

Man vermutet aber auch, daß Beijing 1996 aus dem Kreis der Berater, der nun ständig erweitert werden dürfte, die Mitglieder eines Vorbereitungskomitees für die Bildung der ersten Regierung der Sonderverwaltungszone Hongkong unter chinesischer Souveränität rekrutieren wird. (NZZ, 29./30. 3.92; Juishi Niandai, Hongkong, 1992/4, S.20 f.) -ni-

*(38)

Macau mit Handelsdefizit

Macau hat 1991 im Außenhandel erstmals seit zehn Jahren ein Bilanzdefizit hinnehmen müssen. Zur Umkehrung des im Vorjahr verbuchten Positivsaldos (+1,3 Mrd. Pataca; Pat) in einen Fehlbetrag von 1,5 Mrd. Pat (ca. 320 Mio.DM) haben der leichte Exportrückgang und ein beträchtlicher Importanstieg beigetragen.

Offiziellen Angaben zufolge erreichten die Exporte 1991 eine Höhe von 13,3 Mrd. Pat (-2,3% gegenüber dem Vorjahr) und die Einfuhren von 14,8 Mrd. Pat (+20,3%).

Einbußen auf der Lieferseite waren bei Spielwaren (-42,6%) und künstlichen Blumen (-95,5%) zu verbuchen. In Grenzen hielt sich die Abnahme der Exporte von Textilien und Bekleidung (-1,3%), die traditionell führende Kategorie im Ausfuhrgeschäft. Eine geringfügige Erhöhung konnte bei den Verschiffungen von Schuhen, Lederwaren, Audio-Ausrüstungen und Optikerzeugnissen verzeichnet werden.

Bei den Einfuhren standen einer Steigerung der Bezüge von Kapitalausrüstungen (+68,4%) geringere Zuwächse der Importe von Konsumgütern (+34,8%), Brenn- und Treibstoffen (+11,7%) sowie Roh- und Zwischenprodukten (+6,6%) gegenüber. Im Hinblick auf die Hauptabnehmermärkte blieb Macau 1991 weiterhin auf die EG und die USA mit einem aggregierten Anteil von 69,9% am Exportwert ausgerichtet. Den führenden Absatzmarkt für macauische Lieferungen von 5,1 Mrd. Pat (+8,3%) bzw. anteilig 38,3% bildete die Gemeinschaft vor den USA mit 4,2 Mrd. Pat (-14,3%) bzw. 31,6%. (NfA, 30.3.92) -ni-

Margot Schüller

Der Wertpapiermarkt in China: Entwicklung, Probleme und Perspektiven

Im Schatten der politisch-ideologischen Auseinandersetzungen um Reforminhalte und Reformtempo vollzieht sich seit den letzten Jahren der Aufbau des Kapitalmarktes und insbesondere des Wertpapiermarktes in China mit einer erstaunlichen Geschwindigkeit. Um die Attraktivität staatlicher Anleihen für private Kapitalanleger zu erhöhen, wurden viele der an die individuelle Verfügung der Wertpapiere gebundenen Restriktionen aufgehoben. Ziel dieser Liberalisierungsschritte ist die Nutzung der relativ hohen Spar- und Bargeldguthaben der Bevölkerung, um den staatlichen Kapitalbedarf zur Finanzierung der geplanten Infrastrukturprojekte und des Haushaltsdefizits zu decken.

Mit der Eröffnung der nationalen Wertpapierbörsen in Shanghai Ende 1990 und in Shenzhen im Juli 1991 und der Erhöhung der Anzahl der börsen gemeldeten Aktien scheinen außerdem bestimmte Aspekte der in früheren Jahren bereits diskutierten Kapitalmarkt-, Unternehmens- und Eigentumsrechtsreformen wieder aufgenommen zu werden.

Im folgenden Beitrag sollen die bisherigen Schritte zur Entwicklung des Wertpapiermarktes als Teil des Kapitalmarktes in China untersucht werden. Da die Liberalisierung des Wertpapiermarktes in engem Zusammenhang mit dem wachsenden Haushaltsdefizit und Kreditbedarf der staatlichen Unternehmen und ihrer Modernisierung steht, erfolgt zunächst ein Blick auf die Entwicklung der Staatsverschuldung und die Krise der Staatsindustrie. Darüber hinaus werden das Sparverhalten der Bevölkerung und die Veränderung der Sparguthaben diskutiert. Anschließend soll der schrittweise Aufbau des Wertpapiermarktes bis Anfang 1992 nachvollzogen werden.

Die nähere Betrachtung der Wertpapierbörsen in Shanghai und Shenzhen soll sowohl die Funktionsweise dieser Börsen als auch die bisher aufgetretenen Probleme zeigen. Zum Abschluß werden die weiteren Perspektiven des Wertpapiermarktes in China erörtert.

1. Wachsender Kapitalbedarf des Staates

1.1 Steigende Haushaltsdefizite

In den letzten Jahren hat sich der Staatshaushalt zunehmend defizitär entwickelt. Während in der Periode des 6. Fünfjahresplanes (1981-85) der Anstieg der Einnahmen noch 11,5% und der Ausgabenanstieg 8,85% ausmachte, kehrte sich dieses Verhältnis in der folgenden Fünfjahresperiode um. So erhöhten sich die Einnahmen im Zeitraum 1986-90 lediglich um 9,6%, die Ausgaben stiegen dagegen jedoch um 10,7%. Wie der Tabelle 1 zu entnehmen ist, nahm gleichzeitig das akkumulierte Defizit von 12,12 Mrd. Yuan im 6. Fünfjahresplan (1981-85) auf 46,06 Mrd. Yuan im 7. Fünfjahresplan (1986-90) zu. Vor allem in den letzten fünf Jahren bis 1990 stieg die Finanzierungslücke im Haushalt von 7,05 Mrd. Yuan im Jahre 1986 auf 13,96 Mrd. Yuan im Jahre 1990 deutlich an.

Für das Jahr 1991 war in dem zunächst im Frühjahr vorgestellten Staatshaushalt ein Defizit von rund 15 Mrd. Yuan vorgesehen. Aufgrund der Mehrausgaben für die im Sommer 1991 von Überschwemmungen betroffenen Gebiete und eines damit verbundenen Rückgangs der Staatseinnahmen, aber auch aufgrund der weiteren Belastung des Haushalts durch staatliche Verlustunternehmen, stieg das tatsächliche Defizit auf rund 21 Mrd. Yuan.¹

Tabelle 1: Entwicklung der tatsächlichen Staatsverschuldung (Mrd.Yuan)

Jahr	Haushaltsdefizit (1)	In- und ausländ. Schulden (2)	Gesamte Staatsschulden (1+2)
1981	2,55	7,31	9,86
1982	2,93	8,39	11,32
1983	4,35	7,94	12,29
1984	4,45	7,74	12,19
1985	+2,16	8,99	6,83
1986	7,05	13,83	20,88
1987	7,96	16,96	24,92
1988	7,86	27,08	34,94
1989	9,23	28,29	37,52
1990	13,96	37,55	51,51
1991	21,11	k.A.	k.A.

Quelle: XNA, 13.4.92; *Zhongguo Tongji Nianjian*, 1991, S.220.

Die Gründe für die kontinuierliche Erhöhung des Haushaltsdefizits lassen sich mit Hilfe der Tabellen 2 und 3 schnell nachvollziehen. Auf der Einnahmeseite fallen insbesondere die seit 1986 rasch gestiegenen Subventionen für staatliche Verlustunternehmen ins Gewicht, die sich 1990 bereits auf 57,89 Mrd. Yuan bzw 17% der Staatseinnahmen beliefen. Auf der Ausgabenseite sind es vor allem die Preis-subsidien, die sich bis 1990 auf 38,08 Mrd. Yuan bzw. 11% der Staatsausgaben erhöhten.

Die offizielle Darstellung über das Budgetdefizit gibt jedoch nur ein unvollständiges Bild über das wirkliche Ausmaß der staatlichen Verschuldung wieder, da die in- und ausländischen Schulden als Staatseinnahmen im chinesischen Staatshaushalt aufgeführt werden. Wird der vom Internationalen Währungsfonds eingeführten Berechnungsmethode gefolgt und werden die in- und ausländischen Schulden als Staatsausgaben berücksichtigt, dann stieg die Gesamtverschuldung in den letzten fünf Jahren wesentlich drastischer an. Wie in der Tabelle 1 deutlich wird, erhöhte sich die staatliche Verschuldung dann in den letzten fünf Jahren von 20,88 Mrd. Yuan im Jahre 1986 auf 51,51 Mrd. Yuan im Jahre

Tabelle 2: Struktur der staatlichen Einnahmen (Mrd.Yuan)

Jahr	Staatl.Einnahmen	aufgeteilt nach Einnahmequellen					
		Steuern	Einnahmen a. Industrie-untern.	Darlehens-einnahmen ²⁾	Infrastruktur-fonds ³⁾	Subventionen f. Verlust-untern.	Sonstige Einnahmen
1981	108,95	62,99	35,37	7,31	-	-	3,28
1982	112,40	70,00	29,65	8,39	-	-	4,36
1983	124,90	77,56	24,05	7,94	9,30	-	6,05
1984	150,19	94,74	27,68	7,73	12,25	-	7,79
1985 ¹⁾	186,64	204,08	4,38	8,99	14,68	-	5,22
1986	226,03	209,07	4,20	13,83	15,71	-32,48	15,69
1987	236,89	214,04	4,29	16,96	18,02	-37,64	21,24
1988	262,80	239,05	5,11	27,08	18,59	-44,65	17,62
1989	294,79	272,74	6,36	28,29	20,22	-59,89	27,06
1990	331,26	282,19	7,83	37,55	18,51	-57,89	43,07

Anmerkungen:

- 1) Die Angaben über die gesamten Steuereinnahmen und die Einnahmen aus Industriebetrieben ab 1985 sind aufgrund institutioneller Reformen nicht mit den vorausgegangenen Jahren vergleichbar.
- 2) Einschließlich ausländischer Schulden, inländischer Staatsanleihen etc.
- 3) Einnahmen für die Entwicklung des Energie- und Transportwesens und für Schlüsselprojekte.

Quelle: *Zhongguo Tongji Nianjian*, 1991, S. 209, 212.

1990. Bezogen auf den Haushalt 1990 (Gesamtausgaben) stellt dies eine Verschuldungsquote von 15% dar.

Vor allem die Krise der staatlichen Unternehmen ist es, die den Staatshaushalt zunehmend belastet. Sie ist dadurch charakterisiert, daß inzwischen mehr als ein Drittel der staatlichen Unternehmen Verluste machen, ihre nicht absetzbaren Lagerbestände steigen und sie aufgrund dieser Schwierigkeiten zunehmend verschuldet sind. Ende Oktober 1991 betrug der Anteil der Lagerbestände und Kettenverschuldung der Unternehmen untereinander bereits rd. 23% des gesamten industriellen Bruttoproduktionswertes.²

Da die bisherigen Reformmaßnahmen, wie das Verantwortungssystem für Betriebsleiter, aber auch die Vergabe neuer Kredite und sonstige Maßnahmen zur Belebung der staatlichen Unternehmen nur sehr beschränkt die vielschichtigen strukturell bedingten Probleme der Unternehmen lösen konnten und können, fordern chinesische Wirtschaftswissenschaftler seit einiger Zeit wieder verstärkt die Umwandlung der staatlichen Unternehmen in Aktiengesellschaften. Nur durch die hiermit verbundene Definition von Eigentums- und Verfügungsrechten sei eine tatsächliche Trennung von Unternehmensmanagement und

Industriebürokratie und über den Aktienmarkt eine Bewertung der Unternehmensleistung möglich.³

Die Umwandlung in Aktiengesellschaften und die Gründung von Aktienbörsen würde den Unternehmen auch in verstärktem Maße den Zugang zu dringend benötigten Investitionsmitteln für die technologische Erneuerung und die Entwicklung neuer Produkte mit guten Vermarktungsmöglichkeiten außerhalb der planmäßigen Zuteilung von Krediten erlauben.⁴

Ein steigender staatlicher Kapitalbedarf ist jedoch auch mit Blick auf die Infrastrukturprojekte im Rahmen des 8.Fünfjahresplanes (1991-95) festzustellen. Der im Frühjahr 1991 vorgestellte Finanzrahmen für Schlüsselprojekte umfaßt eine Größenordnung von insgesamt rund 2.600 Mrd. Yuan (ca. 833 Mrd.DM), das sind 30% mehr als im vorangegangenen Fünfjahreszeitraum. Die Finanzmittel sollen vor allem auf den Ausbau des Energie-, Rohstoff- und Transportsektors sowie auf den Ausbau der Produktionskapazitäten für landwirtschaftliche Inputs wie Chemischer Dünger, Pestizide, etc. konzentriert werden. Zur Finanzierung der Schlüsselprojekte soll in erster Linie auf inländische Quellen und zusätzlich auf günstige ausländische Kredite zurückgegriffen werden.⁵

Tabelle 3: Struktur der staatlichen Ausgaben

Jahr	Gesamt- ausgab.	Invest- bau	Umlauf- fonds	Technol. Erneuer.	Geolog. Prospekt.	Verwalt. ausgab.	Landw. Ausgab.	Kultur Erzieh.	Sozial- fonds	Ver- teidig.	Regier.- verwalt.	Kredit- rückz.	Preis- subv.
1981	110,50	33,06	2,28	6,53	2,19	2,37	7,37	17,14	2,17	16,80	7,09	6,29	-
1982	115,33	30,92	2,36	6,90	2,31	2,38	7,99	19,70	2,14	17,64	8,16	5,55	-
1983	129,25	38,28	1,29	7,87	2,36	2,79	8,67	22,35	2,40	17,71	10,22	4,25	-
1984	154,64	48,89	1,00	11,18	2,62	3,07	9,59	26,32	2,52	18,08	13,73	2,89	-
1985	184,48	58,38	1,43	10,34	2,96	3,52	10,10	31,67	3,12	19,15	14,36	3,96	-
1986	233,08	67,18	0,99	12,99	3,06	3,66	12,43	37,99	3,56	20,08	18,24	5,02	25,75
1987	244,85	62,81	1,21	12,49	3,03	3,31	13,42	40,28	3,74	20,96	19,55	7,98	29,46
1988	270,66	63,34	0,96	15,10	3,25	3,90	15,87	48,61	4,18	21,80	23,94	7,68	31,68
1989	304,02	62,58	1,21	14,63	3,32	4,50	19,71	55,33	4,96	25,15	28,48	7,24	37,36
1990	345,22	72,56	1,09	15,39	3,62	4,69	22,18	61,73	5,50	29,03	33,35	19,04	38,08

Anmerkungen: 1) Fonds für technologische Erneuerung der Unternehmen.

2) Verwaltungskosten für Industrie-, Transport- u. Handelsabteilungen.

3) Ausgaben für die Unterstützung der landw. Produktion und Verwaltung.

4) Ausgaben für Kultur, Erziehung, Wissenschaft und Gesundheitsversorgung.

5) Renten- und Sozialfonds.

Quelle: Zhongguo Tongji Nianjian, 1991, S. 209, 215, 216.

1.2 Sparentwicklung privater Haushalte

Durch die Wirtschaftsreform haben sich die realen Einkommen der privaten städtischen und ländlichen Haushalte deutlich erhöht. Damit stieg auch die Fähigkeit der Bevölkerung, Ersparnisse zu bilden, die für dauerhafte Konsumgüter, Wohnungsbau oder andere längerfristig geplante Ausgaben verwendet werden können, aber auch potentiell für den Kauf von Wertpapieren zur Verfügung stehen.

Wie die Tabelle 4 zeigt, stiegen die Sparquoten nach einem Einbruch im Jahre 1988 in den folgenden Jahren wieder an. Die niedrige Sparquote von 1988 steht in direktem Zusammenhang mit der zweistelligen Inflationsrate in diesem Jahr und dadurch induzierten Umwandlung größerer Sparguthaben in Nachfrage. Für 1991 kann mit einem weiteren Anstieg der Sparquote um schätzungsweise 18% gerechnet werden.

Die Tabelle 4 macht auch deutlich, mit welcher Zuwachsrates sich die Spareinlagen jährlich erhöht haben sowie die Zunahme der durchschnittlichen Spareinlagen pro Kopf. Diese hat sich mit einem Anstieg von 211 Yuan auf 615 Yuan zwischen 1986-90 rund verdreifacht.

Neben der Entwicklung von Sparquoten und Spareinlagen ist jedoch auch die Konzentration von Sparguthaben

auf einzelne Bevölkerungsgruppen zu untersuchen, die als potentielle Wertpapierkäufer in Frage kommen. Dabei wird vorausgesetzt, daß die Entscheidung zum Kauf von Wertpapieren als Wahl zwischen unterschiedlichen Anlageformen existiert und Staatsschuldverschreibungen nicht als Zwangsanleihe von den Beschäftigten gekauft werden müssen. Allerdings liegen hierzu erst wenige Daten vor. Einer Umfrage der "Banking Information" zufolge, sind es vor allem die städtischen privaten Geschäftsleute (geti hu), die hohe Sparguthaben bilden können. Von den Mitte 1991 befragten 5.754 Bankkunden zählten 8% zu dieser Gruppe, die ein Sparguthaben von durchschnittlich 4.796,60 Yuan aufwiesen. Demgegenüber verfügten Lehrer lediglich über Sparguthaben von 707 Yuan und Regierungsangestellte von 783 Yuan.⁶

Insgesamt gab es in China Mitte 1991 bereits rund 13 Mio. Selbständige. Ähnlich wie bei der Verteilung der Privatunternehmen ist davon auszugehen, daß eine regionale Konzentration besteht. So sind beispielsweise 50% der 98.812 Privatunternehmen in den wirtschaftlich entwickelteren Küstenprovinzen Guangdong, Zhejiang, Liaoning und Shandong zu finden.

Neben den Selbständigen gibt es jedoch noch eine weitere Gruppe potentieller Wertpapierkäufer. Dazu zählen beispielsweise Betriebsleiter in staatlichen und kollektiveigenen Unterneh-

men, die über ein Durchschnittseinkommen von 8.000 Yuan jährlich verfügen, Beschäftigte in Unternehmen mit ausländischem Kapitalanteil, die 7.000 Yuan verdienen, aber auch noch Taxifahrer mit 5.000 Yuan im Jahr.⁷ Bei einem durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommen der städtischen Bevölkerung von rund 1.500 Yuan zählen die genannten Gruppen zu den bestverdienenden, die auch höhere Sparguthaben bilden Wertpapiere und kaufen könnten.

2. Entwicklung des Wertpapiermarktes

2.1 Der Markt für Staatsschuldverschreibungen

Zur Deckung der staatlichen Finanzierungslücke griff die Regierung in zunehmendem Maße auf die Begebung staatlicher Schuldverschreibungen und auf ausländische Kredite zurück. Die Tabelle 5 spiegelt diese Entwicklung wider. Während zu Beginn der Emission von Staatsschuldverschreibungen der Gesamtwert der jährlichen Anleihen erst 4,866 Mrd. Yuan betrug, stieg dieser 1990 auf 19,72 Mrd. Yuan. Auch für 1991 wurde ein Emissionsvolumen angekündigt, das mit rund 19 Mrd. Yuan dem Niveau von 1990 entsprechen sollte. Da im Jahre 1992 Staatsanleihen in Höhe von 36,4 Mrd. Yuan fällig werden, soll das Emissionsvolumen in diesem Jahr sogar rund 31 Mrd. Yuan betragen.⁸

Über den akkumulierten Wert der Staatsschuldverschreibungen bestehen unterschiedliche Angaben, wobei Ab-

Tabelle 4: Sparquote der privaten Haushalte und Entwicklung der Spareinlagen 1986-91

Jahr	Sparquote	Wachstumsrate der Spareinlagen (i.v.H.)	Spareinlage pro Person (Yuan)
1986	10,76	37,9	211,70
1987	12,26	37,3	286,50
1988	8,30	23,7	346,80
1989	13,53	35,4	456,67
1990	17,32	36,7	615,24
1991	18,00 ¹	32,7 ²	k.A.

1) geschätzt.

2) bezieht sich auf den Anstieg der Spareinlagen bis Mitte 1991. (XNA, 2.11.91)

Quelle: Sparquote und Spareinlagen: Li Maosheng/Bai Dongxiu, Caomao Jingji, S.24. Spareinlagen pro Person: Zhongguo Tongji Nianjian, 1991, S.269; 1990, S.289; 1988, S.799, 1987, S.669.

Tabelle 5: Struktur der Schulden und Schuldentrückzahlung (Mrd.Yuan)

Jahr	Staats-schulden gesamt	davon ¹⁾		Rückzahl. der Schulden gesamt	davon Schuldentrückzahl.u.Zinsen		
		Staatsanlei-hen u. Schatz-anweisungen	Ausländ. Kredite		Inländ. Anleihen	Ausländ. Schulden	Zentral-bankkredite
1981 ²⁾	7,31	-	7,31	6,29	-	5,79	0,50
1982	8,39	4,38	4,60	5,55	-	4,96	0,59
1983	7,94	4,16	3,78	4,25	-	3,66	0,59
1984	7,73	4,25	3,48	2,89	-	2,27	0,62
1985	8,99	6,06	2,29	3,96	-	3,26	0,69
1986	13,83	6,25	7,57	5,02	0,79	3,45	0,77
1987	16,96	6,31	10,65	7,98	2,32	5,19	0,47
1988	27,08	13,22	13,86	7,68	2,84	4,26	0,57
1989	28,29	13,89	14,41	7,24	1,93	4,58	0,72
1990	37,55	19,72	17,82	19,04	11,38	6,82	0,85

Anmerkungen:

- 1) Aufgrund unvollständiger Angaben über die Schulden weichen Gesamtsummen und die Addition der einzelnen Untergruppen in einigen Jahren voneinander ab.
- 2) Im Jahre 1981 wurden zur Abdeckung des Haushaltsdefizits von 1980 und 1981 Schatzanweisungen zum Werte von 4,866 Mrd.Yuan ausgegeben; diese sind jedoch nicht im Staatshaushalt angegeben.

Quelle: Zhongguo Tongji Nianjian, 1991, S. 220.

weichungen wohl auch auf die unterschiedliche Einbeziehung von speziellen Staatsschuldverschreibungen für z.B. Schwerpunktinvestitionen oder -unternehmen oder Staatsaufbauobligationen zurückzuführen sind. Ein ähnliches Datenproblem ergibt sich übrigens für den Aktienmarkt, da dieser in einen OTC-Markt und einen für amtlich notierte Aktien gespalten ist.

Bereits Ende 1989 soll der akkumulier-te Wert der aller Schuldverschreibungen 144,9 Mrd. Yuan betragen haben.

Ein Anteil von 22,1 Mrd. Yuan und von 17,5 Mrd. Yuan entfiel jeweils auf Finanzschuldverschreibungen sowie auf Unternehmensschuldverschreibungen; staatliche Schuldverschreibungen sollen in einer Höhe von 101,5 Mrd. Yuan begeben worden sein. Unter Einbeziehung des für 1990 realisierten und für 1991 geplanten Emissionsvolumens (Tabelle 5) erreichten die Staatsschuldverschreibungen Ende 1991 rund 140 Mrd. Yuan. Auf dem Sekundärmarkt wurden zwischen 1988

bis Mitte 1991 Staatsschuldverschreibungen zu einem Wert von 20 Mrd. Yuan gehandelt; dies war ein Anteil von rund 90% am gesamten inländischen Wertpapiermarkt. Angaben des Finanzministeriums von Anfang 1992 zufolge, können derzeit Staatsanleihen im Werte von 100 Mrd. Yuan auf dem Wertpapiermarkt gehandelt werden.⁹

In den Jahren nach der erstmaligen Begebung von staatlichen Schuldverschreibungen erfolgte ihre Zuteilung zunächst überwiegend auf staatliche Unternehmen und Institutionen, die diese wiederum als Teil der Lohn- und Gehaltszahlung an ihre Beschäftigten in Form einer "Zwangsanleihe" weitergaben. Diese Schuldverschreibungen waren auch dadurch charakterisiert, daß sie nicht handelbar waren und mit Laufzeiten von fünf und mehr Jahren sowie einem Nominalzins von 4% ausgestattet waren. Vor allem die Aspekte des Zwangserwerbs und der Unveräußerbarkeit der staatlichen Schuldverschreibungen vor Ablauf des Fälligkeitsdatums machten sie wenig beliebt als Kapitalanlage.¹⁰

Um die Attraktivität der staatlichen Schuldverschreibungen für private Kapitalanleger zu erhöhen, wurden 1984 zunächst die Zinsen für private Käufer auf 8% und 1985 auf 9% angehoben; für Institutionen machten die Zinssätze 1984 lediglich 4% aus und wurden 1985 auf 5% erhöht. Private Kapitalanleger erhielten weiterhin das Recht, ihre 1985 erworbenen Staatsschuldverschreibungen bereits nach zwei Jahren zu diskontieren bzw. gegen Abschlag zu verkaufen. Um den Transfer von staatlichen Schuldverschreibungen auf einem Sekundärmarkt zu ermöglichen, wurde im August 1986 versuchsweise ein Wertpapiermarkt in Shenyang eröffnet. Weitere Märkte für den Handel mit staatlichen Schuldverschreibungen in Harbin, Shanghai, Wuhan, Shenzhen, Guangzhou und Chongqing folgten im Frühjahr 1988. Heute bestehen in 61 Städten solche Handelszentren; allein acht in der Provinz Guangdong.¹¹ Diese Entwicklung war von der Zulassung einiger Hunderte auf den Wertpapierhandel spezialisierter Unternehmen begleitet, zusätzlich zu den von Banken, Investment- und Versicherungsgesellschaften gegründeten Wertpapierbüros. Der Handel wurde auf Staatsschuldverschreibungen und andere von der Zentralbank genehmigte Papiere beschränkt.¹²

Ein weiterer Liberalisierungsschritt erfolgte im Frühjahr 1991. Die bisherige Praxis des Verkaufs von Staatsobligationen über Finanzbehörden an die lokalen Verwaltungen und Staatsunternehmen, die diese wiederum an ihre Beschäftigten als Zwangsanleihe weitergaben, wurde durch die Einschaltung von Bankkonsortien und Investmentgesellschaften ergänzt. Der bisherige Zwangserwerb wurde durch eine Konstruktion ähnlich dem Bundesanleihesystem bzw. den amerikanischen Treasury-Auktionen abgelöst. Für die Anleihe wird ein Primärmarkt geschaffen; das Übernahmekonsortium plazierte die Anleihen dann im Sekundärmarkt, also bei Unternehmen und privaten Kapitalanlegern z.T. über die Börse oder durch Direktverkauf an Kunden. Erstmals im April 1991 wurden auf diese Weise staatliche Schuldverschreibungen im Werte von 2,5 Mrd. Yuan plazierte, das waren rund ein Viertel des im Frühjahr realisierten Emissionsvolumens von 10 Mrd. Yuan. Bei der Begebung der für 1992 vorgesehenen Staatsanleihen wird nach Einschätzung des Finanzministeriums damit zu rechnen sein, daß rund 80% des gesamten Emissionsvolumens von 30 Mrd. Yuan durch Übernahmekonsortien plazierte werden wird.¹³

Neben der Erhöhung der Zinssätze stellte schließlich die Reduzierung der Laufzeit einen zusätzlichen Anreiz dar. So weist der größte Teil der 1991 für private Anleger emittierten staatlichen Schuldverschreibungen eine Laufzeit von drei Jahren und einen Nominalzins von 10% aus, der damit um 1,72% über dem Zinssatz für Bankeinlagen mit vergleichbarer Laufzeit liegt. Lediglich die an Institutionen ausgegebenen 'speziellen Anleihen' sind mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Zinssatz von 9% weniger attraktiv.¹⁴

Für die Entwicklung des Wertpapiermarktes und insbesondere für den Handel mit Staatsschuldverschreibungen war die Gründung spezialisierter Wertpapiergesellschaften und eines Stock Exchange Executive Council (SEEC) sowie die Ausarbeitung rechtlicher Bestimmungen für den Wertpapiermarkt von großer Bedeutung.

Der SEEC wurde 1989 von der China International Trust and Investment Corporation (CITIC), der Guangda-

Gruppe, SINOCEM sowie neun der größten Unternehmen und Investmentgesellschaften in Beijing gegründet. Der SEEC übernahm als "think tank" die Aufgabe, notwendige theoretische Untersuchungen und Vorarbeiten für den Aufbau eines nationalen Wertpapiermarktes durchzuführen. Dabei arbeitete der SEEC als nicht-staatliche und non-profit-Organisation eng mit den zuständigen Regierungsstellen, wie der Staatlichen Planungskommission, der Staatlichen Kommission für die Umgestaltung des Wirtschaftssystems, der Chinesischen Zentralbank sowie mit dem Finanzministerium zusammen.¹⁵

Der SEEC organisierte auch die erstmalige Übernahme von Staatsschuldverschreibungen durch ein Konsortium von Investmentgesellschaften im Jahre 1991 als Teil eines Experimentes, durch das die Kosten der Beschaffung von Finanzmitteln für die Regierung reduziert werden sollten. Außerdem entwickelte der SEEC das automatisierte Notierungssystem für den Wertpapierhandel, abgekürzt auch STAQS (Securities Trading Automated Quotation System) genannt, das im April 1990 erstmals eingesetzt und Anfang Dezember 1990 formal in Betrieb genommen wurde.

Die Kontrollzentrale des STAQS befindet sich in Beijing, und über ein Computernetz erhalten die Mitgliedsgesellschaften in beispielsweise Shanghai, Wuhan, Guangzhou, Shenyang und Haikou entsprechende Informationen und Dienstleistungen. Hierzu zählen insbesondere Preisnotierungen von Wertpapieren und Abwicklung von Transaktionen. STAQS bietet die Voraussetzung für einen nationalen "over-the-counter" (OTC) Wertpapierhandel, also für den Handel der nicht im offiziellen Börsenverkehr zugelassenen Werte bzw. für den Freiverkehr. Nach dem ersten Jahr wurde über das STAQS, das auf den Handel mit Staatsschuldverschreibungen beschränkt ist, ein Transaktionsvolumen von 1,15 Mrd. Yuan bis Anfang Dezember 1991 abgewickelt. Darüber hinaus stieg die Anzahl der Mitgliedsgesellschaften von 18 auf 40 in insgesamt 13 Städten.¹⁶

Die Verbesserung der Märkte für Staatsschuldverschreibungen ist vor dem Hintergrund der steigenden

Haushaltsdefizite und der geplanten Infrastrukturinvestitionen auch dringend notwendig. Daß es zunächst nicht um den Aufbau eines umfassenden Wertpapiermarktes ging, sondern um die Finanzierung des Haushaltsdefizites, spiegelt sich auch in dem geringen Anteil des Aktienumsatzes am gesamten Transaktionsvolumen auf den Wertpapiermärkten wider, der nach ausländischen Schätzungen zur Zeit lediglich 5% ausmacht.¹⁷ Im Jahre 1991 betrug das Transaktionsvolumen der neun amtlich notierten Unternehmen in Shanghai 1,6 Mrd. Yuan und in Shenzhen 3,6 Mrd. Yuan.¹⁸

2.2 Der Markt für Aktien

Voraussetzung für die Entwicklung eines Aktienmarktes ist die Umgestaltung der Unternehmen in Aktiengesellschaften. Ab 1984 wurde mit der versuchsweisen Gründung von Aktiengesellschaften oder genauer von Kapitalanteilsgesellschaften im allgemeinen Sinne begonnen.¹⁹

Aktiengesellschaften entstanden in erster Linie durch Fusion oder Aufteilung staatlicher Unternehmen und durch Umbildung bestehender oder Gründung neuer Unternehmen. Gleichzeitig erfolgte die Emission von Aktien durch Umwandlung des Vermögens der staatlichen Unternehmen. Die Begebung der Kapitalanteilscheine fand sowohl nicht-öffentlich als auch öffentlich an mit der Aktiengesellschaft verbundene Institutionen, Beschäftigte und an sonstige Investoren statt.

Eine chinesische Untersuchung über die Struktur der zwischen 1984-89 gegebenen Aktien im Werte von 3,8 Mrd. Yuan zeigt, daß 70-80% dieser Aktien auf der Umbildung des Vermögens bestehender staatlicher Unternehmen basierten, also wenig neues Kapital entstanden war. Weiterhin machte die Untersuchung deutlich, daß die nicht-öffentliche Aktienemission dominierte. In Shanghai hatten beispielsweise von den 1.250 Unternehmen, die Aktien begeben hatten, lediglich elf Unternehmen ihre Aktien öffentlich angeboten. Außerdem kam die Untersuchung zu dem Ergebnis, daß mit 75% der überwiegende Teil der Aktien im Eigentum des Staates blieb, 18% von

Unternehmen und lediglich 7% von privaten Kapitalanlegern gehalten wurden.

Neben politisch-ideologischen Restriktionen war die Bildung von Aktiengesellschaften durch das Fehlen geeigneter Bewertungsstandards und rechtlicher Rahmenbestimmungen behindert. Unklar war beispielsweise, wie das Vermögen der bestehenden staatlichen Unternehmen bewertet werden sollte. Erst der 1988 gegründeten Nationalen Verwaltungsbehörde für Staatseigentum (Zhongguo Guoyou Zichan Guanliju) wurde die Aufgabe übertragen, notwendige Methoden und Standards zu erarbeiten.

Da die Einführung von Aktiengesellschaften auf einer experimentellen Basis ohne allgemein gültiges Aktienrecht entstand, operierten die Unternehmen in einem rechtlichen Vakuum. Dies wirkte sich auch auf die Gestaltung der Aktiengesellschaften und Aktienrechte aus. So wurden beispielsweise Dividenden ohne Berücksichtigung der wirtschaftlichen Lage der Unternehmen festgelegt, oder Unternehmen behielten sich das Recht vor, ihre "Aktien" nach einer gewissen Zeit wieder zurückzukaufen. Insgesamt war also die Zahl der Unternehmen, die Aktien im eigentlichen Sinne emittierten, sehr gering.

Aus der bis 1989/90 eher schleppenden Entwicklung der Erstemissionen folgte ein ebenfalls sehr beschränkter Umfang des Aktienhandels. Mit dem steigenden Kapitalbedarf der Unternehmen auf der einen Seite und der Steigerung der privaten Sparguthaben auf der anderen Seite, entstand die Voraussetzung und ein Druck auf eine Ausweitung des Aktienmarktes. Die politische Zustimmung zu einer Beschleunigung dieses Reformexperiments erfolgte auch aufgrund der Inflationserfahrungen der letzten Jahre und dem Ziel der Regierung, die hohen privaten Sparguthaben in Form von Wertpapieren längerfristig zu binden. Von den chinesischen Wirtschaftswissenschaftlern werden die um jeweils mehr als 30% in den letzten Jahren gestiegenen privaten Sparguthaben, die kurzfristig in Nachfrage umwandelbar sind, als "Tiger im Käfig" bzw. als Gefahr für die wirtschaftliche Stabilität genannt. Auch vor diesem Hintergrund ist die Eröffnung der Wertpapierbörsen Shanghai und Shenzhen zu sehen.

2.2.1 Die Shanghaier Wertpapierbörse

Shanghai zählt zu den Städten, die bereits 1984 mit dem Handel von Wertpapieren, insbesondere Staatsschuldverschreibungen, begonnen haben.²⁰

Die erste Phase bis zur Eröffnung der Shanghaier Wertpapierbörse ist dadurch charakterisiert, daß der überwiegende Teil der Aktien nicht öffentlich notiert, sondern innerhalb der Unternehmen ausgegeben wurde, und daß der Handel mit Aktien dementsprechend beschränkt war. Zwischen 1984-86 sollen mehr als 1.500 Unternehmen im kollektiven Eigentum, Joint Ventures, etc. Industrieobligationen und Aktien im Werte von 247 Mio. Yuan emittiert haben. Lediglich zwei Unternehmen, die Yenchung Industrial Corp. sowie die Feile Acoustics Corp., boten ihre Aktien auf dem Markt an. Dementsprechend gering war mit 200.000 Yuan auch das Transaktionsvolumen. Bis Ende 1987 stieg das Emissionsvolumen (Aktien und Industrieschuldverschreibungen) von 1.700 Unternehmen auf bereits rund 2 Mrd. Yuan und das Transaktionsvolumen auf 40 Mio. Yuan.

Zwar war der Anteil des Aktienumsatzes noch relativ gering, doch konnte auch in dieser Phase bereits ein lebhafter Aktienhandel festgestellt werden. So wurden 1987 insgesamt 4.983 Transaktionen mit 26.359 Aktien zu einem Wert von 1,6 Mio. Yuan durchgeführt, im folgenden Jahre waren es 8.663 Transaktionen mit 88.000 Aktien zu einem Gesamtwert von 9,07 Mio. Yuan und bis Mitte 1989 stiegen die Transaktionen bereits auf 6.107, die Aktienmenge auf 76.000 und der Aktienumsatz auf 6,66 Mio. Yuan.

Bis zum Beginn amtlicher Notierungen und der offiziellen Eröffnung der Wertpapierbörse stieg das over-the-counter-Transaktionsvolumen aller Wertpapiere weiter schnell an. Während 1988 der Gesamtumsatz an Wertpapieren noch rund 320 Mio. Yuan ausmachte, erhöhte er sich 1989 auf 803 Mio. Yuan und steigerte sich bis 1990 auf über 2,4 Mrd. Yuan. Allerdings betrug der Anteil der Staatsschuldverschreibungen am Gesamtwert der Transaktionen noch 90%.

Am 19.12.1990 wurde die Shanghaier Wertpapierbörse, auf der Aktien und Renten gehandelt werden, offiziell er-

öffnet. Anknüpfend an die Börsen-tradition Shanghais vor der Gründung der VR China ist die Börse im Geschäftszentrum am "Bund" untergebracht. Die von der Shanghaier Wertpapierbörse ausgearbeiteten Bestimmungen enthalten u.a. Vorschriften für den Handel mit Wertpapieren einschließlich Börsennotierung und Übertragungsbestimmungen. Insgesamt werden an der Börse drei Arten von Transaktionen abgewickelt, nämlich 1. Automatisierter Handel über das Bildschirmkommunikationssystem, an dem die Wertpapierhändler und Investmentbanken angeschlossen sind, 2. Handel über schriftliches Angebot und 3. Handel über mündliches Angebot.²¹

Die Entwicklung der Shanghaier Börse bis Ende 1991 war trotz der behindernden Einflüsse auf der politisch-ideologischen Ebene recht dynamisch. Während es am Eröffnungstag der Börse erst 30 amtlich notierte Wertpapiere in Shanghai gab, stieg diese Anzahl innerhalb eines Jahres auf 40. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich die Anzahl der täglichen Transaktionen von 93 auf 4.000 und das Transaktionsvolumen nahm von 10,29 Mio. Yuan auf 30 Mio. Yuan pro Tag zu.²²

Das Transaktionsvolumen der Wertpapierbörse im gesamten Jahre 1991 erreichte fast 8 Mrd. Yuan, davon entfielen auf den Aktienumsatz 1,5-Mrd./1,6 Mrd. Yuan. Nach wie vor ist also die Shanghaier Börse in erster Linie ein Markt, auf dem Schuldverschreibungen gehandelt werden. Am Eröffnungstag der Börse waren von den gesamten Wertpapieren fünf Staatsschuldverschreibungen, acht Unternehmensschuldverschreibungen, neun Finanzschuldverschreibungen, jedoch nur acht Aktien.²³ Zwar stieg der Anteil des Aktienhandels am gesamten Umsatz von 2% auf 21% im Jahre 1991, doch erfolgte die Emission neuer Aktien nur zögernd, während die Nachfrage sehr stark war.

Von den im Dezember 1990 an der Börse notierten acht Aktien waren sieben von lokalen Unternehmen begeben worden; lediglich ein auswärtiges Unternehmen aus der Provinz Zhejiang, die Feng Huang Chemicals, notierte Ende 1990 ebenfalls an der Börse. Ende 1990 hatten sich die Aktienpreise der sieben Shanghaier Unternehmen bereits um das drei- bis sechsfache des Nennwertes erhöht.

Extreme Preisteigerungen erfolgten beispielsweise beim anfänglichen OTC-Handel der Yu Garden Holdings-Aktien, die mit 400 Yuan auf das Vierfache ihres Nennwertes stiegen und im Oktober 1989 auf dem Schwarzmarkt mit 1.400 Yuan gehandelt wurden. Ende 1990 lag ihr Börsenkurs bei 550 Yuan.²⁴ Die extremen Preissteigerungen zusammen mit einem "chaotischen" over-the-counter Handel und hektischen Schwarzmarkt beschleunigten schließlich die offizielle Eröffnung der Wertpapierbörse.²⁵

Wie stark die lokale Nachfrage auch in der Folgezeit war, spiegelt sich in der Steigerung des Aktienindex der Shanghai Börse von 100 auf 250 Punkte zwischen Dezember 1990 bis Dezember 1991 wider.²⁶ Die Ankündigung neuer Aktienemissionen wurde von den privaten Kapitalanlegern mit großem Interesse verfolgt. Tausende drängten sich beispielsweise Mitte August vor den Büros der Wertpapiergesellschaften und Banken und brachten den Straßenverkehr zum Stocken, um Aktien des Immobilienunternehmens Xinye Real Estate Ltd. zu kaufen. Xinye plante die Begebung von Aktien zu einem Nennwert von 60 Yuan pro Stück und einem Gesamtwert von 13,03 Mio. Yuan; 5 Mio. Aktien, aufgeteilt in Aktienpakete von maximal 50 Stück pro Person, sollten private Kapitalanleger erwerben dürfen.²⁷

Um ein Chaos vor den Wertpapiergesellschaften zu vermeiden, wurde in der Folgezeit zur Distribution an private Kapitalanleger eine Lotterie eingeführt, in der Anträge auf Aktienkauf ausgelost werden; Gewinner in dieser Lotterie erwarben das Recht, 50 Aktien zu kaufen.²⁸

Mit der Zulassung ausländischer Investoren zum Kauf sogenannter B-Aktien an der Shanghai Börse wurde Ende 1991 ein weiterer Liberalisierungsschritt unternommen. Die Plazierung der Aktien von Shanghai Vaccum Electronic Device Ltd. erfolgte zu 80% durch ein ausländisches Konsortium, das aus SBC Finance Asia Ltd., der Sun Hung Kai Investment Services Ltd. und der Saloman Brothers, alle aus Hongkong, bestand. Andere ausländische Banken und Investmentgesellschaften, die Standard Chartered Asia Ltd., Merrill Lynch & Co, Jardine Fleming Securities sowie Baring Brothers & Co, hatten Ende 1991 die lau-

fenden Verhandlungen mit dem für die Plazierung zuständigen Shanghai Wertpapierhaus abgebrochen, da sie das Risiko einer Übernahme als zu hoch einschätzten. Hierzu zählte beispielsweise der Preis der Aktien, der bei einem Nennwert von 100 Yuan einschließlich Aufschlag 420 Yuan betrug. Dieser Preis war den abgesprungenen Investmentfirmen auch deshalb zu hoch, weil er ihrer Beurteilung nach nur auf chinesischen Schätzungen des Firmenwertes, nicht jedoch auf einer sorgfältigen Unternehmensanalyse basierte.²⁹

Die insgesamt 1 Mio. B-Aktien für ausländische Investoren wurden im Januar 1992 plaziert und konnten ab Februar an der Shanghai Börse gehandelt werden. Mit der Begebung von B-Aktien ist die Vaccum Electronic Device Ltd. nunmehr ein sino-australisches Joint Venture mit allen entsprechenden Vorzugsrechten im Steuer- und Managementbereich.³⁰

Ausländische Investoren konnten die auf Renminbi Yuan lautenden Aktien mit Devisen entsprechend dem Umtauschkurs des Devisen-Swapzentrums Shanghai erwerben. Nach den Bestimmungen der Shanghai Wertpapierbörse über die Ausgabe von B-Aktien sollen Ausländer über die gleichen Rechte wie inländische Kapitalanleger verfügen. Diese beziehen sich auf die Zahlung von Dividenden, die Vorzugsbehandlung bei der Emission neuer Aktien entsprechend den erworbenen Aktienanteilen, aber auch auf das Stimm- und Vertretungsrecht als Aktionär. Außerdem können sich die ausländischen Kapitalanleger ihre Dividenden in Devisen auszahlen und ins Ausland transferieren lassen.³¹

2.2.2 Der Wertpapiermarkt in Shenzhen

In der Sonderwirtschaftszone Shenzhen begann die Umstrukturierung von Unternehmen in "eigentliche" Aktiengesellschaften erst ab Herbst 1986 nach der Vorlage von rechtlichen Bestimmungen zur versuchsweisen Einführung des Aktiensystems in staatlichen Unternehmen.

Bis Ende 1989 hatten 77 Unternehmen das Aktiensystem eingeführt und Anteilsscheine im Werte von 296 Mio. Yuan begeben, und bis Juli 1991 waren

es rund 200 Unternehmen, die das Aktiensystem übernommen hatten.³² Allerdings wurden lediglich die Aktien von sechs der umgewandelten Unternehmen zum Handel an der Aktienbörse zugelassen.

Die erste Emission von Aktien führte 1987 die Shenzhen Development Bank aus, eine Bankengruppe von 21 Kreditbanken. Die Begebung erfolgte an private Kapitalanleger sowohl in Renminbi als auch in Hongkong Dollar. Bis Anfang 1990 wurde das Angebot an der Aktienbörse in Shenzhen lediglich durch vier neu hinzugekommene Industrieunternehmen erweitert.

Während private Kapitalanleger in den ersten Jahren wenig Interesse am Wertpapiermarkt zeigten, veränderte sich diese Situation ab Anfang 1990. Da der schnell steigenden privaten Nachfrage jedoch ein mengenmäßig gleich bleibendes Angebot von fünf offiziell notierten Aktien gegenüberstand, stiegen sowohl die offiziellen Aktienkurse als auch die Schwarzmarktpreise. Die folgende Tabelle zeigt diese Entwicklung auf.

Tabelle 6: Nenn- und Marktwert an der Shenzhener Aktienbörse

Unternehmen	Nennwert	Marktwert
	1987/88 Yuan	1990 Yuan
Shenzhen Dev. Bank	1	70
Shenzhen Vanke Co.	1	20
Jian Tian Enterpr.	10	240
Shekou Anda Transp. Shenzhen	1	25
Champaign Ent.	10	160

Quelle: HB, 5.12.90.

Allein in den letzten drei Monaten des Jahres 1990 erhöhten sich die Aktienkurse um ca. ein Drittel.³³ Neben extremen Spekulationsgewinnen und Schwarzmarktaktivitäten nahm die Korruption der zuständigen Verwaltung immer mehr zu. So soll beispielsweise der 1. Sekretär der KPCh von Shenzhen mit Aktienspekulationen

5 Mio. Yuan verdient haben.³⁴ Daraufhin wurde eine Untersuchungsgruppe der Zentralregierung nach Shenzhen entsandt.³⁵ Um die "chaotische" Entwicklung zu stoppen, folgte die Einführung einer Reihe von Restriktionen. Dazu zählten u.a. die Bekämpfung des Schwarzmarktes, die Beschränkung der täglichen Preisfluktuation auf 0,5%.³⁶ Außerdem wurden Regierungs- und Parteikadern, die aktiv an Börsenspekulationen beteiligt gewesen waren, der Erwerb von Aktien untersagt. Die neuen Bestimmungen legten auch den individuellen Aktienbesitz auf einen Wert von 50.000 Yuan pro Person fest.³⁷

Auch als Folge dieser Restriktionen sanken die Aktienkurse um 30% im Januar 1991.³⁸ Das Transaktionsvolumen ging von 50 Mio. Yuan im November 1990 auf den tiefsten Stand von 40.000 Yuan im Januar 1991 zurück, erholte sich jedoch im Februar wieder auf 7-20 Mio. Yuan.³⁹ Dann erfolgte jedoch ein neuer Rückschlag. So sank der Shenzhen Aktienindex, der im April 1991 auf 100 Punkte festgelegt wurde, auf 45 Punkte im September 1991. Bis Mitte November 1991 stieg der Aktienindex wieder auf 134,9 Punkte; der Stand Mitte Februar beträgt 114,65 Punkte.⁴⁰

Die unruhige Entwicklung der experimentellen Wertpapierbörse in Shenzhen, aber auch Auseinandersetzungen über das Tempo der Kapitalmarktreform trugen dazu bei, daß die Zustimmung der Beijinger Zentralregierung zur formalen Eröffnung der Börse bis Anfang Juli 1991 hinausgezögert wurde. Die bis dahin von Shenzhen zurückgestellten Pläne, die Aktienbörse auszuweiten, konnten ab Mitte 1991 wieder aufgenommen werden. Dazu gehörte die Erhöhung der börsennotierten Unternehmen um 11 auf insgesamt 17 sowie die Steigerung des Aktienumsatzes von 520 Mio. Yuan bis Mitte 1991 auf 2,4 Mrd. Yuan bis Ende 1991. Außerdem wurde die Emission von Staatsschuldverschreibungen zu einem Wert von 200 Mio. Yuan für den Bau von Häfen und Kraftwerken angekündigt. Dem Beispiele Shanghais folgend, sollten auch B-Aktien emittiert werden.⁴¹

Das inländische Interesse an Neuemissionen war so groß, daß nach chinesischen Darstellungen Anfang November 1991 an den 300 Verkaufsstellen

rund 400.000 Kaufinteressenten Schlange standen, um zunächst Antragsformulare für den Kauf von Aktien im Werte von 200 Mio. Yuan zu erhalten. Ebenso wie in Shanghai wurde ein Losverfahren für die Zuteilung von Aktien an private Kapitaleinleger eingeführt. Danach können Interessenten nach Vorlage ihres Ausweises ein Los erwerben, das sie im Falle eines Gewinnes zum Kauf von 2.000 Aktien berechtigt.⁴²

Nach der Bekanntgabe der "Vorläufigen Kontrollbestimmungen über Shenzhen B-Aktien" Anfang Dezember 1991 begann auch hier die Öffnung der Börse für ausländische Investoren. Die Kontrollbestimmungen räumen den Kapitalanlegern aus dem Ausland die gleichen Rechte ein wie den inländischen und bestimmen außerdem in Ergänzung der "Vorläufigen Kontrollbestimmungen Shenzhens zur Emission und zum Handel mit Aktien" die Pflichten der Unternehmen, die B-Aktien emittieren wollen. So müssen diese Unternehmen beispielsweise einen Bericht über die Unternehmensbewertung durch eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vorlegen, die auch die Gewinn- und Verlustrechnung der letzten drei Jahre bestätigen muß.⁴³

Im Dezember 1991 vereinbarten zehn Shenzhen Unternehmen mit Wertpapierhändlern aus Hongkong die Plazierung von B-Aktien im Werte von insgesamt 200 Mio. Yuan. Als erstes lokales Unternehmen emittierte das Joint Venture China Southern Class Co. B-Aktien, die vom Hongkonger Wertpapierhaus Hoare Govett Asia sowohl in Hongkong als auch in anderen Ländern untergebracht wurden; andere B-Aktien-Emissionen folgten.⁴⁴

3. Probleme und Perspektiven des Wertpapiermarktes

3.1 Staatsschuldverschreibungen und "debt management"

Die Entstehung von Kapitalmärkten ist eine zwangsläufige Folge der seit Anfang der 80er Jahre durchgeführten Reformen, die das Wirtschaftssystem deutlich verändert haben. Die damit verbundene Dezentralisierung von Verfügungsrechten resultierte auch in eine Redistribution des Sozialprodukts zugunsten der staatlichen Unternehmen und der lokalen Verwaltungsein-

heiten und führte zur privaten Kapitalbildung. Gleichzeitig wurden aus dem staatlichen Haushalt jedoch weiter die Kosten zur sozialen Abfederung der Reformmaßnahmen gedeckt, wie Preissubventionen als Ausgleich für gestiegene Lebenshaltungskosten der städtischen Konsumenten und Verlustsubventionen an ineffiziente staatliche Betriebe zur Vermeidung von Arbeitslosigkeit. Da die Einnahmen des Staates in Relation zu den Ausgaben sanken, wurde die Finanzierung der für die Modernisierung der Wirtschaft notwendigen Infrastrukturinvestitionen immer schwieriger. Um diese Aufgaben der (politischen) Stabilisierungs- und Wachstumspolitik erfüllen zu können, ist der Rückgriff auf die staatliche Schuldenfinanzierung am Kapitalmarkt unumgänglich.

Vor diesem Hintergrund wird mit der weiteren Ausweitung des Marktes für staatliche Anleihen zu rechnen sein. Mit steigendem Umfang der Staatsschuldverschreibungen wird jedoch auch die Frage des "debt management" immer wichtiger werden, insbesondere die Abstimmung von Laufzeiten und Emissionsvolumen, um eine vorteilhafte Schuldenstruktur zu erreichen und eine Überstrapazierung des Marktes zu vermeiden. Weiterhin ist davon auszugehen, daß die Gestaltung von Anreizen für private Kapitalanleger und Institutionen, die zwischen alternativen Anlagemöglichkeiten wählen können, an Bedeutung zunehmen wird.

In diesem Zusammenhang sind auch die Empfehlungen der Weltbank von 1990 erwähnenswert, die dem chinesischen Finanzministerium eine wichtige Rolle bei der Erhaltung der Preisstabilität durch Entwicklung einer langfristigen Strategie des "debt management" vorschlagen. Folgende Ziele sollte das Finanzministerium demnach zur Verbesserung seiner Position beim Wettbewerb mit Finanzinstitutionen um Sparguthaben verfolgen.⁴⁵

- Ausweitung des Marktes für Staatsschuldverschreibungen durch regelmäßige Emissionen, die durch marktkonforme Zinssätze charakterisiert sind und über Laufzeiten verfügen, die den Bedürfnissen unterschiedlicher Investoren entsprechen.
- Anpassung der Fälligkeitsstrukturen, damit die Refinanzierung der fälligen Schulden problemlos und ohne Rückgriff auf Zentralbankkredite erfolgen kann.

- Entwicklung eines umfassenden Sekundärmarktes, der auf die Bedürfnisse der größeren Anleger abgestimmt ist, so daß die Banken und die übrigen Investoren Staatsschuldverschreibungen entsprechend ihrem Liquiditätsbedarf kaufen oder verkaufen können.
- Durchführung von geplanten Emissionsabfolgen, die die saisonale Verfügbarkeit von Finanzmitteln und den saisonalen Finanzbedarf der Regierung berücksichtigt.
- Entwicklung eines integrierten Kapitalmarktes, auf dem der Zinssatz für Staatsschuldverschreibungen als Bezugspunkt für die Zinssätze auf Schuldverschreibungen der staatlichen und kollektiveigenen Industriebetriebe herangezogen werden.
- Förderung des privaten Sparens durch Emission von Staatsschuldverschreibungen, die im Vergleich zu den Bedingungen und der Liquidität von Bankeinlagen wettbewerbsfähig sind.

Eine erste Umsetzung dieser Empfehlungen ist bereits festzustellen, wie der Ausbau des Sekundärmarktes und die Einschaltung von Übernahmekonsortien bei der Plazierung von Staatsschuldverschreibungen zeigte. Hierzu hat auch der Beschluß des Finanzministeriums beigetragen, die von privaten Kapitalanlegern im Jahre 1990 erworbenen Schuldverschreibungen bereits zum 1.1.91 zum Handel zuzulassen.

Auch die offizielle Zustimmung zur Eröffnung neuer Sekundärmärkte für den Handel mit Staatsschuldverschreibungen ab März 1991 ist hier zu nennen. Die Regierung ist weiterhin bemüht, das Vertrauen der privaten Kapitalanleger in die Staatsschuldverschreibungen zu stärken. So kündigte Finanzminister Wang Bingqian in seinem Bericht zum Staatshaushalt 1991/92 an, daß die für das Jahr 1992 geplante Rückzahlung der Staatsschuldverschreibungen einschließlich Zinsen in Höhe von 15,444 Mrd. Yuan hauptsächlich zur Erfüllung der Rückzahlungsverpflichtung der städtischen und ländlichen privaten Kapitalanleger bestimmt sein sollte. Wang Bingqian versicherte, daß auch die schwierige Lage der Staatsfinanzen nicht zu einer Aufschiebung des Fälligkeitstermins der

Schuldverschreibungen an Einzelpersonen führen würde. Allerdings beabsichtige die Regierung, die Rückzahlungsfristen der von Unternehmen, Institutionen, Verwaltungseinheiten, Banken und anderen Finanzinstitutionen erworbenen Schuldverschreibungen durch Neuemissionen in gleicher Höhe zu verschieben.⁴⁶

Die Stärkung des Vertrauens der privaten Kapitalanleger ist auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen der vergangenen Jahre notwendig, in denen die Rückzahlung von staatlichen Anleihen teilweise über Losverfahren erfolgte. Wichtig erscheint jedoch auch die Stabilisierung der Politik hinsichtlich der Frage des freiwilligen Erwerbs der Staatsschuldverschreibungen, die in der Vergangenheit bei finanzpolitischen Krisen als Zwangsanleihen eingesetzt wurden. So wurde beispielsweise unter dem starken Inflationsdruck 1989 wieder eine Verpflichtung zum Kauf eingeführt, allerdings bei gleichzeitiger Reduzierung der Laufzeit auf drei Jahre und Erhöhung des Zinssatzes auf 14%.⁴⁷

Die Planung des Finanzministeriums sieht vor dem Hintergrund des weiter bestehenden Haushaltsdefizits und Kapitalbedarfs die Notwendigkeit, den Aufbau eines "zweistufigen Marktes für Schuldverschreibungen" in den nächsten Jahren abzuschließen. Nach den Vorstellungen von Gao Jian, stellvertretender Direktor der Abteilung für nationales Schuldenmanagement beim Finanzministerium, sei die erste Stufe der Verkauf von Schuldverschreibungen über die Banken und andere Finanzinstitutionen direkt an die Investoren. Dies sei bereits 1990 für einen beschränkten Zeitraum der Fall gewesen, als die Bankzinsen für Sparguthaben zwei Mal gesenkt wurden und Staatsschuldverschreibungen höhere Gewinne versprochen. Durch die formale Einführung dieser ersten Marktstufe, würde der zwangsweise Verkauf von Schuldverschreibungen entfallen. Der erste Schritt in dieser Richtung sei bereits mit der Einschaltung von Übernahmekonsortien erfolgt. Um den Kaufanreiz zu stärken, habe das Finanzministerium zusammen mit der Zentralbank die Ausweitung des Sekundärmarktes auf die meisten Schuldverschreibungen und in einer größeren Anzahl von Städten bereits genehmigt.⁴⁸

3.2 Aussichten der Wertpapierbörsen

Mit welchem Tempo sich die Wertpapierbörsen entwickeln werden, ist eine Frage, die auch auf der politischen Ebene entschieden wird. Während die Begebung von Schuldverschreibungen unterschiedlicher Emittenten, noch als politisch neutral betrachtet werden kann, sind mit der Umwandlung einer größeren Zahl von staatlichen Unternehmen in Aktiengesellschaften und ihrer Notierung an der Börse noch zusätzliche und bisher nicht eindeutig geklärte Fragen verbunden. Hierzu zählt beispielsweise das Problem, wie bei Einführung des Aktiensystems in staatlichen Unternehmen das öffentliche Eigentum als dominante Form bewahrt werden kann. Untersuchungen zeigen denn auch, daß das Aktiensystem nur zögernd in den großen staatlichen Unternehmen eingeführt wurde, sondern in den mittelgroßen Unternehmen und Betrieben im Kollektiveigentum.⁴⁹

Auch bleibt offen, wie ein "sozialistischer" Wertpapiermarkt aufgebaut werden kann, der in erster Linie der Kapitalbeschaffung für den Wirtschaftsaufbau dienen soll, und die als negativ betrachtete Spekulation am Aktienmarkt, die ja doch auch ein Motiv für diese Risikoanlage ist, ausgeschaltet bzw. beschränkt werden kann. Damit verbunden ist die Frage der Konzentration von Einkommen und Vermögen bei privaten Investoren. Das umstrittene Beispiel des Shanghaier "Millionärs Yang", der Staatsschuldverschreibungen mit einem hohen Abschlag in den ländlichen Gebieten aufkaufte und später zu einem höheren Preis wieder verkaufte, ist hier zu nennen.⁵⁰

Als politische Unterstützung für eine Ausweitung des Wertpapiermarktes kann das im Juni 1991 von der Kommission zur Umstrukturierung des Wirtschaftssystems vorgelegte und vom Staatsrat genehmigte Dokument zur wirtschaftlichen Umgestaltung bewertet werden. So wird hier neben dem Einsatz von Übernahmegaranten bei der Plazierung von Staatsschuldverschreibungen auch auf die Gründung neuer Wertpapierbörsen eingegangen.⁵¹ Dies ist vor allem für die Stadt Guangzhou von Bedeutung, die bereits seit einigen Monaten auf eine Geneh-

migung zur Eröffnung einer Wertpapierbörse durch die Zentralbank und das Finanzministerium drängt.

Ausländische Beobachter betonen mit Blick auf die weitere Entwicklung der Aktienbörsen vor allem die mangelnden rechtlichen Rahmenbedingungen bzw. die fehlende Durchsetzung bestehender Rechte. Die Wertpapierbörsen Shanghai und Shenzhen hätten zwar umfangreiche Regeln für die Emission von Aktien vorgegeben. So müßten beispielsweise Unternehmen, die an der Börse notiert werden wollen, der Zentralbank u.a. auch Unterlagen über ihre finanzwirtschaftliche Situation und die Unternehmensbewertung zur Genehmigung vorlegen. Insgesamt sei jedoch zu befürchten, daß eine strenge Überprüfung nicht immer durchgeführt werde und die Zentralbank auch ineffizienten staatlichen Unternehmen erlauben könnte, an der Börse zu notieren. Damit würde dann jedoch eines der wichtigsten Ziele der Aktienbörse, nämlich die Kanalisierung von Finanzmitteln in effizient wirtschaftende Unternehmen, in Frage gestellt werden.⁵²

Auch nach Einschätzung chinesischer Experten spielt die Zentralbank aufgrund ihrer Funktion als oberstes Kontroll- und Entscheidungsorgan für Zinssätze von Schuldverschreibungen und Emissionsbedingungen von Aktien bei der weiteren Entwicklung des Wertpapiermarktes eine zentrale Rolle, die jedoch durch einen Zielkonflikt zwischen zwei Interessen gekennzeichnet sei. So habe die Zentralbank in der Vergangenheit ihre wichtigste Aufgabe darin gesehen, für das Bankensystem Kapital in Form von Sparguthaben zu mobilisieren. Dementsprechend sei es fraglich, ob sie nunmehr die Bedingungen für Schuldverschreibungen und Aktien attraktiv genug gestalten wird, um eine größere Umschichtung der Sparguthaben in solche Anlageformen zu fördern. Eine Alternative sei die Übergabe der Verantwortlichkeiten über die Entwicklung des Wertpapiermarktes in die Hände des Finanzministeriums.⁵³

Zu den unzureichenden rechtlichen Rahmenbedingungen für die Entwicklung des Aktienmarktes wird auch das Fehlen eines Aktiengesetzes gezählt,

das die Rechten und Pflichten der Aktionäre, Direktoren und des Management in den Aktiengesellschaft verbindlich festlegt.⁵⁴ Fehlende Vorschriften zur Offenlegung der finanzwirtschaftlichen Situation der Unternehmen durch das Management verbunden mit einem von üblichen Bewertungsstandards abweichenden Buchführungssystem sowie die mangelnde Erfahrung der Wirtschaftsprüfer bei der Bewertung der Unternehmen erschweren privaten Kapitalanlegern im In- und Ausland außerdem die Einschätzung des Investitionsrisikos und die Ausübung der Kontrollfunktion als Aktionär. Als Problem wird von ausländischen Experten auch das Fehlen von Standards bei der Bestimmung von Erstausgabepreisen für Aktien genannt. Auch würde das Vertrauen in die (Unternehmens- und Bank) Schuldverschreibungen durch die unzureichende Durchsetzung des Konkursgesetzes sowie durch das inkonsistente Entscheidungsverhalten der chinesischen Gerichte gegenüber den Interessen der Kreditgeber nicht gerade gestärkt.⁵⁵

Allerdings scheinen die als anzureichend angesehenen rechtlichen Bestimmungen die ausländischen Investoren nicht völlig abzuschrecken. Wie die Reaktion auf die Emission von B-Aktien zeigt, sind auch ausländische Kapitalanleger durchaus bereit, in einem unsicheren Markt zu investieren.

Chinesische Wirtschaftsexperten blicken bei der Einführung von Wertpapiermärkten auch deutlich auf das Beispiel anderer asiatischer Länder, deren Wertpapiermärkte ebenfalls nicht über perfekte rechtliche Rahmenbedingungen verfügen und trotzdem eine sehr dynamische Entwicklung aufweisen.⁵⁶

Auch für die VR China kann davon ausgegangen werden, daß das Interesse an Wertpapieren, vor allem aufgrund des Fehlens alternativer Anlagemöglichkeiten, weiter zunehmen wird. Vor dem Hintergrund der hohen privaten Sparguthaben, der starken Nachfrage nach Kapital im privaten und öffentlichen Sektor und dem Wachstum der nicht-staatlichen Industriebetriebe wird auch von ausländischen Beobachtern mit der raschen Ausweitung des Wertpapiermarktes gerechnet.⁵⁷

Anmerkungen:

- 1) Bericht des Finanzministers Wang Bingqian, SWB 23.4.91; Bericht des Finanzministers Wang Bingqian, XNA, 13.4.92.
- 2) XNA, 8.11.91.
- 3) Ca, Okt. 1990, S. 778-780; hierzu auch Herrmann-Pillath, C., 1989, Staatseigentum ohne Zukunft?, Chinesische Wirtschaftswissenschaftler diskutieren neue Eigentumsformen im Sozialismus.
- 4) Derselbe.
- 5) XNA 23.3.91.
- 6) XNA, 2.11.91.
- 7) XNA, 26.12.91, 17.8.91, 11.12.91.
- 8) CD, 6.3.92, zit. nach IHT, 7./8.3.92.
- 9) Herrmann-Pillath, C. (1991), Institutioneller Wandel, Macht und Inflation in China, hier S.309 u. 310, bezieht sich auch auf SWB FE/WO131, 6.6.1990 S.A./2.; XNA, 3.11.91; XNA, 7.9.92.
- 10) Ca, 1988, S. 515-517; Chen, Yung-sheng (1991), New Developments in Mainland China's Securities Market, Issues and Studies, August, S.82-103, hier S.82.
- 11) Overholt, W.H. (1991), The Emergence of Chinese Capital Markets, Asian Survey, Vol. XXXI, No.5, May, S.409-421, hier S.411.
- 12) Overholt, a.a.O., S.411; Zhongguo Tongji Nianjian, 1984, S.IX-89 u. 1985, S.X-72-X-73; Chui, Hung-Hui, (1991), S.49-59, An Analysis of the Development of the Stock Market in the Mainland, Studies on Chinese Communism monthly, Vol.25, No.10, S.49-59; Ca, 1988, Juli, S.516; Ca, 1991, Mai, S.279.
- 13) ASWJ, 19.4.91; CD, 27.6.91.
- 14) Ca, Mai 1991, S. 279.
- 15) Xie, Simin (1990), China's Stock Market - Problems and Future Development, China Newsletter, No.89, Nov.-Dec., S.18-25, hier S. 19.
- 16) Chen, a.a.O., S.86-87, XNA, 6.12.91.
- 17) Crosby sees rosy future for PRC securities market, (1991), China Banking and Finance, Vol.IV, No. 1, S.2-6; hier S.2.
- 18) ASWJ, 17.2.92.
- 19) Die folgende Darstellung folgt den Ausführungen von Xie Simin, a.a.O., S.19-20.
- 20) Siehe hierzu im folgenden Chen, a.a.O., S.87 u.88.
- 21) Yearbook of Shanghai stocks 1989, March 1990, in Chen, a.a.O., S.90.
- 22) Xinhua News Agency, 19.12.91, zitiert nach SWB, 22.12.90; XNA, 12.12.91.
- 23) Burke, F. (1991), New Business on the Bund, The China Business Review, May-June, S.22-29., hier S.22.
- 24) FEER, 31.3.91.
- 25) FT, 14.8.91.
- 26) IHT, 29.11.91.
- 27) SCMP, 22.8.91; AWSJ, 27.8.91. Zu den neuen Unternehmen, die an der Börse notiert werden, zählen: Shanghai Pudong Dazhong Taxi Service Co. Ltd. (Emissionsvolumen 14 Mio. Yuan), das Immobilienunternehmen Shanghai Zhongcheng Enterprise Co Ltd. (Emissionsvolumen 61,8 Mio. Yuan), die Shanghai Special-Shaped Steel Tubing Co. Ltd. (Emissionsvolumen 36,1 Mio. Yuan) sowie Huchang Special Steel Co. Ltd. und die Jiafeng Cotton Mill, dessen Emissionsvolumen nicht bekannt wurde; XNA, 9.12.91.
- 28) XNA, 8.11.91; IHT, 9.12.91; AWSJ, 23.12.91.
- 29) AWSJ, 15./16.11.91; XNA, 16.1.92.

- 30) SCMP, 2.12.92; XNA, 21.2.92.
- 31) XNA, 16.1.92.
- 32) XNA, 4.7.91.
- 33) ASWJ, 24.7.91.
- 34) HB, 5.12.90; bezieht sich hier auf einen Bericht der Hongkonger "Mingbao".
- 35) XNA, 20.11.90; Bericht von Wen Wei Pao, in SWB, 29.11.90.
- 36) IHT, 22.11.90; XNA, 20.11.90. In Hongkong ist eine Preisfluktuation von 10% möglich. AWSJ, 24.7.91.
- 37) SCMP, 16.5.91.
- 38) FT, 4.7.91.
- 39) IHT, 14.2.91.
- 40) AWSJ, 17.2.92.
- 41) XNA, 6.7.91; XNA, 4.7.91; 7.11.91.
- 42) XNA, 8.u.11.11.91.
- 43) CEN, 27.1.92, No.4, S.7-9.
- 44) XNA, 19.12.91; SCMP, 26.12.91.
- 45) The World Bank (1990), China: Financial Sector Policies and Institutional Development, hier S.122.
- 46) Finance Minister's Budget Report, zitiert nach Renmin Ribao 12.4.91; in SWB, 23.4.91; Finance Official on Treasury Bond Issue and Repayment, zitiert nach Xinhua, 23.4.91, in SWB, 26.4.1991).
- 47) Herrmann-Pillath, (1991) a.a.O., S. 310, 312.
- 48) XNA, 2.6.91, bezieht sich auf Bericht der Beijinger "Financial News".
- 49) Chui, a.a.O.
- 50) Derselbe.
- 51) State Council Issues Major Points for Economic Restructuring, zitiert nach Xinhua News Agency, SWB, 26.6.91.
- 52) Burke, a.a.O., S.25.
- 53) Ders. S.29.
- 54) Ders. S.29.
- 55) Overholt, a.a.O., S.419, Chen, a.a.O., S.100, Burke, a.a.O., S.29.
- 56) Interview with Stock Exchange Official, SWB, 1.1.91.
- 57) Crosby..., a.a.O., S.4.

Yu-Hsi Nieh

Hongkong

Rückblick auf das Jahr der Ziege (1991)

I Politik

1 Die Wahlen

Im vergangenen Jahr, nach dem traditionellen chinesischen Lunarkalender (per 3.Februar 1992) ein Jahr der Ziege, fanden in der britischen Kolonie Hongkong, die Mitte 1997 an die VR China zurückgegeben wird, eine Reihe von Wahlen statt: am 3.März 1991 die 19 Bezirksräte (District Boards), am 5.Mai der Stadtrat (Urban Council) für die Ballungszentren Hongkong und Kowloon und - parallel dazu - der Regionalrat (Regional Council) für die ländlichen Gebiete der New Territories sowie am 15.September der Legislativrat (Legislative Council). Die Wahlen erregten allgemeine Aufmerksamkeit, zum einen, weil zahlreiche politische Parteien allmählich Gestalt annehmen und zum anderen vor allem, weil erstmals in der Geschichte Hongkongs auch ein Teil der Mitglieder des Legislativrats (Parlament) der Kolonie direkt vom Volk gewählt wurde.

Unter den insgesamt 274 gewählten Abgeordneten der Bezirksräte zählen 81 zu den liberal-demokratischen, 12 zu den linken und 53 zu den konservativen Kräften.¹ Die liberal-demokratischen Gruppierungen mit den "United Democrats of Hong Kong" (UDHK) als Kern kämpfen für eine schnelle Demokratisierung vor der Wende 1997, während die linke Gewerkschaftsorganisation "Federation of Trade Unions" (FTU) und die konservative Unternehmensgruppierung "Liberal Democratic Federation" (LDF) die Erhaltung der politischen Stabilität Hongkongs in der Übergangsperiode befürworten. Daher sind erstere kritisch gegenüber der chinesischen kommunistischen Führung eingestellt und letztere stehen Beijing näher.

Die liberal-demokratischen Kräfte konnten in den Wahlen Anfang Mai für den Stadt- und Regionalrat ihren Stimmenanteil noch weiter ausbauen. Elf, d.h. 73%, der fünfzehn von der UDHK unterstützten Kandidaten wurden gewählt. Die LDF hatte sieben Kandidaten unterstützt, davon erhielten nur drei (43%) einen Sitz. Insgesamt entfielen 37,13% der abgegebenen Stimmen auf UDHK-Kandidaten und nur 9,9% auf LDF-Kandidaten.² Schließlich brachten im September die Parlamentswahlen, die wichtigsten Wahlen, eine vernichtende Niederlage für die beijingfreundlichen Gruppierungen. Sechzehn der insgesamt achtzehn gewählten Abgeordneten zählen zu den Anhängern der Demokratisierungsbewegung, davon gehören zwölf der UDHK an. Keiner der Kandidaten, die offen von Beijing unterstützt worden waren - einschließlich derjenigen der LDF - erhielt einen Sitz. Von der Stimmenverteilung her gesehen zeichnete sich das Verhältnis zwischen Sieg und Niederlage ebenfalls deutlich ab. Allein die Kandidaten der UDHK bekamen 45% der abgegebenen Stimmen. Einschließlich ihrer politischen Verbündeten oder Gesinnungsfreunde erreichte der Stimmenanteil der progressiven Demokraten 53,6%. Demgegenüber konnten die konservativen und Pro-Beijing-Kandidaten zusammen nur 8,3% der abgegebenen Stimmen auf sich vereinen.³ Darüber hinaus rückte ein Kandidat der politischen Gruppierung "Meeting Point", die zum Lager der liberal-demokratischen Kräfte gehört, am 8.Dezember bei einer Nachwahl zum Legislativrat im Wahlbezirk New Territories West infolge des Rücktritts eines im September gewählten parteiunabhängigen Abgeordneten nach. Damit sind siebzehn der achtzehn vom Volk direkt gewählten Mitglieder des Legislativrats aktive liberale Demokraten, ein anderes ist parteiunabhängig.