

## Der chinesische Aktienmarkt: Staatliche Regulierung im Wandel

Sebastian Heilmann

*This paper deals with the political and economic context of stock market regulation in one of the most dynamic emerging markets. Since its initiation, the Chinese stock market has manifested particular rules of the game which are clearly different from stock markets in the conventional understanding. The political leadership has laid down a course of regulation that is oriented towards supporting state-owned enterprises and promoting quick market growth at the expense of consistent regulatory standards. The regulation of the stock market offers an essential case study for the regulatory capacity and adaptability of Chinese party and state organizations. There are clear symptoms of fundamental institutional change in the approach to market regulation that imply far-reaching socio-economic and political consequences.*

Diese Studie<sup>1</sup> widmet sich Fragen der Aktienmarktregelung in einem der wichtigsten *emerging markets*. Die erst zu Beginn der neunziger Jahre gegründeten chinesischen Börsen in Shanghai und Shenzhen erreichten Ende des Jahres 2000 zusammen eine Marktkapitalisierung von rund 581 Milliarden US-Dollar und blieben damit zwar noch etwas unter dem Niveau des Hongkonger Aktienmarktes, übertrafen aber bei weitem die Marktkapitalisierung der taiwanischen Börse.<sup>2</sup> Entgegen dem globalen Trend verzeichneten die – internationalen Investoren weitgehend verschlossenen – Märkte in Shanghai und Shenzhen im Jahr 2000 massive Kursgewinne. Und für das Jahr 2001 wurde prognostiziert, dass die Volksrepublik China allein ungefähr ein Viertel der weltweiten privaten Kapitalinvestitionen in aufstrebende Märkte anziehen werde.<sup>3</sup>

Da es sich um einen neu entstandenen Regulierungsbereich jenseits der althergebrachten sozialistischen Ökonomie handelte, war die Duldung und Förderung von Wertpapiermärkten gleich nach dem Anlaufen erster lokaler Experimente in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ein Gegenstand politischer und ideologischer Auseinandersetzungen. Im sozialistischen Verständnis stellte das Finanzsystem

- 
- 1 Zusätzliche Analysen, Daten und Übersichtsdarstellungen zum chinesischen Aktienmarkt finden sich als *China Analysis* 3/4 des Zentrums für Ostasien-Pazifik-Studien (Universität Trier) unter <http://www.asienpolitik.de>.
  - 2 Ende Dezember 2000 betrug die Marktkapitalisierung in Hongkong 623 Mrd. US\$ (woran in Hongkong notierte Festland-Unternehmen aus der VR China einen Anteil von 27% hatten) und in Taiwan 249 Mrd. US\$.
  - 3 Diese Angabe umfasst Portfolio-Investitionen und Kredite, siehe Institute of International Finance 2001.

einen passiven Kanal dar, um Investitionen in politisch ausgewählte Bereiche der Staatswirtschaft zu lenken. Deng Xiaopings Plädoyer für ein offenes Experimentieren mit Wertpapiermärkten während seiner Südchinareise Anfang 1992 dämmte zwar offene Kontroversen ein (Deng 1999: 15). Politisch-ideologische Zweifel an der Vereinbarkeit von Aktienmärkten mit einem sozialistischen System wurden jedoch immer wieder geäußert. Erst auf dem XV. Parteitag im Herbst 1997 wurde unmissverständlich festgestellt: "Das System der Aktiengesellschaft ... ist nützlich ... für die Effizienzsteigerung in Unternehmen und in der Kapitalnutzung. Man kann dieses System im Kapitalismus genauso nutzen wie im Sozialismus".<sup>4</sup> Seitdem drehen sich die Auseinandersetzungen um die Ziele und Standards der Regulierung des Aktienmarktes, nicht mehr um die Existenz des Aktienmarktes an sich. Schon Mitte der neunziger Jahre wurde deutlich, dass viele politische und wirtschaftliche Akteure – von staatlichen Industriebetrieben über Staatsbanken bis hin zu Regierungsstellen aller Ebenen – ein starkes Interesse an den neuen Instrumenten der Kapitalbeschaffung gewannen. Der Wertpapiermarkt wurde zum Brennpunkt scharfer Rivalitäten um Regulierungskompetenzen und Zugangsrechte zum Börsenhandel.

Der chinesische Aktienmarkt weist seit den ersten Anfängen besondere Antriebskräfte und Spielregeln auf, die sich von Aktienmärkten im gängigen marktwirtschaftlichen Verständnis deutlich unterscheiden. Die Experimente mit dem Wertpapierhandel dienten von vornherein dem politischen Zweck, die sehr hohen privaten Spareinlagen der chinesischen Haushalte für Investitionen im Staatssektor der Wirtschaft zu mobilisieren. Private Kapitalmittel wurden auf dem Wege des Aktienmarktes der Kontrolle und Verfügung durch staatliche Stellen unterworfen. Der von politischen Kalkülen geprägte Charakter des Aktienmarktes zeigt sich auch in einer scharfen Segmentierung in separate Märkte für unterschiedliche Aktientypen.<sup>5</sup> Eine solche Marktsegmentierung mit Barrieren für ausländische Investoren gilt in "emerging markets" grundsätzlich als Signal für ein erhöhtes politisches Risiko (Perotti/van Oijen 1999: 5). Das spektakuläre Wachstum des chinesischen Aktienmarktes ist denn auch ein in erster Linie binnenwirtschaftliches Phänomen.

<sup>4</sup> Zu ideologischen Auseinandersetzungen um den Wertpapiermarkt in China vgl. das ausführliche Interview mit dem 1995-2000 führenden Wertpapierregulierer Zhou Zhengqing in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000.

<sup>5</sup> Den höchsten Anteil an der Gesamtzahl der Aktien (1999: 36%) stellen "Staatsaktien" (*guojia gu*), die nicht handelbar sind und dem Zweck der staatlichen Mehrheitskontrolle über Großbetriebe dienen. Hinzu kommen die nur in besonderen Fällen handelbaren "Aktien von juristischen Personen" (*faren gu*, 1999: 26%), die von Behörden oder anderen Staatsbetrieben gehalten werden mit dem Zweck der Überkreuzbeteiligungen von staatlichen Organisationen bzw. Unternehmen und der Aufrechterhaltung administrativer Kontrollmöglichkeiten über börsennotierte Unternehmen. Die hier vorgelegte Studie konzentriert sich im wesentlichen auf die Regulierung des Marktes für sog. "A-Aktien", die an den chinesischen Börsen handelbar sind (1999: 26%). Als kleines Marktsegment gibt es außerdem die so genannten "B-Aktien" (1999 nur 5% sämtlicher Aktien), die in US\$ (Börse Shanghai) bzw. in HK\$ (Börse Shenzhen) denominiert und für ausländische Anleger erwerbar sind. Der B-shares-Markt ist aufgrund seiner im Vergleich zum A-shares-Markt geringen Liquidität bislang weniger bedeutend geblieben. Im Frühjahr 2001 wurde der Markt belebt, als es inländischen Anlegern, die über Devisen verfügen, erlaubt wurde, B-shares zu erwerben.

Seit 1997/98 sind unter dem Eindruck der "Asienkrise" umfassende Veränderungen im chinesischen Finanzwesen in Gang gekommen, die mit dem bevorstehenden WTO-Beitritt Chinas in eine schrittweise Öffnung des Kapitalmarktes münden sollen. Da in westlichen Sprachen bislang nur sehr wenige tiefgehende Studien zur politischen Ökonomie des chinesischen Aktienmarktes vorliegen, besteht hier ein erheblicher Informations- und Analysebedarf. In diesem Aufsatz soll die staatliche Regulierung des Aktienmarktes der VR China daraufhin untersucht werden, inwieweit die Etablierung von Marktinstitutionen in einem "neuen" nicht-sozialistischen Wirtschaftsbereich mit der Regulierungs- und Reformkapazität des "alten" Parteistaates überhaupt vereinbar ist. Kann es im Kontext der politisch-ökonomischen Institutionen der VR China gelingen, eine wirkungsvolle, Wettbewerb und Wachstum fördernde Regulierung von Aktienmärkten zu etablieren? Und welche Antriebskräfte für einen umfassenderen institutionellen Wandel gehen von der Dynamik des Aktienmarktes aus?

## 1 Von dezentralen Märkten zu zentralisierter Aufsicht

Der chinesische Wertpapiermarkt ist dezentral, im Rahmen begrenzter lokaler "Pilotprojekte" entstanden und durch Marktteilnehmer und lokale Behörden rasch ausgeweitet worden – anfangs ohne offizielle Billigung, aber mit Duldung führender Vertreter der politischen Zentrale in Beijing. Drei Perioden der Regulierung des Aktienmarktes lassen sich aus heutiger Sicht deutlich unterscheiden: erstens die Frühphase vor 1992, in der es praktisch keine wirkungsvolle überregionale Regulierung gab; zweitens die Phase der Errichtung nationaler Regulierungsinstitutionen 1993-1997, geprägt von Kompetenzkonflikten zwischen verschiedenen staatlichen Aufsichtsorganen; und drittens die bis heute anhaltende Phase der Zentralisierung der Aktienmarktaufsicht seit 1997/98 (s. im Detail Heilmann 2001a).

Das Hongkonger Modell mit der Regulierungsbehörde als "paragouvernementalem" Organ außerhalb der formalen Regierungshierarchie und einer höheren Flexibilität in Personal- und Gehaltfragen wurde in der VR China in Grundzügen übernommen. Dies ist der Grund dafür, dass die Staatliche Wertpapieraufsichtskommission (*Zhengjianhui*, englisch *China Securities Regulatory Commission*, kurz: CSRC) als staatliche "Dienstleistungseinheit" (*shiyedanwei*) benannt wurde, obwohl sie Funktionen eines Regierungsorgans ausüben sollte (Liu Hongru 2000 und 2001). Unter Beteiligung der Zentralbank, der Strukturreformkommission und anderer Organe der Zentralregierung wurde 1992/93 ein Regulierungssystem auf vier Ebenen ausgearbeitet. An der Basis des Aktienmarktes sollten erstens "gesellschaftliche" Regulierung durch Intermediäre, lizenzierte Wirtschaftsprüfer und Anwälte sowie zweitens eine Selbstregulierung durch die von den Börsen und Wertpapierhandelsunternehmen gebildete Vereinigung für die Wertpapierbranche wirksam werden. Diese Formen der Selbstregulierung sind bislang wenig wirkungsvoll geblieben (Yao Chengxi 1998: 71-73). Die dominierenden Akteure – die dritte und die vierte Ebene – in der Wertpapieraufsicht aber unterstanden der Zentralregierung: Die CSRC als das zentrale Organ der administrativen Wertpapieraufsicht und die bis Mitte 1998 bestehende Staatsratskommission für das Wertpapierwesen (*Guowuyuan zhengquan weiyuanhui*) als politisches Aufsichts- und Koordinationsorgan.

Zentrale Fragen der Wertpapieraufsicht blieben damals trotz dieses neuen Regulierungssystems ungelöst: Die Wertpapierhandelshäuser unterstanden weiterhin der Aufsicht durch die Zentralbank; die beiden Börsen in Shanghai und Shenzhen waren administrativ immer noch den jeweiligen Stadtregierungen unterstellt; die Staatliche Planungskommission war an der Festlegung der Quoten für die Börsenzulassung beteiligt. Darüber hinaus beanspruchten noch weitere Organe der Zentralregierung wichtige Regulierungskompetenzen (Zheng Zhenlong et al. 2000 : 326-328). Die im Bereich der Wertpapieraufsicht auftretenden Rivalitäten lassen sich auch als "Systemkonflikt" zwischen den alten sozialistischen Bürokratien (Zentralbank, Planungskommission) und einem neu gegründeten Regulierungsorgan für einen dynamisch wachsenden, aber "systemfremden" Wertpapiermarkt verstehen. Das alte Erbe der administrativen Doppelstrukturen und Kompetenzüberschneidungen wurde auch in die Wertpapierregulierung hineingetragen. Das Misstrauen der "alten" Regierungsorgane gegenüber der "neuen" CSRC wurde zugleich genährt durch die intensiven Kontakte, die die CSRC zu Regulierungsbehörden insbesondere in Hongkong und in den USA – aber sogar auch in Taiwan – pflegte.<sup>6</sup>

Wendepunkt auf dem Weg zur Zentralisierung der Wertpapieraufsicht war die unter dem Eindruck der "Asienkrise" fast im Stile einer Sitzung des Zentralkomitees abgehaltene Nationale Konferenz über die Arbeit im Finanzwesen im November 1997. Mit der "Asienkrise" rückte die Aufrechterhaltung der "Sicherheit im Finanzwesen" in den Mittelpunkt der politischen Aufmerksamkeit. Alle Vertreter der Parteispitze richteten dringliche Appelle an die Konferenzteilnehmer, die fundamentale Bedeutung des Finanzsektors für die wirtschaftliche, politische und soziale Stabilität Chinas anzuerkennen und in ihrer Tätigkeit zu berücksichtigen. Die "nationale ökonomische Sicherheit" stehe auf dem Spiel (*Jingbao Yuekan*, 1/1998, S.32-33). Auf dieser Konferenz wurde zusammen mit der Einführung eines Systems der "vertikalen Führung" im Finanzwesen eine Zentralisierung in der Wertpapieraufsicht beschlossen. Die Umsetzung dieser Maßnahmen fiel mit der Reorganisation der chinesischen Zentralregierung im Frühjahr 1998 zusammen (Heilmann 1998). Anschließend wurde die Wertpapieraufsicht vollständig neu geordnet und der chinesische Wertpapiermarkt durch eine Serie neuer Regulierungsmaßnahmen (Wertpapierge setz, von unabhängigen Gremien geprüfte Börsenzulassung, verschärzte Informationspflichten, Maßnahmen gegen Insider Trading) teilweise an internationale Ge pflogenheiten angepasst.

---

6 Das Führungspersonal und der Regulierungsstil der CSRC wurde zwischen 1992 und 1995 in sehr starkem Maße durch Berater und Schulungsprogramme dieser Regulierungsbehörden beeinflusst. Zum Misstrauen trug auch eine Vielzahl von Skandalen im Wertpapierhandel bei, die 1995 zum Rücktritt des Gründungsvorsitzenden der CSRC, Liu Hongru, wie auch zu einer Abwanderung vieler in den Vorjahren im Westen geschulter Mitarbeiter und zu einer Einschränkung der internationalen Schulungsprogramme führte (Dowdle 2000).

## 2 Politische Finanzaufsicht: Parteikontrolle und die ZK-Finanzarbeitskommission

Eine wichtige Besonderheit der Reformen im chinesischen Banken- und Börsensystem wird in westlichen Analysen bislang fast ausnahmslos übersehen: Die Neuordnung seit 1998 wäre ohne die Kontrolle der Kommunistischen Partei nicht durchsetzbar gewesen. Sie basierte nämlich darauf, dass mit der Schaffung einer ZK-Arbeitskommission für das Finanzwesen (*Zhongyang jinrong gongwei*) neue Parteiorgane und eine zentralisierte Parteiarchie in der Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsicht errichtet wurden. Diese Etablierung "vertikaler Führungsstrukturen" in der Finanzaufsicht folgte ganz der leninistischen Logik von Kontrolle über Personal und Organisation. Die ZK-Arbeitskommission für das Finanzwesen ist selbst vielen China-Finanzmarktspezialisten kaum bekannt. Diese Kommission aber war die Voraussetzung für Schritte hin zur Zentralisierung und Disziplinierung in der Finanzaufsicht.

Die im Juni 1998 offiziell errichtete ZK-Finanzarbeitskommission ist direkt der Parteizentrale und dem für die Aufsicht über das Finanzwesen zuständigen Mitglied des Ständigen Ausschusses des Politbüros und Ministerpräsidenten Zhu Rongji unterstellt.<sup>7</sup> Geleitet wird die Kommission von dem Politbüromitglied und Stellvertretenden Ministerpräsidenten Wen Jiabao. Das Sekretariat der Kommission hat seinen Sitz in der Zentralbank. Die Kommission ist aber nicht nur mit der Zentralbank, sondern auch mit der CSRC personell verflochten. Mindestens ein Stellvertretender Präsident der Zentralbank bzw. Stellvertretender Vorsitzender der CSRC sind zugleich Mitglieder der ZK-Finanzarbeitskommission. Übergeordnetes Arbeitsziel ist die Gewährleistung der "Sicherheit, Effizienz und Stabilität im Finanzwesen". Der ZK-Finanzarbeitskommission kommt jedoch ausdrücklich keine inhaltliche Weisungsbefugnis in Fragen der Finanzregulierung zu, die allein den entsprechenden Organen der Zentralregierung zusteht. Auch ist der ZK-Finanzarbeitskommission die Einmischung in Geschäftsentscheidungen von Finanzinstituten, Wertpapierhäusern etc. untersagt (ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999: 200). Konkret sind der Kommission von der Parteizentrale folgende Hauptaufgaben zugewiesen worden:

- Sicherstellung einer effektiven Zentralisierung der Finanzaufsicht auf der Grundlage einer einheitlichen Parteiarchie und Eindämmung des zuvor oft bestimmenden Einflusses regionaler politischer Führungen auf das Personal und die Arbeit der örtlichen Finanzaufsichtsorgane.
- Kontrolle über das Führungspersonal und die Führungsorgane der Partei im Finanzsystem. Anleitung bei der Reorganisation der Partei-Führungsgremien in allen wichtigen Finanzorganen.
- Disziplinaraufsicht im Finanzwesen. Diese wird seit Mitte 1998 durch ein zusätzlich geschaffenes Parteiorgan wahrgenommen: die ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen.

<sup>7</sup> S. die nur für die interne Zirkulation bestimmten Dokumentenbände: ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999; ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen 2000.

- 
- Politische Propaganda und politisch-ethische Schulungen für Personal in Finanzorganen.
  - Ausbau der von der Kommunistischen Partei kontrollierten Finanzgewerkschaft und sonstiger Verbände im Finanzwesen.
  - Entsendung von Aufsichtsräten in staatliche "Schwerpunkt"-Finanzorgane.

Die wichtigste Aufgabe der ZK-Finanzarbeitskommission besteht zweifellos in der Personalaufsicht und Personalrekrutierung für die Führungspositionen in den wichtigsten staatlichen Finanzaufsichtsorganen und Finanzinstituten. Im Namen der ZK-Finanzarbeitskommission sind bereits mehrere umfassende Revirements im chinesischen Finanz-Establishment durchgeführt worden. Die Errichtung der Kommission schuf die Grundlage für die Einführung einer zentralisierten Hierarchie von Aufsichtsorganen im Finanzwesen.<sup>8</sup>

### **3 Administrative Aufsicht: Die Staatliche Wertpapieraufsichtskommission (CSRC)**

Im April 1998 wurden die Staatsratskommission für das Wertpapierwesen und die Staatliche Wertpapieraufsichtskommission (CSRC) unter dem Namen der CSRC zusammengelegt. Die CSRC wurde zu einer Dienstleistungseinheit des Staatsrates im Range eines Ministeriums aufgewertet und mit umfassenden Kompetenzen ausgestattet. Im April 1998 wurden die Aufsichtsbefugnisse über Wertpapierhandelsunternehmen von der Zentralbank auf die CSRC übertragen. Die Börsen in Shanghai und Shenzhen, deren Führungspersonal und Handelsabwicklungs-Organe wurden im Laufe der Jahre 1997/98 der CSRC unterstellt. In zehn ausgewählten "Zentralen Städten" wurden nachgeordnete Organe der CSRC unter dem Namen Behörden für Wertpapieraufsicht mit provinzübergreifenden Aufsichtskompetenzen errichtet. Darüber hinaus richtete die CSRC in 26 nicht mit einer Behörde für Wertpapieraufsicht bedachten wichtigen Wirtschaftszentren Ämter von Bevollmächtigten für die Wertpapieraufsicht ein, die insbesondere Inspektionsaufgaben in der "frontline regulation" wahrnehmen sollen. Mit der Verabschließung des Wertpapiergesetzes, das im Juli 1999 in Kraft trat, wurde die Vereinheitlichung und Zentralisierung der Wertpapierregulierung in Gesetzesform gegossen (Zheng Zhenlong et al. 2000: 328-332).<sup>9</sup>

Die CSRC demonstrierte im Juni 1997 und im Mai 1998 ihre neu gewonnene Macht. 1997 wurden mit der Rückendeckung Zhu Rongjis und in Abstimmung mit der Zentralbank mehrere Direktoren regionaler Geschäftsbanken und Wertpapierhäuser, denen die CSRC irreguläre Wertpapiergeschäfte nachgewiesen hatte, ihrer Positionen enthoben (*South China Morning Post*, 12.6.1997). 1998 wurde ein Exempel an mehreren Wertpapierhäusern statuiert, indem deren Führungspersonal abberufen, ausgewechselt und teilweise strafrechtlich belangt wurde (*Renmin ribao*, 23.5.1998).

---

8 Siehe im Detail Heilmann 2001a. Zur parallelen Zentralisierung des Zentralbanksystems und zur Rolle der ZK-Finanzarbeitskommission in dieser Reorganisation vgl. Kong Zhangsheng 1999.

9 Zu den Kompetenzen und zur Binnenorganisation der CSRC siehe im Detail: Staatsrat der VR China, Kanzlei 1998.

Die Kompetenzkonflikte der CSRC mit anderen Regierungsorganen wurden durch die umfassenden Reorganisationsmaßnahmen jedoch nicht vollständig beendet. Die Staatliche Planungskommission arbeitet weiterhin allgemeine Empfehlungen für die Regulierung und Förderung des Wertpapiermarktes aus (*Zhengquan shibao*, 28.3.2000). Auch besteht ein hoher Abstimmungsbedarf der CSRC mit der Zentralbank (etwa im Falle irregulärer Tätigkeiten von Banken im Wertpapierhandel), mit der Nationalen Versicherungsaufsichtskommission (Börseninvestment von Versicherungen), mit dem Finanzministerium (Lizenzierung von Wirtschaftsprüfern, Einnahme der Börsen-Transaktionssteuern) sowie mit dem Justizministerium (Lizenzierung von in der Wertpapierbranche tätigen Anwaltskanzleien).

Zwar sind alle bisherigen CSRC-Vorsitzenden aus der Zentralbank hervorgegangen. Dennoch waren in den vergangenen Jahren immer wieder Reibungen zwischen Zentralbank und CSRC in der Regulierung von Finanzmarktakteuren und Finanzierungsbestimmungen zu erkennen. Zum Zwecke besserter Abstimmung wurde im Herbst 2000 ein System unregelmäßig stattfindender, gemeinsamer Leitungskonferenzen der drei chinesischen Finanzaufsichtsbehörden (Zentralbank, CSRC, Versicherungsaufsichtskommission) mit eigener Geschäftsordnung etabliert (*Xinhua*, 4.9.2000). Außerdem führt die CSRC regelmäßige Sitzungen gemeinsam mit der Zentralbank, den Börsenleitungen in Shanghai und Shenzhen sowie der Hongkonger Wertpapieraufsichtskommission SFC durch, um Informationen auszutauschen und neue Regulierungsverfahren zu entwickeln (*Shanghai zhengquan bao*, 13.1.2001).

Der Kreis der führenden Börsenregulierer in China ist überschaubar: Nur rund 180 Personen bilden den Kern der Regulierungselite aus der ZK-Finanzarbeitskommissionen, den CSRC-Organen aller Ebenen sowie aus den Börsenleitungen. Dieser Personenkreis trifft immer wieder auf exklusiven hochrangigen Konferenzen zusammen, die entweder die ZK-Finanzarbeitskommission oder die CSRC für Spitzenfunktionäre im Wertpapieraufsichts-System veranstalten.<sup>10</sup> Ein Großteil der inzwischen in den Spitzenpositionen befindlichen Funktionäre mittleren Alters (40-55 Jahre) blickt auf gemeinsame Wurzeln in den Anfängen des Wertpapierhandels Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre zurück. Eine zentrale Rolle in der Wertpapierregulierung spielen Finanzfachleute, die Ende der achtziger Jahre aus dem so genannten Stock Exchange Executive Council (SEEC) heraus den Aufbau des chinesischen Wertpapiermarktes wesentlich initiiert und beeinflusst haben. Dieses SEEC-Netzwerk spielt eine sehr bedeutende Rolle unter den Akteuren mittleren Alters auf dem chinesischen Aktienmarkt (s. hierzu im Detail Heilmann 2001a).

Die Aufsicht über den Wertpapierhandel, die an den Börsen selbst durchgeführt wird, muss als wenig wi3.5(k22.7( ) werkleren) Tc0.043(vol6(ci)3.8(l)3)ilteln [(wi), dnspxchandeEECrawichanu

Börsenplätzen wahrgenommen, die allerdings eng mit den Börsenorganen zusammenarbeiten (Tu Guangshao 2000; *Zhengquan shibao*, 16.1.2001). Nach Angaben der CSRC wurden in den Jahren 1993-2000 440 Fälle von Unregelmäßigkeiten und illegalen Tätigkeiten auf dem Wertpapiermarkt untersucht. 360 Organisationen und Unternehmen sowie 408 Personen wurden gerügt, verwarnt, mit Geldstrafen belegt oder es wurden illegale Gewinne konfisziert und Genehmigungen für Tätigkeiten im Bereich des Wertpapierhandels entzogen. Die Geldstrafen allein sollen sich auf 1,3 Mrd. Yuan RMB belaufen (*Jingji Ribao*, 19.12.2000).

#### **4 Leistungen und Defizite der Aktienmarktaufsicht**

Wie lässt sich die Rolle der CSRC mit Blick auf administrative Kapazität und Marktregulierung bewerten? Die Regulierungstätigkeit der CSRC ist in China selbst Gegenstand heftiger Kontroversen. Einerseits wird die CSRC vielfach wegen ihrer Machtfülle kritisiert, die über die Zentralbank oder das Finanzministerium hinausgehe, weil die CSRC die Macht über die Emissionskontingente und die Börsenzulassung in Händen halte. Inzwischen werden gelegentlich juristische Zweifel an den von der CSRC praktizierten Emissionsgenehmigungsverfahren geäußert (*Zhongguo qingnian bao*, 19.1.2001). Chinesische Börsenmakler und Analysten kritisieren teilweise auf dem Umweg über Hongkonger Zeitschriften in schärfster Form die Bevormundung der CSRC gegenüber Börsen und Marktteilnehmern. Man müsse die Frage stellen: "Wer beaufsichtigt eigentlich die Wertpapieraufsichtskommission?" Denn de facto gehe es in der Regulierungstätigkeit der CSRC nur darum, "wie man das Geld der breiten Masse in die Hände einer Minderheit der Mächtigen im Staat befördert" (Yi Hao 2000: 36). Andererseits wird in der chinesischen Diskussion auch anerkannt, dass die CSRC eines der "aufgeklärtesten" (*kaiming*) Regierungsorgane und der öffentlichen Kritik in höherem Maße ausgesetzt ist als die meisten anderen Regierungsorgane, und dass unter dem derzeit amtierenden CSRC-Vorsitzenden Zhou Xiaochuan ernsthafte Ansätze unternommen werden, die eigene Macht durch marktgestützte Zulassungsverfahren zu vermindern (*Zhonghua gongshang shibao*, 8.1.2001).

Die Bewertung der CSRC durch ausländische Aktienmarktfachleute fällt sehr gegensätzlich aus. Einige westliche Beobachter attestieren der chinesischen Regierung und der CSRC, dass sie – angesichts der Tatsache, dass noch vor zehn Jahren keinerlei Infrastruktur für einen modernen Wertpapiermarkt existiert habe – "herausragende Arbeit" im Aufbau des Wertpapiermarktes geleistet hätten: "It is doubtful whether any country facing similar challenges has done as well as China has" (Pascutto 1999: 4). Andere westliche Stimmen hingegen sehen in der CSRC ein "relativ stalinistisches" Organ, das mit einer "willkürlichen" Regulierung die Entwicklung der Wertpapierbranche behindere (Dowdle 2000). Nach den Kriterien der International Organisation of Securities Commissions (vgl. Emerging Markets Committee der IOSCO 1999) weist die Aktienmarktregulierung in China nahezu die gleichen Grunddefizite auf, wie sie sich in vielen ost- und südostasiatischen Staaten seit Mitte 1997 manifestiert haben und für "emerging markets" kennzeichnend sind. Die Kriterien für die Beurteilung der Qualität der Aktienmarktregulierung in China dürfen aus dieser vergleichenden Sicht nicht zu hoch angelegt werden.

Die Regulierungspraxis der CSRC lässt sich am besten verstehen als Nebeneinander von alten Verfahren der Kaderkontrollen und kampagnenartiger Disziplinierungsmaßnahmen einerseits und neuen Verfahren einer Regulierung zugunsten staatsnaher Marktteilnehmer andererseits. Alte Verfahren der Kaderpolitik spielen in der CSRC-Hierarchie gegenüber den nachgeordneten Behörden sowie gegenüber dem Management in sämtlichen wichtigen Organen und Unternehmen der Wertpapierbranche weiterhin eine wichtige Rolle. Markant ist die Rolle von Parteiorganen in der außerjustiziellen Disziplinaraufsicht beispielsweise auch bei der Bekämpfung von Insidergeschäften (ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen 2000).

Andererseits aber spielt die CSRC unter den chinesischen Staatsorganen eine Pionierrolle in der Auflockerung vieler alter leninistischer Institutionen etwa im Bereich der Personalrekrutierung, des Verbots öffentlicher kontroverser Diskussion sowie der politischen Schulung. Die ZK-Finanzarbeitskommission hat mit Blick auf den Bedarf der CSRC an international erfahrenen Finanzmarktfachleuten die äußerst engen Rekrutierungskanäle für staatliche Führungskräfte weit geöffnet und gezielt Personen angeworben, die einen großen Teil ihrer Ausbildung und ihres Berufslebens im Ausland verbracht haben, nicht Mitglied der Kommunistischen Partei sind und drastisch höhere Gehälter beziehen als die in China rekrutierten Führungskräfte.<sup>11</sup> Auch auf den Arbeitsebenen hat die CSRC vielfach international erfahrenes Personal gewinnen können, da die in der CSRC gezahlten Gehälter deutlich höher liegen als in regulären Regierungsorganen und die CSRC vor allem "unschätzbare persönliche Beziehungen" (*Zhengquan shibao*, 31.7.2000) in der lukrativen chinesischen Wertpapierbranche bieten kann. Auch im Umgang mit der Öffentlichkeit unterscheidet sich die CSRC deutlich von den meisten anderen chinesischen Staatsorganen: Regulierungsdokumente der CSRC werden durchweg veröffentlicht, führende Vertreter der CSRC stellen sich regelmäßig der öffentlichen Diskussion und müssen auch ein höheres Maß an öffentlicher Kritik (selbst im Staatsfernsehen) ertragen als jede andere Regierungsbehörde. Darüber hinaus ist allgemein die Offenheit und Lernbereitschaft gegenüber alternativen international erprobten Regulierungsinstrumenten groß. Die regen Auslandskontakte und -schulungen, die 1995 vorübergehend eingeschränkt worden waren, sind inzwischen wieder aufgenommen worden.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es sich bei der CSRC tatsächlich um ein Staatsorgan neuen Typs handelt, wie es in der Geschichte der VR China so bislang noch nicht existiert hat. Die Zentralisierung der Wertpapieraufsicht und die Stärkung der CSRC seit 1997 haben im chinesischen Finanzsystem markante Kräfteverschie-

11 Zhu Rongji hatte solche Personalanwerbungen ohne Rücksicht auf die Kriterien des Kadersystems seit 1999 im Finanzsektor nachdrücklich gefordert. Besonders spektakulär war die Berufung von drei Führungskräften aus der Hongkonger Wertpapieraufsichtsbehörde SFC in die Leitung der CSRC: Zwei wurden zu CSRC-Cheberatern ernannt, im Februar 2001 wurde eine SFC-Führungskraft aber sogar zur regulären Stellvertretenden Vorsitzenden der CSRC ernannt (*Zhengquan shibao*, 13.2.2001). Es ist noch nicht abzusehen, inwieweit diese hochbezahlten "Fremdlinge" überhaupt in die Arbeit chinesischer Staatsorganisationen integriert werden können oder ob sie nicht vielmehr unlösbare Spannungen in ihr neues Umfeld hineinragen.

bungen ausgelöst. Dennoch wird die Glaubwürdigkeit der CSRC unter chinesischen Anlegern immer wieder in Zweifel gezogen. Was sind die institutionellen Ursachen für das Glaubwürdigkeitsdefizit der CSRC ?

## 5 Widersprüchliche politische Aufträge in der Aktienmarktaufsicht

In demokratischen Staaten ist die Schaffung neuer Regulierungsorgane, die außerhalb der regulären Regierung über umfassende Kompetenzen verfügen, angetrieben von einem Bedarf an erhöhter politischer Glaubwürdigkeit (beispielsweise zum Zwecke der Gewinnung von Investoren für Privatisierungsprogramme) oder aber von dem Wunsch nach einer Überwälzung der politischen Verantwortung für unpopuläre Maßnahmen auf das Regulierungsorgan. Die politische Führung in demokratischen Staaten nimmt deshalb nicht selten eine Schwächung des politischen Zugriffs auf wichtige Wirtschaftsbereiche in Kauf (Mueller/Pereira 2000: 1-3). Die chinesische Führung hingegen versucht beides miteinander zu vereinbaren: Sie versucht politische Glaubwürdigkeit im Aufbau von Wertpapiermärkten durch die Errichtung eines starken, formal eigenständigen Regulierungsorgans zu gewinnen. Andererseits aber wird die politische Kontrolle über die CSRC mit Hilfe der Aufsicht durch Organe der Kommunistischen Partei aufrechterhalten. In diesem Zwiegespalt zeigen sich markante Besonderheiten der Beziehungen, die sich zwischen politischer Führung und CSRC in der Regulierung des Wertpapierhandels herausgebildet haben. Die chinesische Wertpapieraufsichtskommission ist durch konfligierende Aufträge von Seiten der politischen Führung vor unlösbare Widersprüche gestellt, die die Glaubwürdigkeit und Effektivität der Wertpapierregulierung insgesamt schwächen.

Der übergeordnete wirtschaftspolitische Auftrag (1) für die CSRC besteht darin, eine bevorzugte Kapitalaufnahme zugunsten von Staatsunternehmen und eine Wertsteigerung von staatlichen Vermögenswerten (das heißt konkret: staatlichen Unternehmensanteilen) sicherzustellen. Mit dem Ziel der Konjunkturförderung kam seit 1999 noch ein zusätzlicher wirtschaftspolitischer Auftrag (2) hinzu: Die Stärkung des Vertrauens von Unternehmen und Verbrauchern in das Wirtschaftswachstum mit Hilfe steigender Aktienkurse und damit die Förderung der Investitions- und Konsumneigung. Diese wirtschaftspolitischen Aufträge begünstigten in der Praxis eine laxe Marktaufsicht, die Insidergeschäfte und Marktmanipulationen duldet, sofern das Marktwachstum dadurch gefördert wurde. Dadurch untergraben die wirtschaftspolitischen Vorgaben den offiziellen Regulierungsauftrag (3) der CSRC: die staatliche Kontrolle von Marktmanipulationen und Etablierung eines regelgeleiteten Marktwettbewerbs mit Hilfe strenger Regulierungsstandards. Um die Widersprüche zwischen den wirtschaftspolitischen Aufträgen und dem Regulierungsauftrag vor den Augen der Öffentlichkeit zu verbergen, unterliegt die CSRC in ihrer Regulierungspraxis einem weiteren – allerdings inoffiziellen und unausgesprochenen – Regulierungsauftrag (4): Negative Unternehmens- und Marktinformationen müssen auf ein möglichst geringes Maß beschränkt werden, um die Kontrolle über eine positive Wertentwicklung staatlicher Unternehmensanteile aufrechtzuerhalten. Dieser inoffizielle Auftrag geht allerdings nicht nur von zentralen und regionalen politischen Führungen und Regierungsstellen aus, sondern wird auch von den – finanziell

häufig ungesunden – börsennotierten Staatsunternehmen und den – als "Spielma-cher" in Kursmanipulationen aktiven – institutionellen Großanlegern gestützt: Kei-ner dieser Akteure hat ein Interesse an der Durchsetzung strenger Regulierungsstan-dards und an der öffentlichen Verbreitung negativer Unternehmens- oder Markt-infor-mationen.

Im Zusammenhang mit diesen Interessen stehen Wettbewerbsbeschränkungen, die in China von der staatlichen Aktienmarktregulierung Privatunternehmen (die bislang kaum eine Chance zur Kapitalaufnahme an der Börse in Konkurrenz zu Staatsbe-trieben haben) und privaten Informationsanbietern (die staatliche Nachrichtenagen-tur Xinhua besitzt mit ihren kommerziellen Ablegern eine dominierende Stellung im landesweiten Angebot von Kapitalmarktinformationen) auferlegt werden, wie auch Beschränkungen unabhängiger Kontrollmöglichkeiten durch die Rechtsprechung im Falle von Betrugsdelikten in Börsenzulassungsverfahren oder im Wertpapierhandel.

Letztlich kann sich die Kritik an Regulierungsdefiziten nicht an die Adresse der CSRC richten, sondern muss die Vorgaben der Partei- und Regierungsführung ein-beziehen: Die politische Führung hat der CSRC einen Regulierungskurs vorgegeben, der in erster Linie auf Marktwachstum gerichtet ist, nicht auf eine konsequente Durchsetzung strikter Regulierungsstandards. Außerdem ist die CSRC als staatlicher Schlüsselakteur in einem der lukrativsten Wirtschaftsbereiche erheblichem politi-schen Druck von Seiten mächtiger staatlicher und wirtschaftlicher Interessengruppen ausgesetzt. Und zwischen diesen Interessengruppen kann die CSRC bestenfalls vermitteln, sie kann sich aber nicht über sie hinwegsetzen. Auf der Ebene informel-ler Netzwerke zeigt sich darüber hinaus, dass das Personal auf den verschiedenen Ebenen der CSRC aufs Engste in inoffizielle politisch-wirtschaftliche Tauschbezie-hungen und Markteingriffe einbezogen ist (Heilmann 2001b). Die Einbindung des CSRC-Personals in vielschichtige Insider-Netzwerke schwächt die Geschlossenheit und Durchsetzungsfähigkeit der Aufsicht erheblich. Alle diese Umstände zusammen untergraben die Glaubwürdigkeit der CSRC als Regulierungsorgan.

## 6 Wandel der Regulierungsinstitutionen

Das Kernproblem der Aktienmarktregulierung in der VR China besteht darin, dass der Regulierer (CSRC) einem politischen Prinzipal (Zentralregierung) gegenüber verantwortlich ist, der ein unmittelbares Eigeninteresse an der Wertsteigerung staat-licher Unternehmensanteile hat und diesem Eigeninteresse das öffentliche Interesse am Aufbau eines regelgebundenen Aktienmarktes unterordnet. Da der politische Prinzipal im chinesischen Regierungssystem nicht nur die Macht hat, den Wettbe-werk zu beschränken, sondern auch noch negative Informationen unterdrücken kann, besitzt die politische Führung in China die Möglichkeit, den an den Börsen gehandelten Wert des staatlichen Eigentums aktiv zu beeinflussen (Gamble 2000).

In chinesischen Analysen besteht weithin Konsens darüber, dass es sich beim Akti-enmarkt der VR China um einen *zhengce shi* (zusammenfassend Wei Yahua 1999) handelt: um einen "policy-driven market", dessen Entwicklung von politisch-admini-strativen Regulierungsmaßnahmen und Ad-hoc-Eingriffen maßgeblich geprägt ist. Generell ist der Aktienmarkt zu einem Brennpunkt für die Interessen der mächtigs-

ten politischen und wirtschaftlichen Akteure geworden, die alle bestrebt sind, partikulare Verteilungsgewinne aus den von ihnen kontrollierten staatlichen Vermögenswerten zu beziehen. Der direkte Einfluss politischer Eingriffe auf die Kursentwicklung wird unter chinesischen Anlegern seit 1990 lebhaft diskutiert und lässt sich anhand einer Analyse der großen Wellen in der Entwicklung des Shanghaier Aktienindexes leicht nachweisen. Wechsel in der Regulierungspolitik erscheinen als der wichtigste Erklärungsfaktor für kurz- und längerfristige Auf- und Abwärtsbewegungen (Heilmann 2001a/b).

Das Regulierungsverständnis der CSRC hat allerdings in den letzten Jahren bemerkenswerte Veränderungen durchlaufen. Der in den Jahren 1995 bis 1999 maßgebliche Wertpapierregulierer, Zhou Zhengqing, hatte dezidiert die ideologische Linie vertreten, dass der Wertpapiermarkt in einem sozialistischen System primär den Staatsbetrieben, nicht den Anlegern zu dienen habe (*Zhengquan shibao*, 11.12.2000). Solche der Staatswirtschaft verhafteten Positionen treffen in jüngster Zeit auf deutliche Kritik. Zhou Xiaochuan, der gegenwärtige Leiter der CSRC, vertritt in offenem Gegensatz zu seinem Vorgänger die Auffassung, dass die CSRC ihren aus "planwirtschaftlichen Strukturen" hervorgegangenen Regulierungsstil ändern müsse und sich auf die Rolle eines neutralen "Schiedsrichters" im Wertpapiermarkt beschränken solle (*Renmin ribao*, 20.5.2000). Tatsächlich sind Anzeichen für einen grundlegenden Wandel in der Regulierungspraxis zu erkennen: weg von der administrativ-planwirtschaftlichen Aufsicht hin zu einer stärker auf die Marktnachfrage und die Bedürfnisse der Marktteilnehmer zugeschnittenen Aufsicht nach Hongkonger Vorbild. Die Aufnahme von erfahrenen Hongkonger Wertpapierregulierern in den Führungskreis der CSRC lässt sich als Signal für den Beginn eines Wandels der Regulierungsinstitutionen deuten, die nicht einmal vor dem bislang strikt aufrechterhaltenen leninistischen Kadersystem halt machen. Der aus der Hongkonger Wertpapieraufsichtskommission stammende Chefberater der CSRC formulierte prägnant, dass die seither praktizierte öffentliche Diskussion und administrative Regulierung des Aktienmarktes "im Stile von Kampagnen" für eine stetige Entwicklung des Marktes nicht günstig sei: Aktienmarktregulierung müsse kontinuierlich, abgewogen und leise vor sich gehen (*Zhongguo jingji shibao*, 16.2.2001).

Falls der Hongkonger Regulierungsstil an Boden gewinnen sollte, würden die wiederkehrenden Zyklen von "Normalmodus" (laxe Wertpapieraufsicht und Anheizen der Investitionsneigung, wenn Kursanstiege politisch gewünscht sind) und "Krisenmodus" der Regulierung (drastische Disziplinierungsmaßnahmen, falls größere Skandale und Marktüberhitzung auftreten) abgeschwächt werden. Der bislang dominierende Charakter eines "policy-driven market" würde gemindert. Ob sich aber ein solcher *entpolitisierter* Regulierungsstil im Kontext der politischen Ökonomie der VR China durchsetzen lässt, ist höchst fraglich und liegt jedenfalls nicht in der Entscheidungskompetenz der CSRC.

## 7 Antriebskräfte für institutionellen Wandel

Welche Antriebskräfte für einen umfassenderen institutionellen Wandel gehen von der Dynamik des Aktienmarktes aus? In diesem Abschnitt soll ein knapper Ausblick

auf Entwicklungen gegeben werden, die eine große Bedeutung für die weitere Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes gewinnen könnten: der Markteintritt neuer Akteure, Marktoffnung und internationaler Regulierungswettbewerb, Lernprozesse unter Aktienmarktregulierern sowie umfassendere politisch-konstitutionelle Veränderungen.

Eine entscheidende Frage nicht nur für die Entwicklung des Aktienmarktes, sondern auch für die Kräfteverhältnisse innerhalb der gesamten politischen Ökonomie Chinas werden die vermehrten Börsengänge von *privaten Unternehmen* sein, die für das Ende des Jahres 2001 angekündigt wurden. Der Zugang von privaten Firmen zur Kapitalaufnahme über den Aktienmarkt könnte dazu führen, dass die Qualität der börsennotierten Unternehmen in China sich erheblich verbessert und ganz neue Anreize für den Übergang von einem spekulationsorientierten zu einem investitionsorientierten Markt entstehen, der tatsächlich Kapital in produktive Bereiche lenkt.<sup>12</sup>

Bemerkenswert in der jüngsten Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes ist auch die aktiver Rolle, die von staatlichen und staatsnahen *Medien* in der öffentlichen Diskussion von Marktmanipulationen und Defiziten der Marktregulierung eingenommen wird. In keinem Bereich der chinesischen Politik wird so kontrovers öffentlich diskutiert wie über den Aktienmarkt und die Verantwortung der staatlichen Regulierung. Zwar ist eine unabhängige und pluralistische Börsenberichterstattung noch nicht in Sicht. Aber die öffentliche Börsendiskussion hat in den vergangenen zwei Jahren – auch dank des Internets, das als wichtige Plattform für die inoffizielle Meinungsbildung unter Börseninteressenten dient – eine bemerkenswerte Dynamik gewonnen.

Völlig neu ist das Auftreten von *Gerichten* als eigenständigen Akteuren am chinesischen Aktienmarkt. Gerichte spielen in der Fortentwicklung der Aktienmarktregulierung besonders in den USA und in Ökonomien, die vom britischen Common Law geprägt sind, eine zentrale Rolle. In China trat die Rechtsprechung Ende 2000 erstmals spektakulär in Erscheinung, als die CSRC gleich zwei Gerichtsverfahren vor Beijinger Gerichten verlor. Die Richter rügten Verfahrensmängel in der Prüfung eines Antrags auf Börsenzulassung und im Vorgehen gegen einen auf Wertpapiersachen spezialisierten Anwalt, dem die CSRC die Lizenz entzogen hatte (*Beijing qingnian bao*, 20.12.2000).

Weitreichende Auswirkungen auf die Entwicklung der Aktienmarktregulierung wird mit Sicherheit ein verstärktes Engagement *ausländischer Brokerhäuser und Investmentbanken* auf dem chinesischen Wertpapiermarkt mit sich bringen. Anfang 2001 existierten in Shanghai mehr als 30 Repräsentanzen ausländischer Wertpapierhäuser

---

12 Chinesische Fachleute sind allerdings skeptisch, ob neue marktorientierte IPO-Bestimmungen und die im Frühjahr 2001 offiziell angekündigte schrittweise Abschaffung des administrativen Quoten- und Genehmigungssystems die Chancen von Privatunternehmen auf einen Börsengang wirklich rasch verbessern werden. Nur wenige Privatunternehmen werden die neuen IPO-Bestimmungen mit Blick auf Unternehmensgröße und mehrjährig stabile Unternehmensergebnisse erfüllen können. Und die Auswahl von Börsenkandidaten wird auch weiterhin politisch beeinflussbar bleiben (*Zhengquan shichang zhoukan*, 28.3.2001).

und Fondsgesellschaften, die sich auf die schrittweise Öffnung des chinesischen Wertpapiermarktes vorbereiten und sich bemühen, chinesische Führungskräfte mit erstklassigen Kontakten in der Branche anzuwerben.<sup>13</sup> Da sich insbesondere amerikanische Investmentbanken in den letzten Jahren an wichtigen Wertpapiermärkten durch ein intensives Lobbying in Regulierungsfragen hervorgetan haben (Gottwald/Liedtke 2001), ist zu erwarten, dass das Auftreten dieser machtvollen Akteure auch in der VR China nicht ohne unmittelbare Auswirkungen auf die Spielregeln am Aktienmarkt bleiben wird.

Da die Sicherung internationaler Kapitalzuflüsse weltweit zu einem zentralen Inhalt staatlicher Wirtschaftspolitik geworden ist, geraten die vor internationaler Konkurrenz geschützten staatswirtschaftlichen Institutionen und Organisationen des Kapitalmarktes in China unter einen immer größeren Öffnungs- und Anpassungsdruck. Bislang war die VR China dem internationalen Regulierungswettbewerb kaum ausgesetzt, der sich auf die Schaffung kompetitiv günstiger Anlagentypen, effizienter Märkte und marktnaher Regulierung richtet. Mit der Entscheidung für einen WTO-Beitritt sind die Weichen für eine Einbindung Chinas in die internationalen Finanzmärkte gestellt worden, allerdings mit mehrjährigen Übergangsphasen (Shen Pei 2000; Burke 1999). Die von der chinesischen Regierung versprochene Öffnung des Kapitalmarktes birgt das aus den südostasiatischen Ländern bekannte Risiko, dass die Liberalisierungsmaßnahmen verfrüht durchgeführt werden, bevor adäquate rechtliche, administrative und informationelle Kapazitäten so fest etabliert sind, dass die erheblichen finanziellen und ökonomischen Risiken auf liberalisierten Kapitalmärkten eingedämmt werden können (Haggard 2000: 32). Allerdings erwarten viele China-Finanzfachleute, dass der Wertpapiermarkt einer der Bereiche sein wird, die von der chinesischen Regierung trotz eines Beitritts zur WTO mit am spätesten für ausländische Firmen geöffnet werden: Viele führende chinesische Funktionäre sind davon überzeugt, dass ausländische Investmentgesellschaften während der "Asienkrise" eine negative Rolle gespielt haben, die ihnen im Falle Chinas nicht zugestanden werden darf (*South China Morning Post*, 23.3.2001).

Im Zusammenhang mit dem Bedeutungszuwachs des Wertpapiermarktes müssen auch Fragen nach möglichen politisch-konstitutionellen Auswirkungen gestellt werden. Die massenhafte Beteiligung von Anlegern, die oft einen Großteil ihres Vermögens am Aktienmarkt einsetzen, führt unmittelbar zu Forderungen nach einem staatlichen Schutz von deren Eigentumsrechten. Tatsächlich ist der Ruf nach einer transparenten und fairen Regulierung wie auch allgemein nach politischer Rechen-

---

13 Obwohl die offiziell erlaubten Geschäftsaktivitäten zumindest bis zum WTO-Beitritt Chinas noch sehr begrenzt sind, haben einige internationale Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits die ersten Schritte zu Joint Ventures mit chinesischen Gesellschaften eingeleitet. Ausländische Finanzinstitute wählen häufig Umwege, um eine gute Startposition im chinesischen Wertpapiermarkt zu erlangen: Bereits jetzt betreuen insbesondere amerikanische Investmentbanken als Konsortialführer chinesische Staatsunternehmen bei IPOs an *außerchinesischen* Börsen. Darüber hinaus sind ausländische Gesellschaften an hochrangigen Beratungstätigkeiten bei der Restrukturierung des chinesischen Banken-, Wertpapier- und Versicherungswesens beteiligt. Vgl. den informativen Überblick über die Aktivitäten westlicher Finanzfirmen in: *Jiefang ribao*, 12.2.2001.

schaftspflicht angesichts unübersehbarer Marktmanipulationen in der chinesischen Börsendiskussion deutlich zu vernehmen. Hier könnten sich weitreichende Forderungen nach politischer Verantwortlichkeit und öffentlicher Kontrolle ergeben, die von handfesten ökonomischen – nicht von politisch-ideellen – Interessen an sicheren Eigentumsrechten ausgehen. Inwieweit es eine Wechselwirkung zwischen der Entwicklung von Aktienmärkten und Impulsen zur Demokratisierung gibt, könnte in der VR China noch zu einer äußerst wichtigen Frage werden, die auf die politisch-konstitutionellen Grundlagen der derzeitigen Herrschaftsordnung zielt.

## Literaturverzeichnis

- Allen, Linda (1997), *Capital Markets and Institutions: A Global View*, New York: John Wiley & Sons.
- Burke, Michael E. (1999), "China's Stock Markets and the World Trade Organization", Perkins Coie LLP, <http://www.perkinscoie.com/resource/intldocs/wto.htm>, Zugang am 15.8.2000.
- Chen, Baizhu/Dietrich, J. Kimbell/Feng, Yi (2000), *Financial Market Reform in China: Progress, Problems, and Prospects*, Boulder: Westview Press.
- CSRC (2000) (Hg.), *Zhongguo zhengquan qihuo tongji nianjian 2000* (China Securities and Futures Statistical Yearbook). Beijing: Zhongguo caizheng jingji chubanshe.
- Deng Xiaoping (1999), "Deng Xiaoping lun Zhongguo jinrong gaige wenti", in: *Zhongguo jinrong*, Oktober 1999, S.13-16.
- Dowdle, Michael William (2000), "Rule of Law and Civil Society: Implications of a Pragmatic Development", China Online Commentary, [http://www.chinaonline.com/commentary\\_analysis/intrelations/currentnews/secure/000214prag-S.asp](http://www.chinaonline.com/commentary_analysis/intrelations/currentnews/secure/000214prag-S.asp), Zugang: 24.11.2000.
- Eisner, Marc Allen/ Worsham, Jeff/ Ringquist, Evan (1996), "Crossing the Organizational Void: The Limits of Agency Theory in the Analysis of Regulatory Control", in: *Governance*, Vol.9, No.4, October 1996, S.407-428.
- Emerging Markets Committee, International Organization of Securities Commission [IOSCO] (1999), *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets (November 1999)*, Montreal: IOSCO.
- Gamble, William (2000), "It's All in the Family: Regulating the Stock Regulators", China Online ([www.chinaonline.com](http://www.chinaonline.com)), Commentary, 8. Dezember 2000.
- Gottwald, Jörn-Carsten/Liedtke, Dorian (2001), "Kapitalmarktreformen in Hongkong: Die Hongkonger 'Securities and Futures Bill' im Kräftefeld lokaler und globaler Finanzmarktakteure", Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.5, Juli 2001, unter <http://www.asienpolitik.de>.
- Haddock, David D. / Macey, Jonathan R. (1987), "Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation", in: *The Journal of Law and Economics*, Vol. 30, No.2, October 1987, S.311-352.
- Haggard, Stephen (2000), *The political economy of the Asian financial crisis*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Heilmann, Sebastian (1998), "Die neue chinesische Regierung: Abschied vom sozialistischen Leviathan?", in: *China aktuell*, März 1998, S.277-287.
- Heilmann, Sebastian (2000), *Die Politik der Wirtschaftsreformen in China und Russland*, Hamburg: Institut für Asienkunde.
- Heilmann, Sebastian (2001a), "Der chinesische Aktienmarkt (I): Staatliche Regulierung und instituitionaler Wandel", Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.3, May 2001, unter <http://www.asienpolitik.de>.
- Heilmann, Sebastian (2001b), "Der chinesische Aktienmarkt (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln", Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.4, May 2001, unter <http://www.asienpolitik.de>.
- Hertz, Ellen (1998), *The Trading Crowd. An Ethnography of the Shanghai Stock Market*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Institute of International Finance (2001), *Capital Flows to Emerging Markets*, January 24, 2001, Washington D.C. ([http://www.iif.com/PublicPDF/cf\\_0101.pdf](http://www.iif.com/PublicPDF/cf_0101.pdf)).
- IOSCO [International Organisation of Securities Commissions] (Hg.) (1998), *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Part II: The Regulator, Montreal: IOSCO 1998.

- Jiang, Ming (2001), "Gupiao shichang de 'guan shang goujie'" (Die Kollusion von Funktionären und Geschäftsläuten im chinesischen Aktienmarkt), in: *Guangjiaojing* (Hongkong), 2/2001, S.24-26.
- Kong, Zhangshen (1999), "Yanghang kuasheng she fenhang de qianqian houhou" (Vorgeschichte und Folgen der Gründung provinzenübergreifender Zweigstellen der Zentralbank), in: *Renmin ribao*, Beilage *Dadi* 2/1999, Nr. 86.
- Lee, Ruben (2000), *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford: Oxford University Press.
- Liu, Hongru (1999), "Jiang Zemin yu Zhongguo zaoqi gupiao shichang" (Jiang Zemin und Chinas Aktienmarkt in der Frühphase), in: *Caijing*, November 1999.
- Liu, Hongru (2000), "Zhongguo zhengjianhui chengli qianhou" (Vor und nach der Gründung der CSRC) (Artikelserie "Zhongguo di yi dai zhengquan ren huidao", Nr.3), in: *Caijing*, September 2000.
- Liu, Hongru (2001), "Gushi weihe bu yong 'Mei shi jianguan'" (Warum der chinesische Aktienmarkt nicht das US-Regulierungsmodell nutzt), in: *Yue Gang xinxibao*, 12.3.2001.
- Liu, Zhongli (2000), "ru shi' zhi hou de Zhongguo zhengquan shichang" (Der chinesische Wertpapiermarkt nach dem WTO-Beitritt), in: *Zhengquan shibao*, 2.6.2000.
- Mueller, Bernardo/Pereira, Carlos (2000), "Credibility and the Design of Regulatory Agencies in Brazil", paper prepared for the Annual Conference of the International Society for New Institutional Economics (ISNIE), Tübingen, September 2000.
- Pascutto, Ermanno (1999), "China's Securities Markets", in: *The Hong Kong Lawyer*, July 1999 (<http://www.hk-lawyer.com/1999-7/July99-37.htm>, Zugang 15.8.2000)
- Perotti, Enrico C./Oijen, Pieter van (1999), "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies", Working Paper No. 234, William Davidson Institute, University of Michigan, March 1999.
- Quanguo renda "zhengquanfa" qiciao xiaozu (1999), *Zhonghua renmin gongheguo zhengquanfa* (Das Wertpapiergesetz der VR China), Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe.
- Shen, Pei (2000), *WTO: Zhongguo zhengquan shichang mianlin de jiyu yu tiaozhan* (WTO: Chancen und Herausforderungen für den chinesischen Wertpapiermarkt), Beijing: Jingji kexue chubanshe,
- Staatsrat der VR China, Kanzlei (1998), "Guowuyuan bangongting guanyu yinfu Zhongguo zhengquan jiandu guanli weiyuanhui zhineng peizhi, neishe jigou he renyuan bianzhi guiding de tongzhi" (Zirkular der Kanzlei des Staatsrats über den Druck und die Verbreitung der Bestimmungen über Kompetenzzuweisung, interne Organe und Stellenplan der Chinesischen Wertpapieraufsichtskommision), abgedruckt in: *ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen* (2000), fünfter Band, S.17-21.
- Standard & Poor's (Hg.) (2000), *Emerging Stock Markets Factbook 2000*, New York: Standard & Poor's.
- Standard Chartered Bank (2000), *Stock Market Reform in China* (Research Report, 24.8.2000), Hongkong: Standard Chartered Bank.
- Tu, Guangshao (Hg.) (2000), *Shichang jianguan* (Marktaufsicht). Shanghai: Shanghai renmin chubanshe.
- Wang, Jian/Yu, Guogang/Xia Bin (2000), "Shen jiaosuo zui chu suiyue" (Die Gründungszeit der Börse Shenzhen) (Artikelserie "Zhongguo di yi dai zhengquan ren huidao", Nr.5), in: *Caijing*, November 2000.
- Wang, Lianzhou/Li, Cheng (2000), *Fengfeng yuyu zhengquanfa* (Die Turbulenzen des Wertpapiergesetzes), Shanghai: Sanlian shudian.
- Wei, Wenyuan (2000), "Shang jiaosuo de chuchuang suiyue" (Die Gründungszeit der Shanghaier Börse) (Artikelserie "Zhongguo di yi dai zhengquan ren huidao", Nr.1), in: *Caijing*, Juli 2000.
- Wei, Yahua (1999), *Zhongguo gushi: zhengce shi* (Der chinesische Aktienmarkt: Ein von politischen Eingriffen geprägter Markt), Beijing: Zhongguo duiwai fanyi chuban gongse.
- Yan, Haiwang (1998) (Rede vom 9.11.1998), "Qieshi jiaqiang jinrong xitong Dang de jianshe wei jinrong gaige he fazhan tigong jianqiang de zuzhi baozheng" (Konsequent den Parteiaufbau im Finanzsystem verstärken und eine feste organisatorische Garantie für die Reform und Entwicklung des Finanzwesens geben), in: *ZK-Finanzarbeitskommission*, Organisationsabteilung 1999: 1-9.
- Yao, Chengxi (2000), *Stock Market and Futures Market in the People's Republic of China*, Hong Kong: Oxford University Press.
- Yi, Hao (2000), "Shei lai jianguan Zhongguo zhengjianhui?" (Wer beaufsichtigt eigentlich Chinas Wertpapieraufsichtskommision?), in: *Dongxiang* (Hongkong), 8/2000, S.35-37.
- Zhang, Zhixiong (2000), "Zhengquanfa' chutai: bu wei renzhi de neiqing" (Unbekannte Interna der Verabschiedung des Wertpapiergesetzes), in: *Caijing*, Juli 1999.
- Zheng, Zhenlong et al. (2000), *Zhongguo zhengquan fazhan jianshi* (Kurze Geschichte der Wertpapierentwicklung in China), Beijing: Jingji kexue chubanshe.
- Zhongguo jinrong tongji 1997-1999* (2000) (Statistiken zum chinesischen Finanzwesen), Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe.

- Zhongguo tongji nianjian* (2000) (Statistisches Jahrbuch Chinas), Beijing: Zhongguo tongji chubanshe.
- ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (2000) (*Zhongyang jinrong jilü jiancha gongzuo weiyuanhui/ jianchabu zhu jinrong xitong jianchaju*) (Hg.), *Jinrong xitong zhifa zhiji wenjian huibian* (Sammlung von Dokumenten zu Gesetzesvollzug und Disziplinarvollzug im Finanzsystem). Erster Band: Dokumente der Jahre 1979 – 1992; zweiter Band: Dokumente der Jahre 1993-1994; dritter Band: Dokumente der Jahre 1995-1996; vierter Band: Dokumente der Jahre 1997; fünfter Band: Dokumente der Jahre 1998, Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe (nur zur internen Zirkulation).
- ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung (1999) (*Zhongyang jinrong gongwei zuzhibu*) (Hg.), *Dang de zuzhi gongzuo shiyong shouce* (Praxishandbuch für die Organisationsarbeit der Kommunistischen Partei), Beijing: Zhonggong zhongyang dangxiao chubanshe (nur zur internen Zirkulation).