) LHB, 21.10.1988.
- 8) Ebenda, 22.10.1988.
- 9) "Zhengjiao shichang maixiang xinjiyuan" (Der Börsenmarkt geht in eine neue Epoche), in: Gongshangren, Taipei, 20.-26.11.1988, S.4 ff.
- 10) Nach FT, 24.10.1988; FEER, 13.10.1988, S.107.
- 11) Mu Rongshuang, "Dou shi xueyuanpaiguanyuan re de huo - pouxi zhengjiao - suodeshui fengpo" (Analyse der durch die pedantische Politikerin verursachte Börsengewinnsteuer-Unruhe), Taiwan Gonglunbao, Gardena (USA), 10.10.1988.
- 12) FCJ, 14.11.1988.
- 13) Ebenda; CP, 8.10.1988; nach FEER (13.10.1988) 144 und nach FT (24.10.1988) nur 142.
- 14) "Taiwan de gupiao fengpo" (Börsenunruhe in Taiwan), in: Jiushi Niandai, Hongkong, November 1988, S.37 ff, hierzu S.38.
- 15) Anm.10.
- 16) Nach FT, ebenda.
- 17) Nach NZZ, 8.9.1988.
- 18) Nach FT, Anm. 10.
- 19) Chen Yuxi, "Taiwan gushi bengpan de houguo" (Wirtschaftsfolge des Börsen-Crash in Taiwan), in: Jiushi Niandai, Anm.14, S.43 f.