



**Center for East Asian and Pacific Studies
Trier University, Germany
China Analysis No.3 (May 2001)**

**Der Aktienmarkt der VR China (I):
Staatliche Regulierung und
institutioneller Wandel**

von

Sebastian Heilmann

**Professor für Regierungslehre
Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier**

**Center for East Asian and Pacific Studies
Research Group on Securities Regulation
Trier University, FB III
54286 Trier, Germany
E-mail: heilmann@uni-trier.de**

Übersicht 1

Allgemeine Überblicksdaten zum chinesischen Aktienmarkt

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gesamtzahl der börsennotierten Unternehmen	10	14	53	183	291	323	530	745	851	949	1.088
- nur als A-Aktien notiert	10	14	53	140	227	242	431	627	727	822	955
- nur als B-Aktien notiert	0	0	0	6	4	12	16	25	26	26	28
- zugleich als A- und B-Aktien	0	0	18	34	54	58	69	76	80	82	86
- zugleich als A- und H-Aktien	0	0	0	3	6	11	14	17	18	19	19
Börseneinführungen pro Jahr	10	4	39	130	108	32	207	215	106	98	139
In Hongkong notiert (H-Aktien) insgesamt	0	0	0	6	15	18	25	42	43	46	52
In New York notiert („N“-Aktien)	--	--	--	1	3	4	5	9	10	10	13
In London notiert	--	--	--	--	--	--	--	2	2	2	3
In Singapur notiert	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1	1
Registrierte Anlegerdepots in Shanghai und Shenzhen (Tsd.)	k.A.	367	2.167	7.777	10.590	12.425	23.070	33.330	39.110	44.810	57.970
Mitglieder der Börsen Shanghai und Shenzhen	k.A.	44	348	907	1.046	1.085	1.066	840	659	628	632

Angaben jeweils für das Jahresende.

© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Übersicht 2

Marktkapitalisierung und Handelsvolumen

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Marktkapitalisierung insgesamt (Mrd. Yuan RMB)	10,9	104,8	353,1	369,1	347,4	984,2	1752,9	1950,6	2647,1	4809,1
Marktkapitalisierung insgesamt (Mrd. US\$)**	2,01	18,27	60,88	43,63	41,86	118,58	211,19	235,01	319,70	580,81
Marktkapitalisierung als Anteil am BIP (%)	0,5	3,93	10,20	7,89	5,94	14,50	23,44	24,52	31,82	53,79*
Marktkapitalisierung handelbarer Aktien (Mrd. Yuan RMB)	4,1	21,8	86,2	96,9	93,8	286,7	520,4	574,6	821,4	1608,8
Marktkapitalisierung handelbarer Aktien (Mrd. US\$)**	0,76	3,79	14,86	11,45	11,30	34,54	62,70	69,23	99,20	194,30
Marktkapitalisierung handelbarer Aktien als Anteil am BIP (%)	0,19	0,82	2,49	2,06	1,60	4,22	6,96	7,22	9,87	17,99*
Aktienhandelsumsatz (Mrd. Yuan RMB)	k.A.	68,1	366,7	812,8	403,6	2133,2	3072,2	2354,4	3132,0	6082,7
Aktienhandelsumsatz (Mrd. US\$)**	k.A.	11,84	63,22	96,08	48,63	257,01	370,14	283,66	378,26	734,63

Angaben jeweils für das Jahresende. * Berechnet nach offiziellen, aber noch unkonsolidierten BIP-Angaben für das Jahr 2000.

** Berechnet zu offiziellen Kursen (Yuan RMB je US\$): 1991: 5,43. 1992: 5,75. 1993: 5,80. 1994: 8,46. 1995-1998: 8,30. 1999-2000: 8,28.

© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Übersicht 3

Kapitalaufnahme am chinesischen Aktienmarkt nach Emmissionsvarianten

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	<i>Insgesamt 1991-99</i>	2000
Kapitalaufnahme (Mrd. Yuan RMB)	0,5	9,41	37,55	32,68	15,03	42,51	129,38	84,15	94,46	445,66	210,30*
- durch Erstauss- gabe von A- Aktien	0,5	5,0	19,48	4,96	2,27	22,45	65,51	44,31	57,26	221,73	97,89*
- durch Erst- ausgabe von B-Aktien	--	4,41	3,81	3,83	3,34	4,72	8,08	2,56	0,38	31,11	1,41*
- durch Erstauss- gabe H-/N- Aktien	--	--	6,09	18,87	3,15	8,36	36,00	3,80	4,72	80,98	56,22*
- durch Kapital- aufstockung mittels A-/B- Aktien	--	--	8,16	5,02	6,28	6,99	19,80	33,50	32,10	111,84	51,95*

Angaben jeweils für das Jahresende. * Vorläufige, noch unkonsolidierte Angaben der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (CSRC).
© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Übersicht 4

Die Börsen Shanghai und Shenzhen im Vergleich

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
In Shanghai / Shenzhen notierte Unternehmen	8/2	8/6	29/24	106/77	171/120	188/135	293/237	383/362	438/413	484/465	572/516
Börsenindex Shanghai	100,0 (19.12)	292,8	780,4	833,80	647,9	555,3	917,0	1194,1	1146,7	1366,6	2073,5
Indexveränderung Shanghai in %	--	+193 %	+267 %	+7 %	-22 %	-14 %	+65 %	+30 %	-3 %	+19 %	+52%
Börsenindex Shenzhen	--	--	241,2	238,27	140,63	113,24	327,45	381,29	343,85	402,18	635,73
Indexveränderung Shenzhen in %	--	--	--	-1%	-41%	-19%	+189%	+16%	-10%	+17%	+58%
KGV*A-Aktien, Shanghai [B-Aktien]	k.A.	k.A.	k.A.	42,48	23,45	15,70	31,32	39,86	34,38	38,13 [10,05]	59,14 [25,23]
KGV*, A-Aktien, Shenzhen [B-Aktien]	k.A.	k.A.	k.A.	42,69	10,28	9,46	35,42	41,24	32,31	37,56 [10,38]	58,75 [13,06]
Anlegerdepots Shanghai (Mio.)	k.A.	insges. 0,367	insges. 2,167	4,24	5,75	6,85	12,08	17,13	19,99	22,81	insges. 57,97
Anlegerdepots Shenzhen (Mio.)	k.A.			3,54	4,84	5,57	10,99	16,20	19,12	22,01	

Angaben jeweils für das Jahresende. *KGV: Kurs-Gewinn-Verhältnis.

© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Der Aktienmarkt der VR China: Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel

- 1 **Besonderheiten der Regulierung von Aktienmärkten**
- 2 **Formale Institutionen der Aktienmarktregulierung in der VR China**
 - 2.1 Das chinesische Regulierungsdilemma
 - 2.2 Entwicklungsphasen der Aktienmarktregulierung: Von dezentralen Märkten zu zentralisierter Aufsicht
 - 2.2.1 Die Frühphase bis 1992: Spontane Marktkräfte und lückenhafte Regulierung
 - 2.2.2 Die zweite Phase 1993-1997: Kompetenzkonflikte zwischen alten und neuen Regulierungsorganen
 - 2.2.3 Die dritte Phase seit 1997/98: Zentralisierung im Zeichen der „Asienkrise“
 - 2.3 Politische Finanzaufsicht: Parteikontrolle und die ZK-Finanzarbeitskommission
 - 2.4 Administrative Aufsicht: Die Staatliche Wertpapieraufsichtskommission (CSRC)
 - 2.5 Widersprüchliche politische Aufträge in der Aktienmarktaufsicht
- 3 **Zur politischen Ökonomie der Aktienmarktregulierung in China**
 - 3.1 *Zhengce shi*: Chinas durch politisch-administrative Eingriffe geprägter Aktienmarkt
 - 3.2 Leistungen und Defekte der staatlichen Aktienmarktaufsicht
 - 3.3 Segmentierte Staatskapazität und „regulatory capture“
 - 3.4 Antriebskräfte für institutionellen Wandel in der Aktienmarktregulierung

„Wir müssen die unsichtbare und die sichtbare Hand gleichermaßen einsetzen“

无形的手和有形的手都要用

Zhou Zhengqing, ehemaliger Leiter der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission der VR China (*Zhengquan Shibao*, 11.12.2000)

Einleitung

Diese Studie widmet sich Fragen der Aktienmarktregulierung 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.¹ Entgegen dem globalen Trend verzeichneten die 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.²

In der VR China war der Aktienhandel aus ideologischen und politischen Gründen anfangs heftig umstritten, da es sich um ein systemfremdes Element in einem sozialistischen Wirtschaftssystem

¹ 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\$.

² Diese Angabe umfasst Portfolio-Investitionen und Kredite, siehe Institute of International Finance 2001.

handelte. Schon Mitte der neunziger Jahre aber wurde deutlich, dass viele politische und wirtschaftliche Akteure – von staatlichen Industriebetrieben über Staatsbanken bis hin zu Regierungsstellen aller Ebenen – ein starkes Interesse an diesem neuen Instrument der Kapitalbeschaffung gewannen. Der Wertpapiermarkt wurde zum Brennpunkt scharfer Rivalitäten um Regulierungskompetenzen und Zugangsrechte zum Börsenhandel. Seit 1997/98 sind unter dem Eindruck der „Asienkrise“ umfassende Veränderungen im chinesischen Banken-, Wertpapier- und Versicherungswesen in Gang gekommen, die mit dem bevorstehenden WTO-Beitritt Chinas in eine schrittweise Öffnung des chinesischen Kapitalmarktes münden sollen. Da in westlichen Sprachen bislang nur sehr wenige tieferegehende Studien zur politischen Ökonomie des chinesischen Aktienmarktes vorliegen, besteht hier ein erheblicher Informations- und Analysebedarf.

Die staatliche Aktienmarktregulierung in der VR China soll 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 mit den in der VR China weiterhin vorherrschenden Mitteln der leninistischen Parteikontrolle³ gelingen, eine wirkungsvolle, Wettbewerb und Wachstum fördernde Regulierung von Aktienmärkten zu etablieren? Welche Antriebskräfte für den institutionellen Wandel lassen sich erkennen?

Der erste Abschnitt widmet sich allgemeinen Besonderheiten der Regulierung von Aktienmärkten. Im zweiten Abschnitt wird die Entwicklung der formalen Institutionen der Aktienmarktregulierung anhand neuester verfügbarer Quellen untersucht, während der dritte Abschnitt sich mit den informellen Tauschregeln befasst, die in den Beziehungen zwischen wichtigen Marktakteuren hervortreten. Den Abschluss bilden im vierten Abschnitt zusammenfassende Überlegungen zu den politischen und ökonomischen Besonderheiten, die für die Aktienmarktregulierung in der VR China kennzeichnend sind.

1 Besonderheiten der Regulierung von Aktienmärkten

Der Begriff Regulierung bezeichnet die staatliche Aufsicht über Marktakteure und umfasst staatliche Regelsetzung, Regelüberwachung und Regeldurchsetzung sowie die Sanktionierung von Regelverstößen. Vier Grundmodi der staatlichen Marktregulierung lassen sich in der gegenwärtigen Regulierungsdiskussion herausarbeiten:

- (1) die administrativ-obrigkeitliche, „harte“ Regulierung, die sich auf die hierarchisch-geschlossene Autorität staatlicher Organisationen gründet (Nee 2000);
- (2) die konsultativ-kooperative, „weiche“ Regulierung („embedded regulation“), die sich auf Verhandlungen sowie partnerschaftliche Regelsetzung und Regelanwendung zwischen Regulierern und Regulierten stützen soll (Sparrow 2000).
- (3) die Selbstregulierung durch Marktakteure, die auf Marktwissen, Reputationsbedarf und interne Risikokontrollen der Marktteilnehmer zurückgreift und mit der die Kosten der Regulierung gesenkt werden sollen (Allen 1997: 149);
- (4) die „Regulatory Capture“, mit der es zu einer Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch dominierende Marktakteure kommt (Laffont/Tirole 1991).

³ Als leninistische Institutionen politischer Kontrolle werden das System der Parteiorgane in allen Bereichen von Staat, Wirtschaft und Gesellschaft, die Unterordnungsverhältnisse in einer Hierarchie von Parteiorganen, die Regeln der Kaderpolitik, Kaderdossiers und Kaderrekrutierung (Nomenklatura-System), die Methoden einer nicht-justiziellen Disziplinaraufsicht, politische Schulungen etc. bezeichnet, die sich als hierarchische Kontrollinstrumente nach von Lenin entwickelten Grundprinzipien der Kaderpartei in kommunistischen Parteistaaten etablierten. Dass diese Institutionen eine große Bedeutung für die Regulierung auch des Aktienmarktes besitzen, wird in den Abschnitten 2.2-2.4 dargelegt.

In der Regulierungspraxis existieren die verschiedenen Modi häufig nebeneinander, allerdings je nach politisch-ökonomischem Regulierungskontext in sehr unterschiedlicher Gewichtung und Ausprägung. In Übersicht 5 sind jedem Grundmodus die entsprechenden Regelsetzungs- und Koordinationsprinzipien, Hauptakteure, verhaltensleitenden Regeln, Erfolgskriterien und Sanktionen bei Regelverletzung zugeordnet.

Übersicht 5: Grundmodi der Marktregulierung

	(1) Administrativ-obrigkeitliche Regulierung („Harte“ Regulierung „per Dekret“)	(2) Konsultativ-kooperative Regulierung („weiche“, „responsive“ Regulierung, „embedded regulation“)	(3) Selbstregulierung durch Marktakteure (gestützt auf Marktwissen, Reputationsbedarf und interne Risikokontrolle der Marktteilnehmer)	(4) „Regulatory Capture“ (Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch dominierende Marktakteure)
Regelsetzungs- und Koordinationsprinzipien	Hierarchische, staatliche Autorität	Verhandlungen zwischen Staats- und Marktakteuren	Freiwillige, auf Eigeninteresse gestützte Selbstkontrolle	Markt- und Verhandlungsmacht der Marktakteure
Akteure	Bürokratische Organisationen	Bürokratische Organisationen und Vielzahl von Marktakteuren	Mitgliederorganisationen (Verbände, auch Börsen)	Dominierende Marktakteure
Verhaltensleitende Regeln	Gesetze, Rechtserlasse	Konsens, Kompromiss, institutionelle Anreize	Konsens, Kompromiss, Mehrheiten	Kooperations- und Domestizierungsanreize für staatliche Akteure (Branchen-„Bruderschaften“, „revolving door“, Sonderzuwendungen etc.)
Erfolgskriterien	Durchsetzung nach dem Wortlaut	Förderung der Marktentwicklung	Durchsetzung von Mitgliederinteressen	Durchsetzung von Partikularinteressen
Sanktionen bei Regelverletzung	Staatliche Strafen (Geldbußen, Entzug von Geschäfts- und Arbeitslizenzen, Freiheitsstrafen etc.)	Verlust von Mitspracherechten, Rückkehr zu obrigkeitlicher Regulierung, staatliche Strafen	Reputationsverlust, Kooperationsverweigerung, Branchenausschluss / Lizenzentzug	Entzug der nicht-monetären und monetären Unterstützung für Regulierungsakteure

Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Die Finanzmarktregulierung gehört nach Einschätzung der Weltbank zu den Staatsfunktionen, die eine mittlere bis große Staatskapazität erfordern (World Bank 1997: 27). Börsen werden häufig zu den besonders „freien“ Märkten gerechnet.⁴ In der Realität aber spielt die staatliche Regulierung gerade für das Funktionieren von Wertpapiermärkten in „emerging markets“ eine besonders wichtige Rolle: „... a country must have the institutional capacity to make rules, implement those rules, and ensure compliance with the rules“ (Morgenstern 2000: 2-3). Dem Banken- und Wertpapiersystem in solchen noch jungen Märkten werden als zentrale Funktionen zugeschrieben:

- inländische Spareinlagen durch solide und diversifizierte Investitionsmöglichkeiten zu mobilisieren,
- Kapital in produktive Investitionsbereiche zu lenken,
- den Zugang zu Kapital für kleine und mittlere Unternehmen auszuweiten,

⁴ Stiglitz (1998: 1-2) weist auf eine grundlegende Paradoxie in der öffentlichen Wahrnehmung von Wertpapiermärkten hin: “Governments play a large role in all of the most successful financial markets. Wall Street, the international emblem of free markets, is one of the most highly regulated markets in the United States.”

- den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten für die besten örtlichen Unternehmen zu ermöglichen und
- Finanzdienstleistungen auch für die ärmeren Teile der Gesellschaft zugänglich zu machen.

Die international revolutionäre Entwicklung im Bereich der Informationstechnologie und der Finanzdienstleistungen macht die Modernisierung der Finanzmärkte zu einem vordringlichen Thema für alle Länder, da die Furcht nicht nur vor einer „Digitalen (Technologie-)Kluft“ (*digital divide*), sondern auch vor einer „Kapitalkluft“ (*capital divide*) mit dem Risiko einer Marginalisierung in den internationalen Finanzströmen umgeht (Morgenstern 2000). Die erforderliche möglichst rasche Errichtung von Kapitalmarktinstitutionen, die internationalen Anforderungen genügen, überfordert jedoch die politischen und privaten Akteure in den meisten Staaten. Denn der Aufbau moderner Kapitalmarktinstitutionen erfordert nicht nur organisatorische und technische Kapazitäten sowie eine an strikten Kriterien ausgerichtete staatliche Regulierung, sondern auch grundlegende Lernprozesse und Verhaltensänderungen unter Regulierern und Marktteilnehmern.

Speziell für die Regulierung des Wertpapiermarktes hat die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtskommissionen (IOSCO 1998) drei international gültige Grundprinzipien festgelegt:

- erstens den Schutz der Anleger,
- zweitens Fairness, Effizienz und Transparenz des Marktes,
- drittens die Reduzierung systemischer Risiken.

Eine der wichtigsten Antriebskräfte für die Aktienmarktregulierung ist die Eindämmung der dem Aktienmarkt eigenen Informationsasymmetrien, die Unternehmensinsider wie auch Marktinsider (Broker, Fondsmanager, Analysten etc.) begünstigen. Diese allgemeinen Zielsetzungen der Aktienmarktregulierung sind auch im chinesischen Kontext akzeptiert. Weniger eindeutig ist die Akzeptanz des detaillierten Katalogs der Grundfunktionen und –kompetenzen der Wertpapieraufsicht, den die IOSCO aufgestellt hat. Darunter finden sich Forderungen nach einer „operativen Unabhängigkeit“ der Regulierungsbehörden gegenüber „externen politischen oder geschäftlichen Eingriffen“, öffentliche Rechenschaftspflicht, Unabhängigkeit gegenüber Brancheninteressen und gerichtliche Überprüfungsmöglichkeiten für Entscheidungen des Regulierers (IOSCO 1998: 2).

Die konventionelle – inzwischen vielfältiger Kritik ausgesetzte – Regulierungsstruktur (Lee 2000) auf den Aktienmärkten besteht aus fünf Ebenen: Regierung, Aufsichtskommission, Börse, Intermediäre und Investoren. Formal gilt an den meisten Aktienmärkten weiterhin ein hierarchisch-obrigkeitlicher Regulierungsmodus: Regulierungsziele werden festgelegt, Regulierungsinstrumente zur Durchsetzung dieser Ziele spezifiziert, schließlich werden die zuvor festgelegten Ziele möglichst nahe an der Vorgabe umgesetzt.

In der Realität aber ist die Regulierung von Aktienmärkten häufig durch einen konsultativen und responsiven Regulierungsmodus gekennzeichnet: Zwischen Regulierern und Regulierten findet eine beständige gegenseitige Interessenvermittlung statt, die einerseits der gemeinsamen Entwicklung und Durchsetzung von Regulierungsvorgaben, andererseits dem Ausgleich von Interessenkonflikten zwischen konkurrierenden Marktakteuren dient:

„To keep pace, regulatory bodies cannot purely be in the position of enforcing regulations or even interpreting them. The dynamic nature of modern [securities] markets demands continual liaison and communication between the regulators and the regulated. Regulatory bodies have to continually keep ahead of the market, with a level of expertise that at least matches that of market participants“ (Brown 2000: 5).

Das Tempo des Wandels auf den Kapitalmärkten übertrifft bei weitem die Geschwindigkeit des formalen Gesetzgebungsprozesses durch übergeordnete politische Akteure. Deshalb fallen viele grundlegende Regulierungsentscheidungen letztlich den jeweiligen Regulierungsbehörden zu, die hierbei auf die Expertise der Marktakteure angewiesen sind. Eisner/Worsham/Ringuist (1996: 421) beschreiben die Tätigkeit von Regulierungsbehörden treffend als „zeitintensiven Suchprozess“: Die

Behördenleiter versuchen einerseits, durch die Tätigkeit ihrer Behörde eine möglichst große Zahl von übergeordneten politischen Akteuren in der Regierung (die oft widersprüchliche Interessen verfolgen) zufriedenzustellen. Andererseits bemühen sie sich, das Behördenpersonal auf bestimmte Regulierungsprioritäten einzuschwören; diese Prioritäten aber treffen auf sehr unterschiedliche karrierebezogene, politische und professionelle Orientierungen unter dem Personal und erfahren entsprechende Veränderungen in der administrativen Praxis. Hinzu kommen mindestens genauso vielschichtige formale und informelle Beziehungen der übergeordneten politischen Akteure bzw. der Regulierer mit den Marktakteuren in der zu regulierenden Branche.

Der auf Aktienmärkten verbreitete konsultative Regulierungsstil birgt ein erhöhtes Risiko der „regulatory capture“ in sich: der Vereinnahmung der Regulierer für die Partikularinteressen der Regulierte. Wenger (1996) schätzt das Kapitalmarktrecht insgesamt als besonders anfällig für die Vereinnahmung und das „rent-seeking“ durch mächtige Marktakteure ein. Es gebe „kaum ein Rechtsgebiet..., wo, im Falle einer gezielten Einflussnahme auf Gesetzgebung und Rechtsprechung günstigere Bedingungen für eine gemeinschädliche Durchsetzung von Sonderinteressen herrschen“:

„Da [die wichtigsten Kapitalmarktakteure] laufend untereinander in Kontakt stehen und sich, auf wechselseitiger Basis auf Einhaltung der Gruppennormen überwachen können, sind sie leicht organisierbar. Zudem konzentriert sich bei ihnen die Verfügungsgewalt über gigantische Kapitalsummen; daraus können anteilmäßig unbedeutende und dennoch im wahrsten Sinne des Wortes überwältigend hohe Beträge an Politiker, Ministerialbeamte Angehörige von Aufsichtsbehörden, Journalisten, Wissenschaftler, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und Richter abgezweigt werden, ohne dass im Einzelfall eindeutige Zusammenhänge zwischen Mittelvergabe und Zweckerreichung hergestellt werden können. Gleichzeitig verteilen sich die Nachteile eines ineffizienten Kapitalmarktrechts auf eine große Gruppe von Anlegern, die zur Gegenwehr oft schon deshalb nicht imstande sind, weil sie gar nicht durchschauen, mit welchen Mechanismen die Erträge ihrer Ersparnisse geschmälert werden“ (Wenger 1996: 426-427).

Unter diesen Umständen sei zu erwarten, dass das Kapitalmarktrecht „weniger als jede andere Rechtsmaterie aus der Perspektive des Gemeinwohls formuliert und angewendet“ werde (Wenger 1996: 427). Haddock und Macey (1987: 319) stützen in ihrer Studie des Insiderhandels diese Einschätzung: Der Effekt von Regulierungsmaßnahmen auch am Aktienmarkt bestehe darin, dass Einkommenschancen umverteilt werden – von schwach organisierten, „diffusen“ Gruppen auf solche Gruppen, die sich zur Einflussnahme auf die Regulierung organisieren.

Die Vereinnahmung staatlicher Regulierer durch die Regulierte wird durch weltweit zu beobachtende Phänomene wie etwa die „Drehtür“ oder „Fachbruderschaften“ zwischen Regierungsbehörden und regulierten Firmen begünstigt. Das Regulierungspersonal pflegt gewöhnlich einen „weichen“, „verständnisvolleren“ Umgang mit den Regulierten, um nicht die Perspektiven für eine spätere berufliche Tätigkeit oder Beraterfunktion für ein Unternehmen zu zerstören. In der Wertpapierbranche sind besonders häufig Wechsel von staatlichen Regierungsorganen (mit vergleichsweise geringen Gehältern und Aufstiegsmöglichkeiten) in kommerzielle Unternehmen (mit hohen Gehältern und hohem Personalbedarf) zu beobachten („revolving door“). Persönliche und professionelle Beziehungen („Fachbruderschaften“) zwischen den Branchenspezialisten in Regierungsbehörden und regulierten Unternehmen führen dazu, dass eine aggressive Durchsetzung der Regulierungsvorgaben kaum zu erwarten ist. Außerdem können die Regulierte mit den Regulierern übereinkommen, dass Konflikte über die Branchenregulierung nicht mehr in der Öffentlichkeit ausgetragen werden, um dem Regulierungsorgan Eingriffe übergeordneter politischer Akteure oder öffentliche Kritik zu ersparen. Darüber hinaus gibt es natürlich das übliche Arsenal von direkter und indirekter Bestechung von Schlüsselakteuren in der jeweiligen Regierungsbehörde (Laffont/Tirole 1991:1090-91).

In den folgenden Analysen zur Regulierungspraxis auf dem chinesischen Aktienmarkt werden wir in besonderen Ausprägungen viele der Phänomene wiederfinden, die aus der internationalen Regu-

lierungsdiskussion bekannt sind: insbesondere einen offiziell administrativ-obrigkeitlichen Regulierungsmodus, der realiter aber durch einen konsultativen oder gar kollusiven Regulierungsstil aufgelockert wird – mit den daraus folgenden Risiken einer Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch die Marktakteure.

2 Staatliche Aktienmarktregulierung in der VR China

2.1 Das chinesische Regulierungsdilemma

Die Duldung und Förderung von Wertpapiermärkten war gleich nach dem Anlaufen erster lokaler Experimente ein Gegenstand politischer und ideologischer Kontroversen in der chinesischen Führung, da es sich um ein *xinsheng shiwu*, das heißt einen neu entstandenen Regulierungsbereich jenseits der althergebrachten sozialistischen Ökonomie handelte. Im sozialistischen Verständnis stellte das Finanzsystem einen passiven Kanal dar, um Investitionen in politisch ausgewählte Bereiche der Staatswirtschaft zu lenken (wie wir sehen werden, wirkt dieses Grundverständnis in einem völlig veränderten Kontext auch heute noch nach). Erst Deng Xiaopings Plädoyer für ein offenes Experimentieren mit Wertpapiermärkten während seiner Südchinareise Anfang 1992 dämmte grundlegende ideologische Kontroversen ein:

„Was Wertpapiere und Aktienmarkt angeht – sind diese Dinge gut oder schlecht, sind sie gefährlich oder nicht, handelt es sich um Dinge, die nur zum Kapitalismus passen, oder kann man sie auch im Sozialismus nutzen? Uns ist es erlaubt, das zu beobachten, aber auf einer dezidiert experimentellen Basis. Wenn wir beobachten, dass es richtig ist, praktizieren wir es ein oder zwei Jahre lang und geben es dann frei [zur allgemeinen Anwendung]. Wenn es sich als falsch erweist, korrigieren wir es, beenden es einfach. Und wenn wir es beenden, dann können wir das schnell oder langsam tun, und wir können auch einige Elemente davon weiterführen. Warum Angst haben? Wenn wir uns an ein solches [experimentierendes] Vorgehen halten, dann ... werden wir keine großen Fehler machen (Deng Xiaoping 1999: 15).

Dennoch wurden immer wieder politisch-ideologische Zweifel an der Vereinbarkeit von Aktienmärkten mit einem sozialistischen System 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“.⁵ Seitdem drehen sich die Auseinandersetzungen um die Ziele und Standards der Regulierung des Aktienmarktes, nicht mehr um die Existenz des Aktienmarktes an sich.

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. Kurz: Private Kapitalmittel wurden auf dem Wege des Aktienmarktes der Kontrolle und Verfügung durch staatliche Stellen und damit auch der Rentenabschöpfung durch staatliche Akteure unterworfen. Der von politischen Kalkülen geprägte Charakter des Aktienmarktes zeigt sich auch in einer scharfen Segmentierung in separate Märkte für unterschiedliche Aktientypen (siehe Übersicht 6). 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 Aktien-

⁵ Zu ideologischen Auseinandersetzungen um den Wertpapiermarkt in China vgl. die Hinweise in einem ausführlichen Interview mit dem 1995-2000 führenden Wertpapierregulierer Zhou Zhengqing in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000.

marktes ist denn auch ein in erster Linie binnenwirtschaftliches Phänomen. Ausländische institutionelle und private Investoren spielten bislang nur eine geringe Rolle.

Übersicht 6

Segmentierung des Aktienmarktes nach Aktientypen und Anteil handelbarer Aktien

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Bestand sämtlicher Aktien (handelbare und nicht-handelbare Aktien) (Mio. Stück)	6.887 [100%]	38.773 [100%]	68.454 [100%]	84.842 [100%]	121.954 [100%]	194.267 [100%]	252.679 [100%]	308.895 [100%]	379.170 [100%]
- Staatseigene Aktien (<i>guojia gu</i>)	2.850 [41 %]	19.022 [49 %]	29.647 [43 %]	32.867 [39 %]	43.201 [35 %]	61.228 [32 %]	86.551 [34 %]	111.607 [36 %]	237.961 [63 %]
- Aktien juristischer Personen (<i>faren gu</i>)	1.834 [27 %]	8.012 [21 %]	15.421 [23 %]	20.895 [25 %]	33.144 [27 %]	59.646 [31 %]	71.617 [28 %]	82.112 [26 %]	
- Belegschaftsaktien (<i>zhigong gu</i>)	85 [1 %]	932 [2 %]	672 [1 %]	307 [0 %]	1.464 [1 %]	3.962 [2 %]	5.170 [2 %]	3.671 [1 %]	2.429 [1 %]
- A-Aktien	1.093 [16 %]	6.134 [16 %]	14.376 [21 %]	17.994 [21 %]	26.732 [22 %]	44.268 [23 %]	60.803 [24 %]	81.318 [26 %]	107.817 [28 %]
- B-Aktien	1.025 [15 %]	2.470 [6 %]	4.146 [6 %]	5.652 [7 %]	7.865 [6 %]	11.731 [6 %]	13.396 [5 %]	14.192 [5 %]	15.157 [4 %]
- H-Aktien	0 [0 %]	2.184 [6 %]	4.082 [6 %]	6.500 [8 %]	8.388 [7 %]	11.145 [6 %]	11.995 [5 %]	12.454 [4 %]	12.454 [3 %]
- Sonstige	0 [0 %]	19 [0 %]	110 [0 %]	627 [1 %]	1.160 [1 %]	2.287 [1 %]	3.147 [1 %]	3.320 [1 %]	2.474 [1 %]
Bestand handelbarer Aktien (Mio. Stück)	2.118 [31 %]	10.788 [28 %]	22.604 [33 %]	30.146 [36 %]	42.985 [35 %]	67.144 [35 %]	86.194 [34 %]	107.965 [35 %]	135.427 [36 %]

Angaben jeweils für das Jahresende (Prozentangaben gerundet, deshalb Summe nicht immer 100).

* Vorläufige Angaben der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (CSRC).

Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Aktientypen

Den höchsten Anteil an der Gesamtzahl der Aktien (1999: 36%) stellen „Staatsaktien“ (*guoyou gu* oder *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/Unternehmen und der Aufrechterhaltung administrativer Kontrollmöglichkeiten über börsennotierte Unternehmen.

Die hier vorgelegte Studie konzentriert sich im wesentlichen auf die Regulierung des Marktes für „A shares“ bzw. „Individualaktien“ (*geren gu*), die an den chinesischen Börsen handelbar sind (1999: 26%). Als kleines Marktsegment gibt es außerdem die so genannten „B shares“ (1999 nur 5% sämtlicher Aktien), die in US\$ (Börse Shanghai) bzw. in HK\$ (Börse Shenzhen) denominated und für ausländische Anleger erwerbbar 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.

Da Eingriffe und Maßnahmen von Regierungsseite bis heute eine überragende Bedeutung für die Entwicklung der chinesischen Börsen besitzen, spielen politisch-administrative Faktoren eine entsprechend zentrale Rolle in der Analyse durch die Marktteilnehmer: Im Zentrum von Marktanalysen steht die Frage, welche politischen Eingriffe oder Ereignisse die Kursbewegungen positiv oder negativ beeinflussen könnten. Die an den meisten größeren Kapitalmärkten statt dessen beherrschenden ökonomischen – technischen oder fundamentalen – Marktanalysen sind in China nur von sekundärer Bedeutung (Hertz 1998: 23).

Im Vergleich mit anderen „emerging markets“ sollten die Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes allerdings nicht übertrieben werden. Beispielsweise gibt es einige wichtige Parallelen zur Entwicklung des taiwanischen Aktienmarktes vor dem Ende der achtziger Jahre. Auch dieser Markt war durch häufige Regierungseingriffe, unterentwickelte private Finanzintermediäre, Beschränkungen für ausländische Finanzdienstleister, eine sehr hohe Marktvolatilität, eine Neigung zu extremem

„Börsenfieber“ in der Bevölkerung sowie durch wiederkehrende Spekulations-„Blasen“ gekennzeichnet (Champion 1997). Allerdings verfügte zumindest ein Teil der damals an der taiwanischen Börse notierten Unternehmen über eine deutlich bessere Ertragskraft, da es sich um private Unternehmen handelte, die sich in einem harten Wettbewerbsumfeld und unter strikteren Finanzierungsbedingungen behaupten mussten als die meisten der gegenwärtig börsennotierten Unternehmen in der VR China.

2.2 Entwicklungsphasen der Aktienmarktregulierung: Von dezentralen Märkten zu zentralisierter Aufsicht

Der chinesische Wertpapiermarkt ist dezentral, im Rahmen begrenzter lokaler „Pilotprojekte“ (*shidian*) 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).

2.2.1 Die Frühphase bis 1992: Spontane Marktkräfte und lückenhafte Regulierung

1984 wurden in Kreisen der Chinesischen Volksbank (Zentralbank) erste konkretere Überlegungen zur Einführung eines Wertpapiermarktes angestellt. Das Thema aber erwies sich als politisch äußerst sensibel und als ein ideologisches „Sperrgebiet“. Dennoch begannen einzelne lokale Staatsunternehmen Mitte der achtziger Jahre, unterstützt von lokalen Regierungsstellen und Bankinstituten, mit der Kapitalaufnahme über den Verkauf von Aktien (*gupiao*) und Schuldverschreibungen (*zhaiquan*). Rasch bildete sich ein schwunghafter lokaler Handel mit solchen Papieren, was 1986 die Zentralbank dazu veranlasste, eigene Wertpapierhandelsstellen vornehmlich zum Handel mit Staatsanleihen, am Rande auch mit Unternehmensanleihen und Aktien zu gründen. 1987/88 wurden die ersten lokalen staatlichen Wertpapierfirmen gegründet. Erste Bestimmungen über die Wertpapieremission und den Wertpapierhandel wurden insbesondere von den Stadtregierungen in Shanghai und Shenzhen seit Mitte der achtziger Jahre erlassen, die schon früh das Potenzial eines staatlich regulierten Wertpapierhandels erkannten. Die ganz auf die örtlichen Bedürfnisse zugeschnittenen Regeln waren jedoch nicht zur landesweiten Anwendung geeignet (Liu Hongru 2000; Wei Wenyan 2000).

1990 nahm landesweit das so genannte Aktien-„Fieber“ (*gupiao re*) einen dramatischen Aufschwung, eine große Zahl von Schwarzmärkten für Wertpapiere entstand – unter Umgehung staatlich kontrollierter Handelsplätze. Diese Entwicklung zog umgehend die Aufmerksamkeit der zentralen politischen Führung auf sich. Eine Untersuchungskommission mit Mitgliedern aus der Zentralbank, der Strukturreformkommission und anderen Organen der Zentralregierung wurde unter der Leitung des späteren Gründungsvorsitzenden der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (CSRC), Liu Hongru, nach Shanghai und Shenzhen entsandt. Unter der direkten Ägide des damaligen Shanghaier Bürgermeisters Zhu Rongji wurde Ende des Jahres die Shanghaier Börse gegründet. Zwar lastete weiterhin ein erheblicher politischer Druck auf diesem Aktienmarktexperiment, die Entwicklung der Börse aber wurde angetrieben von der Begeisterung der Anleger in Shanghai und der dezentralen Initiative der Shanghaier Stadtregierung.

In der Frühphase der Shanghaier Börse ließen sich bereits viele der Rivalitäten um Regulierungskompetenzen erkennen (Hertz 1998: 59-67), die auch nach der Gründung der CSRC auf nationaler

Ebene die Aktienmarktaufsicht prägen sollten. Bemerkenswert ist im Rückblick die in den Jahren vor 1993 teilweise sehr eigenständige Gestaltungskraft der Börsenleitung in Shanghai. Beispielsweise wurden die Abschaffung von Kurslimits und die Zulassung auswärtiger Wertpapierfirmen zum Handel in Shanghai von der Börsenleitung zunächst gegen politische Widerstände in der Stadtregierung initiiert. Da beide Maßnahmen sich aber als offenkundiger Erfolg im Sinne des Marktwachstums erwiesen, erfolgte nachträglich die Billigung durch die Stadtregierung (Wei Wenyuan 2000).

Während US-amerikanische Vorbilder vor allem anfangs die Leitung der Shanghaier Börse beeinflussten, war für die konkurrierende Börse in der südchinesischen Sonderwirtschaftszone Shenzhen das Leitbild Hongkongs maßgeblich (Wang Jian et al. 2000). Die Stadtregierung von Shenzhen hatte bereits im November 1989 – dem damals sehr restriktiven politischen Umfeld zum Trotz – entschieden, eine Börse zu gründen. Danach begann ein regelrechter Wettlauf mit Shanghai bei der Abfassung vorläufiger Regulierungsvorschriften und der Genehmigung durch die Zentralregierung. Diesen Wettlauf entschied Shanghai für sich: Im September 1990 genehmigte der Staatsrat den Antrag Shanghais auf Eröffnung einer Börse. Als die Genehmigung des Shenzhener Antrags durch die Zentralregierung ausblieb, wurde am 1. Dezember die Börse in Shenzhen auf Verantwortung der Stadtregierung „versuchsweise in Betrieb genommen“. Die Stadtführung erlangte erst nachträglich im Juli 1991 die Genehmigung des Staatsrates, nachdem KP-Generalsekretär Jiang Zemin den ehemaligen Elektronikminister Zhou Jiannan (den Vater des heutigen CSRC-Vorsitzenden Zhou Xiaochuan) zur Begutachtung nach Shenzhen entsandt hatte (Wang Jian et al. 2000; Liu Hongru 1999).

Jiang Zemin persönlich entschied, die beiden Wertpapierhandelsplätze nebeneinander operieren zu lassen, und ordnete an, die Börsen in Shenzhen und Shanghai als „Pilotprojekte“ fortzuführen. Mehrere Jahre lang blieben die Börsen in der politischen Führung allerdings umstritten. Auf höchster politischer Ebene wurde immer wieder Kritik daran geäußert, dass der Wertpapiermarkt nicht ein „Investitionsmarkt“ (*touzi de shichang*), sondern ein „Spekulationsmarkt“ (*touji de shichang*) sei. Dennoch besuchten bis Ende 1991 Jiang Zemin, Li Peng und andere Spitzenfunktionäre aus der Zentrale persönlich die Shanghaier Börse und bekräftigten dadurch ihre politische Unterstützung. Mit Deng Xiaopings Bekenntnis zur Ausweitung eines experimentellen Wertpapierhandels auf seiner „Südreise“ Anfang 1992 wurden die ideologischen Bedenken weiter gelockert (Liu Hongru 2000). Erst 1995 aber wurde den Börsen in Shanghai und Shenzhen das einschränkende Etikett „Pilotprojekt“ abgenommen (Zhang Zhixiong 1999; Wang Lianzhou/Li Cheng 2000).

In der Frühphase der Börsen waren die Regulierungskompetenzen im Wertpapierhandel über eine Reihe rivalisierender Staatsorgane verteilt. Die Hauptabteilung der Zentralbank für die Regulierung von Finanzorganen (*Jinrong jigou guanli si*) war 1990/91 zuständig für die Aufsicht über den Wertpapierhandel. Da aber zugleich der Staatlichen Kommission für die Wirtschaftsstrukturereform die Aufsicht über die Experimente mit Aktiengesellschaften zustand und die Planungskommission in übergeordneten Fragen von Finanzkapital und Finanzplanung die Federführung beanspruchte, kam es zu ständigen Kompetenzkonflikten. Darüber hinaus blieben auch die Befugnisse in der administrativen Aufsicht über die Börsen ungeklärt, da diese Befugnisse von den lokalen Regierungen in Shanghai und Shenzhen beansprucht wurden. So ergab sich eine Situation der „vielköpfigen Regulierung“ (*duotou guanli*), die dazu führte, dass weite Bereiche des Wertpapierhandels überhaupt keiner wirkungsvollen staatlichen Regulierung unterstanden. Daraufhin stellte 1990/91 eine Gruppe von Delegierten des Nationalen Volkskongresses den Antrag, eine nationale Wertpapieraufsichtsbehörde zu gründen. Auch dieser Antrag wurde jedoch wegen administrativer Kompetenzkonflikte nicht in die Praxis umgesetzt (Liu Hongru 2000).

2.2.2 Die zweite Phase 1993-1997: Kompetenzkonflikte zwischen alten und neuen Regulierungsorganen

Im August 1992 kam es zu gewaltsamen Massenausschreitungen in Shenzhen („Zwischenfall vom 10. August“) im Zusammenhang mit dem Antrags- und Lotterieverfahren zur Zuteilung neu emittierter, gewinnträchtiger Aktien.⁶ Die Ereignisse erschütterten die Parteizentrale so stark, dass eine umfassende Regulierung des Wertpapiermarktes als vorrangiges Ziel benannt wurde (Liu Hongru 2000).

Bereits seit Juli 1992 waren in der Zentralregierung regelmäßige ressortübergreifende Konferenzen über Fragen der Wertpapierregulierung abgehalten worden (Zheng Zhenlong et al. 2000: 324-325). Die Vorarbeiten zum Aufbau neuer nationaler Wertpapieraufsichtsorgane wurden nach den Shenzhen-Ausschreitungen beschleunigt und in der politischen Führung von Zhu Rongji (bis Frühjahr 1991 Bürgermeister in Shanghai, danach Stellvertretender Ministerpräsident unter anderem mit Zuständigkeit für die Reform des Finanzsystems) geleitet. Zhu diskutierte zusammen mit Finanzexperten ausführlich mögliche Systeme der Wertpapieraufsicht, wobei das US-amerikanische, britische und Hongkonger System besonders eingehend untersucht wurden. Hochrangige Inspektionsreisen nach Hongkong wurden durchgeführt, rege Kontakte mit den dortigen Regulierern gepflegt. Das Hongkonger Modell mit der Regulierungsbehörde als „paragouvernementales“ Organ (*zhunzhengfu jigou*) außerhalb der formalen Regierungshierarchie und einer höheren Flexibilität in Personal- und Gehaltsfragen wurde schließlich von der politischen Führung als auch für China geeignet angesehen. Dies ist der Grund dafür, dass die CSRC als staatliche „Dienstleistungseinheit“ (*shiyewei danwei*) benannt wurde, obwohl sie Funktionen eines Regierungsorgans ausüben sollte. Institutionell orientierte sich die Aktienmarktregulierung in der VR China vornehmlich – und bereits vor dem Souveränitätswechsel der ehemaligen britischen Kronkolonie 1997 – an Hongkonger Regulierungsansätzen (Liu Hongru 2000 und 2001).⁷

Im Staatsrat wurde sodann ein Regulierungssystem auf vier Ebenen ausgearbeitet und von der Parteizentrale gebilligt. An der Basis des Aktienmarktes sollten erstens „gesellschaftliche“ Regulierung (*shehui jianguan*) durch Intermediäre, lizenzierte Wirtschaftsprüfer und Anwälte sowie zweitens eine Selbstregulierung (*ziliuxing jianguan*) durch die von den Börsen und Wertpapierhandelsunternehmen gebildete Vereinigung für die Wertpapierbranche (*Zhengquanyexiehui*) wirksam werden.⁸ Die dominierenden Akteure (die dritte – administrative – und die vierte – politische – Ebene) in der Wertpapieraufsicht aber unterstanden der Zentralregierung (Staatsrat):

- Staatliche Kommission für Wertpapieraufsicht und –regulierung (*Zhengquan jiandu guanli weiyuanhui*, kurz: *Zhengjianhui*; englische Selbstbezeichnung *China Securities Regulatory Commission* mit dem international gebräuchlichen Akronym CSRC). Es handelt sich um ein formal „paragouvernementales“ (*zhunzhengfu xingzhi de*) Regulierungsorgan, de facto ist die CSRC aber das zentrale Organ der administrativen Wertpapieraufsicht. Die Angestellten der CSRC dürfen weder in Staatsorganen noch in Unternehmen gleichzeitig tätig sein. Der Vorsitzende (bis April 1998 im Range eines Stellvertretenden Ministers, seitdem im Range einer regulären Minis-

⁶ S. hierzu im Detail *The Economist*, 15.8.1992, S.46; *Far Eastern Economic Review*, 27.8.1992, S.53. Bis heute ist nicht abschließend geklärt, ob die damals erhobenen Korruptionsvorwürfe tatsächlich zutrafen.

⁷ Liu Hongru (2001) hebt hervor, dass die VR China nicht dem US-amerikanischen Regulierungsmodell folgt, weil in den USA eine hochzentralisierte und von der Regierung unabhängige (die US-amerikanische Wertpapieraufsichtskommission SEC ist nur dem Kongress verantwortlich) Aktienmarktaufsicht praktiziert wird, die in der VR China zur Gründungszeit der CSRC nicht realisierbar war. Statt dessen habe sich in der VR China ähnlich wie in Hongkong erst im Laufe der Aktienmarktentwicklung ein mit immer umfassenderen Kompetenzen ausgestattetes Regulierungsorgan herausgebildet, politische Ad-hoc-Eingriffe gingen erst allmählich zugunsten einer marktorientierten Aufsicht zurück.

⁸ Die Selbstregulierung erscheint bislang wenig wirkungsvoll, s. Yao Chengxi 1998: 71-73. Zu den begrenzten Bemühungen der Vereinigung der Wertpapierbranche für das Jahr 2001 s. *Guoji jinrong bao*, 20.1.2001.

ters) wird durch den Staatsrat ernannt. Auf Weisung Zhu Rongjis wurde ein eng beschränkter Stellenplan für anfangs nur rund 100 Mitarbeiter festgelegt.

- Staatsratskommission für das Wertpapierwesen (*Guowuyuan zhengquan weiyuanhui*). Dieses Regierungsorgan sollte die politische Aufsicht und Koordination sicherstellen mit Blick auf die Kompetenzüberschneidungen zwischen verschiedenen Regierungsorganen im Wertpapierhandel. Erster Vorsitzender dieser Staatsratskommission wurde Zhu Rongji, außer ihm saßen noch Vertreter von insgesamt 13 Organen der Zentralregierung (einschließlich der Obersten Volksstaatsanwaltschaft und des Obersten Volksgerichtes) in dieser Kommission (Liu Hongru 2000).

Zentrale Fragen der Wertpapieraufsicht aber blieben 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, nur formal in ihrer operativen Tätigkeit der CSRC unterstellt; die Staatliche Planungskommission war an der Festlegung der Quoten für die Börsenzulassung beteiligt; die dem Finanzministerium unterstehende Behörde für die Verwaltung staatlicher Vermögenswerte (*guoyou zichan guanli ju*) unternahm die administrative Schätzung der Vermögenswerte von Staatsunternehmen vor dem Börsengang; der Staatlichen Strukturreformkommission kam die Abfassung der Bestimmungen über die Pilotprojekte mit Aktiengesellschaften zu. Auch zwischen der Wertpapieraufsichtskommission und der Staatsratskommission für das Wertpapierwesen gab es zahlreiche Kompetenzüberschneidungen (Zheng Zhenlong et al. 2000 : 326-328). Viele dieser Kompetenzkonflikte konnten erst 1998 nach einer umfassenden Reorganisation der Regierung beigelegt werden.

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 Regierungsbehörden insbesondere in Hongkong und in den USA – aber sogar auch in Taiwan – pflegte. Das Führungspersonal und der Regulierungsstil der CSRC wurde zwischen 1992 und 1995 in sehr starkem Maße durch Berater und Schulungsprogramme dieser Regierungsbehörden 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).

Dass die Regulierung des Wertpapiermarktes ein politisch umstrittenes und von Kompetenzkonflikten besonders betroffenes Feld der Wirtschaftspolitik darstellte, wurde in dem sechsjährigen, kontroversen, von vielen Rivalitäten zwischen verschiedenen NVK-Ausschüssen und Regierungsorganen begleiteten Wertpapier-Gesetzgebungsprozess deutlich. Die diversen Gesetzentwürfe wurden immer wieder im Politbüro behandelt, aber es konnte zunächst kein Konsens hergestellt werden. Erst unter dem Eindruck der „Asienkrise“, mit einem Entschluss auf der Nationalen Finanzkonferenz im November 1997 und durch den persönlichen Einsatz des NVK-Vorsitzenden Li Peng wurde das Gesetzgebungsverfahren schließlich abgeschlossen, als eine einheitliche gesetzliche Regulierung für die Parteiführung von höchster Dringlichkeit erschien (Zhang Zhixiong 1999; Wang Lianzhou/Li Cheng 2000).

2.2.3 Die dritte Phase seit 1997/98: Zentralisierung im Zeichen der „Asienkrise“

Bereits vor der Manifestation der Währungs- und Finanzkrisen in mehreren südost- und ostasiatischen Ländern hatte die ZK-Führungsgruppe für Finanzen und Wirtschaft im August 1996 eine hochrangige Konferenz abgehalten, auf der die Parteiführung eindringlich vor den Risiken im Finanzsystem gewarnt und über mögliche Gegenmaßnahmen informiert wurde. Seit Februar 1997 wurde an einem Maßnahmenpaket gearbeitet, das auf einer nationalen Konferenz verabschiedet werden sollte. In diese Vorbereitungen trafen die Meldungen über die ersten Schocks der „Asienkrise“ in Südostasien (*Renmin ribao*, 14.1.1999).

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. Diese Nationale Finanzkonferenz war eine Krisensitzung der wichtigsten wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in Zentrale und Regionen. Mit der „Asienkrise“ rückte die Aufrechterhaltung der „Sicherheit im Finanzwesen“ (*jinrong anquan*) in den Mittelpunkt der politischen Aufmerksamkeit. Nun gab es, wie in vielen anderen Ländern, auch in China starke politische Unterstützung für eine Stärkung der Finanzaufsicht. 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“ (*guojia jingji anquan*) stehe auf dem Spiel (*Jingbao Yuekan*, 1/1998, S.32-33). Auf dieser Konferenz wurde zusammen mit der Einführung eines Systems der „vertikalen Führung“ (*chuizhi lingdao*) 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).

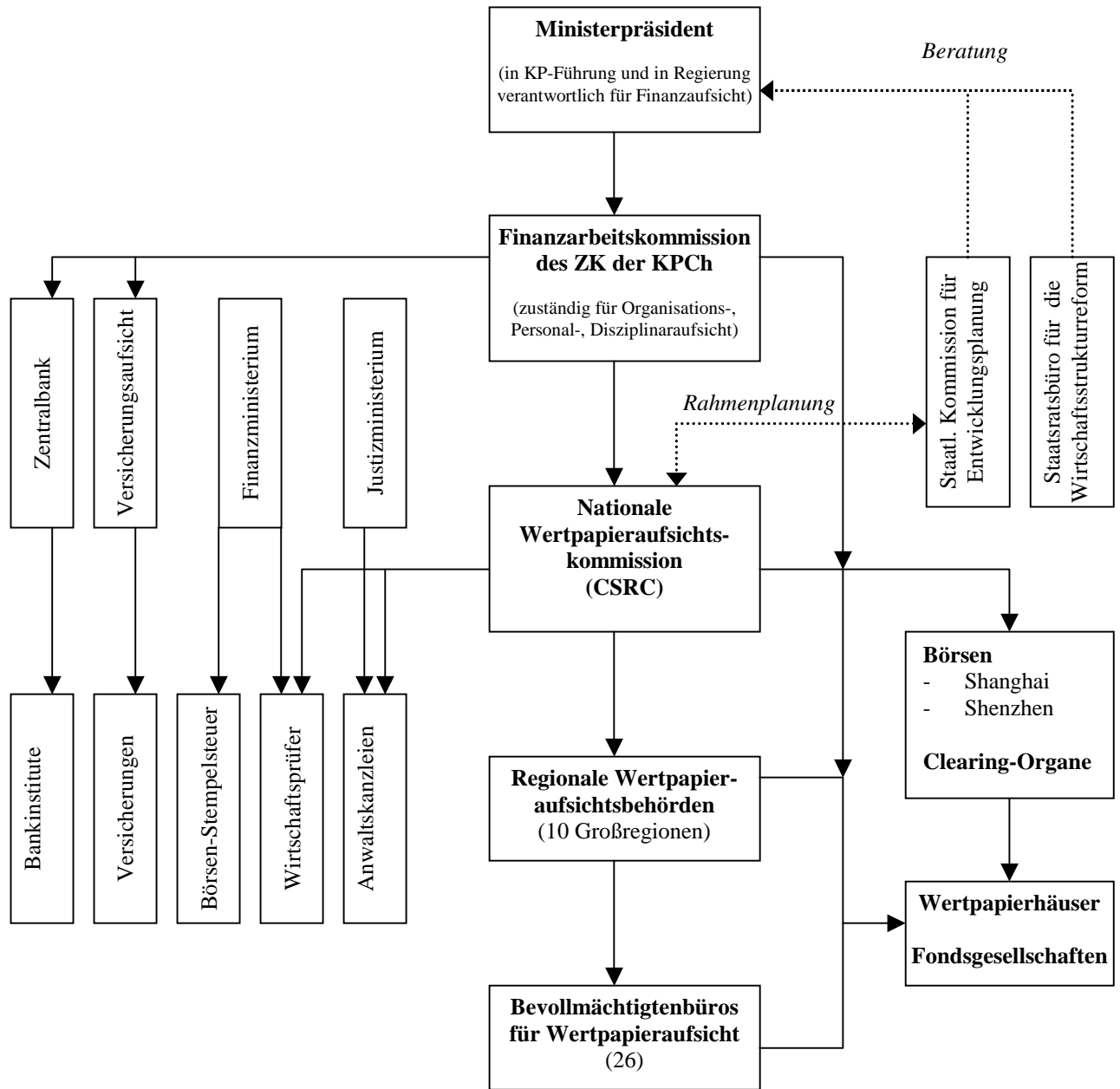
Anschließend wurde die Wertpapieraufsicht vollständig neu geordnet (zur CSRC siehe im Detail unten 2.4) und der chinesische Wertpapiermarkt durch eine Serie neuer Regulierungsmaßnahmen (Wertpapiergesetz, von unabhängigen Gremien geprüfte Börsenzulassung, verschärfte Informationspflichten, Maßnahmen gegen Insider Trading, etc.) teilweise an internationale Gepflogenheiten angepasst. Durch die Schließung, Reorganisation oder Aufspaltung mehrerer großer Finanzinstitute (am spektakulärsten war der Konkurs des südchinesischen Finanzkonzerns GITIC, der eine Vertrauenskrise unter ausländischen Gläubigern auslöste) wurden seit 1998 Exempel für eine konsequenteren Finanzdisziplin statuiert.

2.3 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 (im Folgenden kurz: ZK-Finanzarbeitskommission, chinesisch *Zhonggong zhongyang jinrong gongzuo weiyuanhui*, Kurzform: *Zhongyang jinrong gongwei*) neue Parteiorgane und eine zentralisierte Parteihierarchie in den drei Bereichen der Finanzaufsicht (Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsicht) errichtet wurden. Diese Etablierung „vertikaler Führungsstrukturen“ (*chuizhi lingdao tizhi*) 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 (siehe Übersicht 7).

Übersicht 7

Politische und administrative Aktienmarktaufsicht in der VR China



Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier

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.⁹ Geleitet wird die Kommission von dem Politbüromitglied und Stellvertretenden Ministerpräsidenten Wen Jiabao, dem nach Zhu Rongji wichtigsten Finanzpolitiker in der chinesischen Führung. Das Sekretariat der Kommission hat seinen Sitz in der Zentralbank. Die Kommission tagte bis Mitte 2000 im Durchschnitt fast monatlich.¹⁰ Die ZK-Finanzarbeitskommission ist nicht nur mit der Zentralbank, sondern auch mit der CSRC personell verflochten. Mindestens ein Stellvertretender Präsident der Zentralbank (derzeit Yan Haiwang) bzw. Stellvertretender Vorsitzender der CSRC (derzeit Chen Yaoxian) 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 ZK-Finanzarbeitskommission von der Parteizentrale folgende Hauptaufgaben zugewiesen worden:

- Sicherstellung einer effektiven Zentralisierung der Finanzaufsicht auf der Grundlage einer einheitlichen Parteihierarchie 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 (Parteikomitees statt zuvor Parteigruppen) in allen wichtigen Finanzorganen.
- Disziplinaraufsicht im Finanzwesen. Diese wird seit Mitte 1998 durch ein zusätzlich geschaffenes Parteiorgan wahrgenommen: die ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (*Zhonggong zhongyang jinrong jili jiancha gongzuo weiyuanhui*).
- Politische Propaganda und politisch-ethische Schulungen für Personal in Finanzorganen.
- Ausbau der von der Kommunistischen Partei kontrollierten Finanzgewerkschaft (*Jinrong gonghui*) und sonstiger Verbände im Finanzwesen.
- Entsendung von Aufsichtsräten (*jianshihui*) in staatliche „Schwerpunkt“-Finanzorgane.¹¹

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 Reviements im chinesischen Finanz-Establishment durchgeführt worden. Auch wurde die ZK-Finanzarbeitskommission mit der aktiven Anwerbung chinesischer Finanzfachleute aus dem In- und Ausland betraut, wobei im Ausland ausgebildete oder tätige „junge Talente“ gezielt angesprochen wurden (ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999: 202). Die das Führungspersonal im Banken- und Wertpapierwesen betreffenden Bestimmungen (Qualifikati-

⁹ Einen in den Details für ein ZK-Organ beispiellosen Einblick in die Aufgaben und Regeln der ZK-Finanzarbeitskommission bietet die für den internen Gebrauch bestimmte Dokumentensammlung: ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999 (hier findet sich unter anderem das „Gründungsdokument“ für die ZK-Finanzarbeitskommission: ZK-Dokument Nr. 9 [1998]). Weitere wichtige Dokumente zur Reorganisation der politischen Finanzaufsicht und der administrativen Aufsichtsorgane sind abgedruckt in: ZK-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (2000), vierter und fünfter Band (interne Zirkulation).

¹⁰ Im Juli 2000 fand die 17. Plenarsitzung statt, s. *Jingji ribao*, 25.7.2000. Danach finden sich in den offiziellen Medien nur noch sporadische Meldungen über die ZK-Finanzarbeitskommission, was darauf hindeutet, dass dieses Organ entweder noch stärker als bisher aus der Öffentlichkeit herausgehalten werden soll oder aber im Urteil der Parteizentrale bereits die wichtigsten Aufgaben in der Zentralisierung der Finanzaufsicht erfüllt hat.

¹¹ Darunter findet sich neben einer Vielzahl von Bankinstituten als einziges Wertpapierhaus die größte staatliche Brokerfirma Galaxy (Yinhe) Securities (*Zhengquan shibao*, 11.7.2000).

onsanforderungen, Disziplinar- und Verhaltensregeln, Geschäftsbeschränkungen für Familienangehörige etc.) werden zwar gewöhnlich im Namen der Zentralbank bzw. der CSRC erlassen, in der Regel aber werden diese Dokumente durch die ZK-Finanzarbeitskommission bzw. durch deren Disziplinkontrollkommission ausgearbeitet.¹²

Die ZK-Finanzarbeitskommission schuf die Grundlage für die Einführung einer dreistufigen Hierarchie von KP-Führungsgremien in der Wertpapieraufsicht: erstens auf der Ebene der nationalen CSRC, zweitens auf der Ebene der für Großregionen zuständigen Behörden für Wertpapieraufsicht, drittens der Bevollmächtigtenbüros für Wertpapieraufsicht. Im Oktober 1998 wurden die einer zentralisierten Hierarchie unterstellten, neuen regionalen Parteiorgane im Finanzwesen gegründet (*Xinhua*, Beijing, 5.10.1998). Die regionalen *staatlichen* Organe der Wertpapieraufsicht aber wurden – nach mehrmonatigen Vorbereitungen und Verhandlungen mit regionalen Regierungen – erst am 1. Juli 1999 offiziell eröffnet (*Renmin ribao*, 28.6.1999). Die Errichtung einer vertikalen Führungsstruktur kommunistischer Parteiorgane ging also der Etablierung der parallelen Hierarchie staatlicher Aufsichtsorgane voraus.¹³

2.4 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 (*zheng buji shiye danwei*) 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- (Clearing)-Organe waren bereits im Laufe des Jahres 1997 formal einer einheitlichen Aufsicht durch die Wertpapieraufsichtskommission unterstellt worden. Die Ausübung der Personalhoheit durch die CSRC brachte 1998 den entscheidenden Durchbruch in der Auseinandersetzung mit den lokalen Regierungen in Shanghai und Shenzhen um die Kontrolle der Börsenplätze (*South China Morning Post*, 5.5.1998).

Im August 1998 verabschiedete der Staatsrat den „Plan zur Reform der Wertpapieraufsichtsorgane“ und setzte damit endgültig die Errichtung einer landesweiten, zentralisierten Aufsichtshierarchie im Wertpapierwesen durch. Die subnationalen Aufsichtsbehörden wurden der CSRC unterstellt. In zehn ausgewählten „Zentralen Städten“¹⁴ wurden nachgeordnete Organe (*paichu jigou*) der CSRC unter dem Namen Behörden für Wertpapieraufsicht (*Zhengquan jianguan bangongshi*) mit provinzenübergreifenden Aufsichtskompetenzen errichtet. Darüber hinaus richtete die CSRC in 26 nicht mit einer Behörde für Wertpapieraufsicht bedachten wichtigen Wirtschaftszentren¹⁵ Ämter von Bevollmächtigten für die Wertpapieraufsicht (*Zhengquan jianguan tepaiyuan banshichu*) ein, die insbesondere Inspektionsaufgaben in der „frontline regulation“ wahrnehmen sollen. Mit der Verabschiedung des Wertpapiergesetzes im Dezember 1998 (in Kraft seit Juli 1999) wurde die Verein-

¹² Siehe etwa die separat von Zentralbank und CSRC erlassenen Bestimmungen über Qualifikationsanforderungen und -überprüfungen für Führungspersonal, *Guoji jinrongbao*, 28.3.2000.

¹³ Zur parallelen Zentralisierung des Zentralbanksystems (Dezimierung der regionalen Zentralbankfilialen von zuvor 31 auf nur noch neun provinzenübergreifende Institute) und zur Rolle der ZK-Finanzarbeitskommission in dieser Reorganisation vgl. Kong Zhangsheng 1999.

¹⁴ Ausgewählt wurden die Regierungsunmittelbaren Städte Beijing, Tianjin und Shanghai (Börsenplatz); die Provinzhauptstädte Shenyang, Ji'nan, Wuhan, Guangzhou, Chengdu und Xi'an sowie die Sonderwirtschaftszone und „im Staatsplan separat aufgeführte Stadt“ Shenzhen (Börsenplatz).

¹⁵ Darunter finden sich die verbleibenden 21 Hauptstädte von Provinzen bzw. Autonomen Regionen, die Regierungsunmittelbare Stadt Chongqing sowie vier „im Staatsplan separat aufgeführte Städte“ (*jihua danlie shi*): Dalian, Ningbo, Qingdao, Xiamen.

heitlichung und Zentralisierung der Wertpapierregulierung in Gesetzesform gegossen (Zheng Zhenlong et al. 2000 : 328-332).¹⁶

Übersicht 8: Leitung der nationalen Wertpapieraufsichtsorgane der VR China

Zuständig für Bankwesen und Wertpapiermarkt in der Partei- und Regierungsspitze	Wertpapierkommission des Staatsrates (Guowuyuan zhengquanwei) [Politisches Koordinations- und Entscheidungsorgan des Staatsrates in Wertpapierfragen, inzwischen aufgelöst]	Wertpapieraufsichtskommission (CSRC) (Zhengjianhui) [Formal eine „Dienstleistungseinheit des Staatsrates“, seit 1998 im Rang eines Ministeriums]
Zhu Rongji (April 1991 –)	Zhu Rongji (Oktober 1992 – Juli 1995)	Liu Hongru (Oktober 1992 – März 1995)
	Zhou Zhengqing (Juli 1995 – April 1998)	Zhou Daojiong (März 1995 – Mai 1997)
	[Im April 1998 mit CSRC unter Leitung Zhou Zhengqings zusammengelegt und aufgelöst]	Zhou Zhengqing (Mai 1997 – Februar 2000)
	-----	Zhou Xiaochuan (Februar 2000 –)

© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Die CSRC demonstrierte im Juni 1997 und im Mai 1998 ihre neu gewonnene Macht. 1997 wurden mit der Rückendeckung Zhu Rongjis (damals Stellv. Ministerpräsident mit Zuständigkeit für die Finanzaufsicht) 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 statuier, indem deren Führungspersonal abberufen, ausgewechselt und teilweise strafrechtlich belangt wurde (*Renmin ribao*, 23.5.1998).

Die Kompetenzkonflikte der CSRC mit anderen Regierungsorganen wurden durch die umfassenden Reorganisationsmaßnahmen jedoch nicht vollständig beendet. Die Staatliche Planungskommission (seit April 1998 umbenannt in Staatliche Kommission für Entwicklungsplanung) 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 [„Stempelsteuern“, *yinhua shui*]) sowie mit dem Justizministerium (Lizenzierung von in der Wertpapierbranche tätigen Anwaltskanzleien) (siehe Übersicht 7).

Zwar sind bisher alle bisherigen CSRC-Vorsitzenden aus der Zentralbank hervorgegangen. Dennoch waren in den vergangenen Jahren immer wieder Reibungen zwischen Zentralbank und CSRC wegen wohl unvermeidlicher Kompetenzkonflikte in der Regulierung von Finanzmarktakteuren und Finanzierungsbestimmungen zu erkennen. Zum Zwecke des Informationsaustauschs und verbesserter Abstimmung wurde im Herbst 2000 ein System unregelmäßig stattfindender, gemeinsamer Leitungskonferenzen (*lianxi huiyi*) 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

¹⁶ Zu den Kompetenzen und zur Binnenorganisation der CSRC siehe im Detail: Staatsrat der VR China, Kanzlei (1998).

SFC durch, um Informationen auszutauschen und neue Regulierungsverfahren zu entwickeln (*Shanghai zhengquan bao*, 13.1.2001).

Übersicht 9: Organisationen und Personal im chinesischen Finanzwesen (Ende 1999)

	Finanzwesen insgesamt*	Zentralbanksystem	Bankwesen insgesamt	Wertpapierwesen insgesamt
Organisationen	300.000	2.251	112.000	ca. 3.900
KPCh-Basisorgane	60.000	2.600 Basisorgane	k.A.	k.A.
Personal	knapp 3 Mio.	180.000	2.051.000	ca. 60.000
KPCh-Mitglieder	mehr als 800.000	ca. 90.000	k.A.	k.A.
KPCh-Organisationsgrad	ca. 30%	ca. 50%	k.A.	k.A.
Führungskräfte in der staatlichen Finanzaufsicht	800 - 1200 Personen	k.A.	--	ca. 180 Personen

* Aufsichtsorgane, Bankinstitute, Treuhand- und Investmentgesellschaften, Wertpapierhäuser, Versicherungen, sonstige Finanzdienstleistungsfirmen.
© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

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 (siehe Übersicht 9).¹⁷ Dieser Personenkreis trifft immer wieder auf exklusiven hochrangigen Konferenzen zusammen, die entweder die ZK-Finanzarbeitskommission oder die CSRC für Spitzenfunktionäre im Wertpapieraufsichts-System (*zhengquan jianguan xitong*) veranstalten. Und dieser Personenkreis kennt sich überwiegend schon seit langen Jahren. Ein Großteil der inzwischen in den Spitzenpositionen befindlichen Funktionäre mittleren Alters (40-55 Jahre) blickt auf gemeinsame Wurzeln in den Anfängen der Wertpapierregulierung, der Börsenorganisation und 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 (siehe Übersicht 10 „Das Netzwerk der ‚Gründergeneration‘ des chinesischen Wertpapiermarktes“).¹⁸

¹⁷ Siehe die knappen Hinweise auf diesen Personenkreis in den beiden Konferenzberichten der *Renmin ribao*, 28.6.1999, sowie der *Zhengquan shibao*, 23.8.2000.

¹⁸ Ein Großteil der Gründungsmitglieder des SEEC stammte aus der Staatlichen Kommission für die Wirtschaftsstrukturreform und aus der Zentralbank (Liu Hongru 2000). Die englische Bezeichnung Stock Exchange Executive Council ist keine direkte Übersetzung aus dem Chinesischen, sondern ist ausschließlich als attraktiver „Werbenamen“ für internationale Kooperationspartner gedacht. Unmittelbar nach der Gründung wurde die Organisation bewusst zurückhaltend bezeichnet als „Gemeinsames Beijinger Büro zur Erforschung und Planung der Wertpapierbörse“ (*Beijing zhengquan jiaoyisuo yanjiu sheji lianhe bangongshi*). Die Kurzbezeichnung für diese Organisation, *Lianban*, ist in China bis heute gängig, obwohl der offizielle Name später in „Chinesisches Zentrum für die Erforschung und Planung des Wertpapiermarktes“ (*Zhongguo zhengquan shichang yanjiu sheji zhongxin*) umgewandelt wurde.

Übersicht 10

Das Netzwerk der „Gründergeneration“ des chinesischen Wertpapiermarktes: An der Gründung des Stock Exchange Executive Council (*Lianban*) 1988/89 beteiligte Führungskräfte und deren heutige Positionen

1 SEEC-Gründungsmitglieder in deren heutiger Position (Auswahl)

1.1 Wertpapieraufsichtskommission (CSRC)

- 1.1.1 Zhou Xiaochuan (CSRC-Vorsitzender seit Februar 2000, Sohn des ehem. Ministers für Elektronikindustrie Zhou Jiannan [2.4])
- 1.1.2 Gao Xiqing (Stellv. Vorsitzender der CSRC seit 11/1999; mit Wang Boming [1.3.1 und 1.4.1] während der gemeinsamen Zeit in New York verbunden)
- 1.1.3 Liu Hongru (ehem. Vorsitzender der CSRC 1992-1995, heute u.a. als „unabhängiges Mitglied“ im Vorstand von China-Web Ltd. [1.4.1])
- 1.1.4 Vielzahl von Führungskräften auf allen Ebenen der CSRC und der Börsen in Shanghai und Shenzhen, da die SEEC beim Aufbau dieser drei Organisationen maßgeblich mitwirkte.

1.2 Organe der Zentralregierung und parastaatliche Organe

- 1.2.1 Wang Qishan (Direktor des Staatsratsbüros für Wirtschaftsstrukturereformen, zuvor Stellv. Gouverneur der Provinz Guangdong, Schwiegersohn von Yao Yilin [2.1])
- 1.2.2 Jing Shuping (SEEC-Gründungsvorsitzender, Vorsitzender des Nationalen Bundes für Industrie und Handel)

1.3 Finanzinstitute, Fondsgesellschaften und Wertpapierhäuser

- 1.3.1 Wang Boming (unter seiner Ägide Beteiligung der SEEC an und Verwaltung von mehreren Wagniskapital-Fonds u.a. der Shanghaier Stadtregierung; Verwaltung von an der Hongkonger Börse gehandelten Fonds)
- 1.3.2 Li Qingquan (China Policy Advisor von Goldman Sachs Asia mit Sitz in Hongkong; Kommilitonin von Wang Boming zu dessen Zeiten an der Columbia University in New York)
- 1.3.3 Li Wang (ehemals Geschäftsführende Vizepräsidentin der CITIC Industrial Bank 1994-97; heute im Vorstand von China-Web Ltd.)
- 1.3.4 SEEC-Gründungsmitglieder unter chinesischen Finanzinstituten: Führungspersonal von CITIC und sechs weiteren, inzwischen zum großen Teil neu organisierten Treuhand- und Investmentgesellschaften sowie der China Everbright (*Guangda*) Group.

1.4 Börseninformationsdienste (kommerzielle Ableger der SEEC)

- 1.4.1 Wang Boming (General Manager von ChinaWeb Ltd., gegründet 1995, heute mit Beteiligungen von CITIC, South China Morning Post, China Foreign Exchange Consulting Company, Talisman Capital USA)
- 1.4.2 Internet-Finanzportale www.homeway.com.cn (chinesisch) und www.chinaweb.com (englisch)
- 1.4.3 *Caijing* (die derzeit einflussreichste und angesehenste Wirtschaftszeitschrift Chinas)
- 1.4.4 Wang Boming (Herausgeber der Wochenzeitschrift *Zhengquan shichang*, viel gelesenes Fachblatt zum Wertpapiermarkt)

1.5 Finanzmarktforschung

- 1.5.1 Fu Fengxiang (Guanghua Management School, Beijing Universität, ehem. Stellv. Vorsitzender der CSRC)
- 1.5.2 Liu Jipeng (prominenter Aktienmarktforscher, in Leitung und Beratung mehrere führender Wertpapierdienstleistungsunternehmen beteiligt, einer der SEEC-„Chefberater“)

2 SEEC-Unterstützer in Partei- und Regierungsführung 1988/89

- 2.1 Yao Yilin (ehem. Mitglied des Ständigen Ausschusses des Politbüros, Stellv. Ministerpräsident, stellv. Leiter der ZK-Führungsgruppe für Finanzen und Wirtschaft, Schwiegervater von Wang Qishan [1.2.1], inzw. verstorben)
- 2.2 Zhu Rongji (bis April 1991 Bürgermeister von Shanghai, April 1991 bis März 1998 Stellv. Ministerpräsident, seit März 1998 Ministerpräsident, jeweils mit Zuständigkeit für das Finanzwesen)
- 2.3 Zhang Jingfu (ehem. Staatsratskommissar, ehem. geschäftsführender Sekretär der ZK-Führungsgruppe für Finanzen und Wirtschaft, heute in ehrenamtlichen und vergüteten Aufsichtsgremien der Finanzbranche tätig)
- 2.4 Zhou Jiannan (ehem. Minister f. Maschinenbauindustrie, zeitweiliger Vorgesetzter und zu Beginn der 90er Jahre Vertrauter von Jiang Zemin, Vater des heutigen CSRC-Vorsitzenden Zhou Xiaochuan)

Quellen: Zusammengestellt nach einer personenbezogenen Auswertung einer Vielzahl von chinesischen Medienberichten. Besonders informativ zur SEEC ist das Interview mit Wang Boming in: *Caijing* 12/2000; für die Jahre vor 1997 siehe auch die Homepage der SEEC: <http://www.seec.com.cn>. Aus neuester Zeit sind aufschlussreich die Teilnehmerlisten und Berichte zu einer hochkarätigen Konferenz zum zehnten Jahrestag der Börsengründung, auf der sich viele SEEC-„Veteranen“ trafen (*Zhongguo zhengquan bao*, 18.12.2000). Zu dieser Konferenz waren nur etwas mehr als 300 Personen offiziell eingeladen worden, die zur Gründergeneration des chinesischen Wertpapiermarktes (*di yi dai zhengquan ren*) gerechnet werden.

Die Aufsicht über den Wertpapierhandel, die an den Börsen selbst durchgeführt wird („frontline regulation“), muss als wenig wirkungsvoll gelten: Die entsprechenden Börsenorgane sind in China in den letzten Jahren nur selten durch eigenständige Offenlegungsaktivitäten und Disziplinierungsmaßnahmen gegenüber den Börsenmitgliedern hervorgetreten. Im Verständnis der CSRC wird die wirkungsvollste „frontline regulation“ (*yixian jianguan*) nicht von den Börsenorganen, sondern von den nachgeordneten Organen der CSRC an den Börsenplätzen wahrgenommen, die allerdings eng mit den Börsenorganen zusammenarbeiten.¹⁹ Landesweit kommt die Aufdeckung von Kursmanipulationen, Insiderhandel, Emissionsbetrug etc. den nachgeordneten Organen der CSRC zu, deren Inspektionsabteilungen personell erheblich verstärkt wurden. Die Inspektionsarbeit (*jicha gongzuo*) vor Ort wurde von der CSRC-Leitung zum Arbeitsschwerpunkt für das Jahr 2001 erhoben. Ein Drittel des Personals in den Mittel- und Unterbehörden der CSRC soll sich auf Inspektionen gegenüber Wertpapierhandelsunternehmen, Investmentfonds und börsennotierten Unternehmen konzentrieren (*Zhengquan shibao*, 16.1.2001).

Nach Angaben der CSRC wurden in den sieben Jahren ihrer Existenz (1993-2000) 440 Fälle von Unregelmäßigkeiten und illegalen Tätigkeiten auf dem Wertpapiermarkt untersucht. In 190 dieser Fälle wurden administrative Sanktionen verhängt. 360 Organisationen und Unternehmen sowie 408 Personen wurden gerügt, verwarnet, mit Geldstrafen belegt oder es wurden illegale Gewinne konfisziert. Die Geldstrafen allein sollen sich auf 1,3 Mrd. Yuan RMB belaufen. Darüber hinaus wurde auch einzelnen Organisationen und Personen die Genehmigung für Tätigkeiten im Bereich des Wertpapierhandels entzogen (*Jingji Ribao*, 19.12.2000).

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, die bemerkenswerter Weise nicht nur im Internet, sondern zunehmend in staatlichen Medien ausgetragen werden. 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 auf dem Umweg über Hongkonger Zeitschriften in schärfster Form die Bevormundung der CSRC gegenüber Börsen und Marktteilnehmern. Die Regulierung verlaufe vielfach in den alten Bahnen der Planwirtschaft und Sorge für eine Verschwendung knapper gesellschaftlicher Ressourcen. 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 Regulierungstätigkeit chinesischer Staatsorgane wird auch von westlichen Wissenschaftlern sehr unterschiedlich beurteilt. Nee (2000: 80, 86-87) erkennt erste Schritte zur Etablierung „legal-rationaler Autorität“ und höherer organisatorischer Kapazität in der chinesischen Wirtschaftsregulierung und konstatiert, dass China sich im Übergang zu einem „regulatory state“ befinde. Zwar bleibe der chinesische Staat anfällig für rent-seeking, aber tendenziell sei eine „closure of organizational boundaries“ des Staates gegenüber gesellschaftlichen Interessen zu erkennen, die eine Erhö-

¹⁹ Zur Zusammenarbeit zwischen Börsenaufsicht und Wertpapieraufsichtskommission s. Tu Guangshao 2000.

hung der Regulierungskapazität zugunsten einer „hybriden Marktwirtschaft“ mit sich bringe (Nee 2000: 86).

Ricketts (2000: 97) weist zu Recht darauf hin, dass die von Nee beschriebenen Staatsorganisationen keinesfalls zwangsläufig Garanten einer marktfördernden Regulierung seien, sondern vielmehr die Entstehung von Marktwettbewerb auch massiv behindern könnten. Dowdle (2000) übt fundamentale Kritik an dem hierarchisch-obrigkeitlichen Ansatz der Wertpapierregulierung, wie er von der CSRC praktiziert werde. Die regulierten Marktakteure müssten vielmehr eine Schlüsselstellung in der Entwicklung einer effektiven staatlichen Regulierung einnehmen; die staatlichen Regulierer müssten dem Ziel einer „regulatory embeddedness“ nachstreben und offen für die Kooperation mit den Regulierten sein. Dies sei um so dringlicher, wenn die Regulierungserfahrungen sowie Personal- und Informationsressourcen so beschränkt seien wie im Falle der CSRC. Statt dessen habe sich die CSRC seit 1995 zu einer „relativ stalinistischen“ Organisation entwickelt, die ihre Regulierungsbefugnisse dazu nutze, um willkürliche administrative Forderungen gegenüber einer „cowed securities community“ durchzusetzen.

Tatsächlich lässt sich noch bis in die jüngste Zeit die Nutzung „stalinistischen“ bzw. „maoistischen“ Vokabulars in der Behandlung von Akteuren der Wertpapierbranche durch die CSRC-Führung nachweisen.²⁰ Jedoch erscheint Dowdles Empfehlung an die chinesische Wertpapieraufsicht, dem US-amerikanischen Modell einer kooperativen Beziehung zwischen der dortigen Wertpapieraufsichtskommission (Securities and Exchange Commission, SEC) und dem Nationalen Verband der Wertpapierhändler (NASD) nachzueifern, eher als Ausdruck eines allzu selbstgewissen Vertrauens auf die Überlegenheit US-amerikanischer Institutionen in allen denkbaren politischen und ökonomischen Kontexten. In der chinesischen Wertpapierbranche gibt es bislang keine im strengen Sinne privatwirtschaftlichen Akteure, die einen starken Bedarf an Marktreputation und an interner Risikokontrolle haben, wie er für eine effektive „weiche“ Regulierung oder Selbstregulierung unverzichtbar ist (siehe Übersicht 5: „Grundmodi der staatlichen Marktregulierung“). Die „regulatory embeddedness“ hingegen ist auf informellem Wege inzwischen viel weiter gediehen, als es Dowdle wahrnimmt: Es gibt nachweisbare personenbezogene Netzwerke, die die chinesische Wertpapierbranche durchziehen und die maßgeblichen Einfluss auf die konkrete Aufsichtstätigkeit der CSRC ausüben (siehe Übersicht 10). Auch die Hin- und Herbewegungen von Fachpersonal („revolving door“) zwischen CSRC und Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind fester Bestandteil des chinesischen Aktienmarktes (Heilmann 2001).

Insgesamt kommt die skandalgetriebene, diskontinuierliche Regulierung durch die CSRC – mit wechselndem Aufsichtsdruck je nach Weisungen der Partei- und Regierungsführung – den Marktakteuren sehr entgegen. Sie ermöglicht den Marktteilnehmern eine Regulierungsarbitrage (*regulatory arbitrage*) zwischen Regulierungsperioden des „Normalmodus“ einer laxen Aufsicht und des „Krisenmodus“ mit einer „harten“ Aufsicht: Die in Zeiten des „Krisenmodus“ verhängten staatlichen Sanktionen haben für die Marktteilnehmer nur einen geringen Abschreckungseffekt. Denn in Zeiten des „Normalmodus“ lassen sich individuelle und korporative Gewinne erzielen, die viel höher ausfallen als die bislang in Krisenzeiten verhängten staatlichen Sanktionen.

Die Regulierungspraxis der CSRC lässt sich am besten verstehen als Nebeneinander von alten Verfahren der Kaderkontrollen und 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

²⁰ Der ehemalige CSRC-Vorsitzende Zhou Zhengqing benutzt bis heute bevorzugt den aus maoistischen Zeiten stammenden Kampagnenbegriff *qingli zhengdun* („Ordnen und ausrichten“), um die Maßnahmen der Regierung gegen Marktunregelmäßigkeiten im Jahr 1998/99 zu kennzeichnen (Interview mit Zhou in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000).

eine wichtige Rolle.²¹ Markant ist die Rolle von Parteiorganen in der außerjustiziellen Disziplinaraufsicht beispielsweise auch bei der Bekämpfung von Insidergeschäften (ZK-Disziplinarkontroll-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.²² 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 (die CSRC hat als staatliche „Dienstleistungseinheit“ größeren Spielraum in der Gehaltsgestaltung) 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 (wenn auch oftmals zögernd) 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 und in der Zentralregierung markante Kräfteverschiebungen ausgelöst. Die CSRC ist zu einem der machtvollsten und prominentesten Staatsorgane in der VR China geworden.

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

²¹ Siehe die im Oktober 2000 erlassenen Ergänzungsbestimmungen über die Qualifikationsprüfung von Management-Führungspersonal im Wertpapierhandel durch die CSRC, *Zhongguo zhengquan bao*, 27.11.2000. Zum Leitungspersonal in der Wertpapierbranche, das formal strengen Qualifikationsanforderungen genügen muss, gehören nach den Kriterien der CSRC 670 Personen (*Shanghai zhengquan bao*, 13.1.2001).

²² 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-Chefberatern ernannt, im Februar 2001 wurde eine SFC-Führungskraft aber sogar zur regulären Stellvertretenden Vorsitzenden der CSRC ernannt (*South China Morning Post*, 14.2.2001; *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 hineinbringen.

zu gewinnen. Andererseits aber wird die politische Kontrolle über die CSRC mit Hilfe der Aufsicht durch Organe der Kommunistischen Partei aufrechterhalten. In diesem Zwiespalt zeigen sich markante Besonderheiten der Beziehungen, die sich zwischen politischer Führung und CSRC in der Regulierung des Wertpapierhandels herausgebildet haben.

2.5 Widersprüchliche politische Aufträge in der Aktienmarktaufsicht

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. Die widersprüchlichen Auftragsbeziehungen sind in Übersicht 11 knapp dargestellt.

Übersicht 11: Widersprüchliche Aufträge in der chinesischen Aktienmarktregulierung

Auftrag	Inhalt des Auftrags	Auftraggeber	Auftragnehmer
(1) Übergeordneter wirtschaftspolitischer Auftrag	Bevorzugte Kapitalaufnahme durch Staatsunternehmen. Wertsteigerung von staatlichen Vermögenswerten/ staatlichen Unternehmensanteilen.	Zentrale und regionale politische Führungen / Regierungsstellen, Staatsunternehmen	CSRC, Börsen, Aktienmarkt-Intermediäre, börsennotierte Staatsunternehmen, Medien
(2) Zusätzlicher wirtschaftspolitischer Auftrag (seit 1999)	Stärkung des Vertrauens von Unternehmern und Verbrauchern in das Wirtschaftswachstum durch steigende Aktienkurse. Stärkung der Investitions- und Konsumneigung.	Zentrale politische Führung	CSRC, staatliche Wertpapierhäuser und Fondsgesellschaften, Medien
(3) Offizieller Regulierungsauftrag	Staatliche Kontrolle von Marktmanipulationen und Etablierung eines regelgeleiteten Marktwettbewerbs	Zentrale politische Führung	CSRC, Wirtschaftsprüfer, Medien
(4) Inoffizieller Regulierungsauftrag	Beschränkung negativer Unternehmens- und Marktinformationen. Dadurch staatliche Kontrolle über die Wertentwicklung staatlicher Unternehmensanteile.	Zentrale und regionale politische Führungen / Regierungsstellen, börsennotierte Staatsunternehmen, institutionelle Großanleger und „Spielmacher“ (<i>zhuangjia</i>)	CSRC, Wirtschaftsprüfer, Medien

© Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

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 laxen Marktaufsicht, die Insidergeschäfte und Marktmanipulationen duldete, sofern das Marktwachstum dadurch gefördert wurde.

Dadurch untergraben die wirtschaftspolitischen Vorgaben den offiziellen Regulierungsauftrag (3) der CSRC: 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 „Spielmacher“ (*zhuangjia*) in Kursmanipulationen aktiven – institutionellen Großanlegern gestützt: Keiner dieser Akteure hat ein Interesse an der Durchsetzung strenger Regulierungsstandards und an der öffentlichen Verbreitung negativer Unternehmens- oder Marktinformationen.

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 Staatsbetrieben haben) und privaten Informationsanbietern (die staatliche Nachrichtenagentur Xinhua besitzt mit ihren kommerziellen Ablegern eine dominierende Stellung im landesweiten Angebot von Kapitalmarktinformationen²³) auferlegt werden wie auch Beschränkungen unabhängiger Kontrollmöglichkeiten durch die Rechtsprechung im Falle von Betrugsdelikten in Börsenzulassungsverfahren oder im Wertpapierhandel.

Das Kernproblem der chinesischen Aktienmarktregulierung besteht darin, dass der Regulierer (die CSRC) einem politischen Prinzipal (dem Staatsrat) gegenüber verantwortlich ist, der ein unmittelbares Eigeninteresse an der Wertsteigerung staatlicher 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 Wettbewerb 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). Unter diesen Bedingungen ist es höchst unwahrscheinlich, dass effektivere Institutionen der Aktienmarktregulierung entstehen.

Nur eine grundlegende Veränderung der Beziehungen zwischen Regierungsstellen und Unternehmen (Privatisierung), der Markteintritt neuer Akteure (private und ausländische Unternehmen, Gerichte, unabhängige Börseninformationen etc.), eine internationale Marktöffnung (mit dadurch ausgelöstem Regulierungswettbewerb) oder aber umfassendere politisch-konstitutionelle Veränderungen werden eine umfassende Neuordnung der Aktienmarktregulierung ermöglichen. Erst dann werden die starken Anreize für die staatliche Aktienmarktregulierung wegfallen, finanziell ungesunde Unternehmen zu protegieren, deren Aktienkurse durch Informationszurückhaltung zu steigern sowie die Kapitalaufnahme und Informationsverbreitung von Seiten nichtstaatlicher Unternehmen zu unterdrücken.

²³ Im März 1996 gründete die staatliche Nachrichtenagentur die Xinhua Financial Information Consultancy Company, die landesweit Wertpapiermarkt-Informationen bis hin zu verschiedenen Börsenindizes kommerziell anbietet (Hertz 1998: 193).

3 Die politische Ökonomie der Aktienmarktregulierung in China

3.1 Chinas durch politisch-administrative Eingriffe geprägter Aktienmarkt

In chinesischen Analysen besteht weithin Konsens darüber, dass es sich beim Aktienmarkt der VR China um einen *zhengce shi* (zusammenfassend Wei Yahua 1999) handelt: um einen „policy-driven market“, dessen Entwicklung von politisch-administrativen Regulierungsmaßnahmen und Ad-hoc-Eingriffen maßgeblich geprägt ist. Der politische Gehalt des chinesischen Aktienmarktes zeigt sich grundlegend in der Entscheidung der Regierung zugunsten einer bevorzugten Förderung der Kapitalaufnahme durch – gerade auch finanziell ungesunde – Staatsbetriebe an den Börsen.²⁴ Und diese politische Grundentscheidung hat weitreichende Folgen: Wertsteigerungen staatlicher Unternehmensanteile werden aus diesem politischen Kalkül heraus wichtiger als die Etablierung und Durchsetzung strikter Marktregeln und konsequenter Marktaufsicht.²⁵ Die massive Rentenabschöpfung durch politisch-administrative Akteure während und nach Börseneinführungen von Staatsunternehmen ist eine direkte Folge dieser politischen Grundentscheidung. Generell ist der Aktienmarkt zu einem Brennpunkt für die Interessen der mächtigsten politischen und wirtschaftlichen Akteure geworden, die alle bestrebt sind, partikulare Verteilungsgewinne aus den von ihnen kontrollierten staatlichen Vermögenswerten zu beziehen (Heilmann 2001).

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 Aktienindex leicht nachweisen. Wechsel in der Regulierungspolitik (*zhengce biandong*) erscheinen als der wichtigste Erklärungsfaktor für kurz- und längerfristige Auf- und Abbewegungen (siehe im Einzelnen Übersicht 12 „Politik und Aktienmarkt“).

Der lange Jahre führende Wertpapierregulierer Chinas, Zhou Zhengqing, brachte die aktive Rolle der Regierung im Aktienmarkt auf die Formel: „Wir müssen die unsichtbare und die sichtbare Hand gleichermaßen einsetzen“ (*wuxing de shou he youxing de shou dou yao yong*). Durch Ad-hoc-Regulierungsmaßnahmen und mit Hilfe der staatlichen Medien hätten unter seiner Leitung die Wertpapieraufsichtsorgane gezielt die Stimmung auf den Märkten beeinflusst, entweder um den Markt angesichts spekulativer „Blasen“ zu dämpfen (so 1997) oder aber um ihn wiederzubeleben (so 1999) (Interview mit Zhou Zhengqing, in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000). Diese Art der Marktbeeinflussung aber bringt die Regulierer selbst in eine schwierige Lage, wie der Gründungsvorsitzende der CSRC Liu Hongru eingestand:

„Die Arbeit der Wertpapieraufsichtskommission ist äußerst heikel – wie das Sitzen auf einem Vulkankrater... Wenn die Aktienkurse drastisch steigen, gibt es Beschwerden von oben [seitens der politischen Führung wegen der damit verbundenen Risiken spekulativer „Blasen“]... Wenn die Kurse aber drastisch fallen, gibt es Beschwerden von unten [seitens der Anleger]. Und wenn die Kurse weder steigen noch fallen, gibt es Beschwerden von allen Seiten“ (Liu Hongru 2000).

²⁴ Nach Einschätzung eines chinesischen Börsenfachmanns hat sich der politisch geförderte „parasitäre“ Charakter des Staatssektors in drei Stufen manifestiert: Am Anfang haben die Staatsunternehmen sich aus dem Regierungshaushalt ernährt. Dann haben sie das Kapital der Banken und die privaten Spareinlagen aufgezehrt. Und nun ziehen sie mit ihren Börsengängen den Aktionären das Geld aus der Tasche (*Asian Wall Street Journal*, 11.5.1998).

²⁵ Allerdings wird diese Praxis jüngst auch in Regierungskreisen gelegentlich mit deutlichen Worten kritisiert. So etwa durch den Stellv. Direktor des Staatsratsbüros für Wirtschaftsstrukturereformen Li Jian'ge (*Zhongxinshe*, 18.12.2000), der zum Schülerkreis des einflussreichen Nestors der chinesischen Reformökonomien, Wu Jinglian, gehört.

Übersicht 12

Politik und Aktienmarkt: Durch politisch-administrative Eingriffe ausgelöste Kursbewegungen an der Shanghaier Börse

Datum	Dauer	Index- veränderung	Kurs- veränderung	Politische Faktoren
21.05.92 – 21.05.92	1 Tag	617 → 1266	+ 105%	Deng Xiaoping ermuntert und Staatsrat billigt Ausweitung der Börsenexperimente. Aufhebung von administrativ verordneten Kurslimits an der Börse Shanghai.
26.05.92 – 17.11.92	6 Monate	1429 → 386	- 73%	Das hohe Volumen an Aktienemissionen überfordert die Aufnahmefähigkeit des Marktes. Kleinanleger ziehen sich aus dem Markt zurück.
17.11.92 – 16.02.93	3 Monate	386 → 1558	+ 304%	Zulassung geschlossener Investmentfonds durch die Zentralbank. Sprunghafte Steigerung der Börsenumsätze und Zunahme von Kursmanipulationen.
29.04.93 – 29.07.94	15 Monate	1392 → 326	- 77%	Aufsichtsorgane gehen mit Erlassen und Strafen gegen Wertpapierbetrug und Kursmanipulationen vor.
29.07.94 – 13.09.94	1,5 Monate	326 → 1052	+ 223 %	Regierung greift zur „Rettung des Marktes“ ein. Erleichterung der Kapitalbeschaffung für Wertpapierhandelsunternehmen.
23.01.96 – 11.12.96	10,5 Monate	515 → 1259	+ 145 %	Von höchster politischer Ebene und im 9.Fünfjahrplan wird die staatliche Förderung des Wertpapiermarktes bekräftigt, das Vertrauen der Anleger gestärkt.
11.12.96 – 24.12.96	13 Tage	1259 → 864	- 31 %	Die <i>Volkszeitung</i> kritisiert die übermäßige Spekulation an den chinesischen Börsen. Staatsunternehmen und Banken wird untersagt, an der Börse zu investieren/spekulieren. Abzug eines Teils der investierten Mittel von der Börse.
20.02.97 – 13.05.97	3 Monate	870 → 1510	+ 74%	Deng Xiaoping verstirbt (19.2.1997). Die Furcht vor einer politischen Destabilisierung führt am 20.2. zu einem Kursverfall, dem staatliche Investoren auf Weisung der Regierung und mit Erfolg durch massive Aktienkäufe entgegenwirken.
13.05.97 – 18.05.99	Zwei Jahre	1510 → 1047	- 31%	Disziplinierungsmaßnahmen der Regierung gegen illegale Investitionen, Wertpapierbetrug und Kursmanipulationen. Striktes Verbot von Aktienmarktinvestitionen durch Geschäftsbanken. Sanktionen gegen bzw. Reorganisation einzelner Wertpapierhäuser und Finanzdienstleister. Unter dem Eindruck der „Asienkrise“ Stärkung und Zentralisierung der Finanzaufsicht. Gesamtwirtschaftliche Abkühlungsphase.
19.05.99 – 30.06.99	1,5 Monate [<i>wu yaojiu xingqing</i>]	1047 → 1756	+ 68%	Der Staatsrat billigt mehrere von der CSRC vorgeschlagene Maßnahmen, die einen erhöhten Kapitalzufluss am Aktienmarkt begünstigen (neue Finanzierungskanäle für Wertpapierhäuser, Zulassung von Versicherungskapital zum Aktienkauf, Förderung von Investmentfonds). Serie von positiven Stellungnahmen zum Aktienmarkt seitens hochrangiger Politiker und Kommentatoren in den staatlichen Medien. Mehrfache Zinssenkungen, um privates Kapital von Bankeinlagen in den Aktienmarkt umzulenken. Politische Förderung von Technologie-Aktien.
01.07.99 – 26.12.99	6 Monate	1756 → 1341	- 24%	Das Wertpapiergesetz tritt in Kraft. Marktteilnehmer reagieren mit Vorsicht auf neue Regulierungsmaßnahmen, ziehen teilweise „heißes“ Kapital aus Aktienmarkt zurück.
27.12.99 – 22.08.00	9 Monate	1341 → 2115	+ 58%	Ministerpräsident Zhu Rongji und andere Regierungsvertreter preisen den Aktienmarkt als zentrale Stütze des Wirtschaftswachstums mit einem gewaltigen Potenzial. Medienkampagne hebt positive Seiten des Aktienmarktes hervor. Förderung des Wachstums institutioneller Investoren am chinesischen Aktienmarkt. Genehmigung von Aktieninvestitionen durch Versicherungen. Wertpapierhäuser können nun Aktienvermögen als Sicherheit für Kredite nutzen. WTO-Vereinbarungen mit den USA und der EU beinhalten Liberalisierungsschritte auf dem Kapitalmarkt. Bemühungen um Übergang von einer administrativen zu einer stärker marktorientierten Wertpapierregulierung.

Forschungsgruppe Aktienmarktregulierung, Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, Universität Trier.

Das jüngste Beispiel für eine politisch verursachte Dämpfung bzw. Wiederbelebung und für die besonderen politischen Spielregeln des chinesischen Aktienmarktes findet sich in der heftigen öffentlichen Diskussion um Grundkriterien der Aktienmarktregulierung Anfang des Jahre 2001. Angestoßen wurde die Kontroverse von dem prominenten Reformökonom und Regierungsberater Wu Jinglian, der unter dem Eindruck mehrerer Börsenskandale zur besten Sendezeit im Staatsfernsehen den chinesischen Aktienmarkt als rein spekulative Veranstaltung mit einem „Spielkasino“

verglichen, in dem nur manipulierte Spiele zu Lasten der Kleinanleger gespielt werden könnten.²⁶ Kurze Zeit später ordnete Ministerpräsident Zhu Rongji mit scharfen Worten an, die Disziplinierung irregulär tätiger Finanz- und Wertpapierfirmen zum „Schwerpunkt“ der Arbeit im Finanzwesen für das Jahr 2001 zu machen (*Zhengquan shibao*, 16.1.2001). Die scharfe öffentliche Kritik an der bisherigen Praxis der Aktienmarktregulierung wurde von den Anlegern als Zeichen eines politischen Unterstützungsverlustes für die weitere Entwicklung des Aktienmarktes gewertet. Kursrückgänge und massive Unzufriedenheiten unter den Anlegern nach den Kursrekorden des Jahres 2000 waren die Folge.

Um den Markt wieder zu beruhigen, mobilisierte die Regierung schließlich selbst bekannte Aktienmarktspezialisten, die landesweit in den Staatsmedien auf den wichtigen Beitrag des Aktienmarktes zur Reform von Staatsunternehmen, Allokation von Kapital und Konjunkturbelebung hinwiesen. Zusätzlich wurde von Regierungsseite nachdrücklich versichert, dass an der aktiven Entwicklung, Liberalisierung und Öffnung der Wertpapiermärkte weiterhin festgehalten werde (*South China Morning Post*, 13.2.2001). Dass auch die Regierung aber dem Aktienmarkt im Kern misstraut, wurde deutlich, als die Pläne für eine nationale kapitalmarktfinanzierte Sozialversicherung im Februar 2001 zumindest vorerst verschoben wurden (statt dessen soll zunächst ein begrenztes provinzbezogenes Pilotprojekt abgewartet werden). Beamte der zuständigen Ministerien begründeten diesen Schritt unter anderem mit der Unberechenbarkeit und mangelnden institutionellen Reife des chinesischen Wertpapiermarktes (*Financial Times*, 9.2.2001).

3.2 Leistungen und Defekte der staatlichen Aktienmarktaufsicht

Das Regulierungsverständnis der CSRC hat 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 shichang wei guoyou qiye fuwu*). Deshalb sei die Förderung der Staatsunternehmen mithilfe des Aktienmarktes nicht nur eine wirtschaftliche, sondern zugleich eine zentrale politische Frage (Interview mit Zhou Zhengqing, in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000).

Solche der Staatswirtschaft verhafteten Positionen treffen in jüngster Zeit auf offene Kritik aus Beraterkreisen der Regierung: „Manche Leute wollen mit dem Argument des Marktversagens Eingriffe der Regierung in den Aktienmarkt verstärken. In Wirklichkeit aber ist das Marktversagen eine Folge der Eingriffe von Regierungsseite“, so Gao Shangquan, der Vorsitzende der Chinesischen Vereinigung für Strukturreformstudien (*Zhongxinshe*, 16.12.2000). Auch Zhou Xiaochuan, der Nachfolger Zhou Zhengqings im Amt des CSRC-Vorsitzenden, 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 „Regulierungskultur“ (*jianguan wenhua*) zu erkennen: weg von der administrativ-planwirtschaftlichen Aufsicht hin zu einer stärker auf die Marktnachfrage und die Bedürfnisse der Marktteilnehmer zugeschnittenen Aufsicht nach

²⁶ Wu Jinglian verfügt aufgrund seiner langjährigen Beratungstätigkeiten über rege Beziehungen zu mehreren Staatsratsorganen, viele seiner Schüler finden sich im Staatsratsbüro für die Wirtschaftsstrukturreform und gehören zum engen Beraterkreis von Ministerpräsident Zhu Rongji. Wu bestand aber strikt darauf, dass es sich bei seiner Kritik des Aktienmarktes um eine rein private Meinungsäußerung gehandelt habe (*Shenzhen Shangbao*, 1.2.2001; 10.3.2001). Andere Ökonomen wiesen den Vergleich zwischen Aktienmarkt und Spielkasino zurück. Zwar wies der chinesische Aktienmarkt vielerlei institutionelle Defizite auf, aber es handele sich keinesfalls um einen „Blasenmarkt“, da die Kursentwicklung mit einer starken gesamtwirtschaftlichen Konjunktur einhergehe (*Zhongguo qingnian bao*, 12.2.2001).

Hongkonger Vorbild. Die Aufnahme von erfahrenen Hongkonger Wertpapierregulierern in den Führungskreis der CSRC lassen sich als Signale für den Beginn eines Wandels der Regulierungsinstitutionen deuten, die nicht einmal vor dem bislang strikt aufrechterhaltenen leninistischen Kadersystem halt machen (siehe Abschnitt 2.4). 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 *entpolitisiert*er Regulierungsstil im Kontext der politischen Ökonomie der VR China durchsetzen lässt, ist höchst fraglich und liegt jedenfalls nicht in der Entscheidungskompetenz der CSRC.

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.

Letztlich kann sich die Kritik an Regulierungsdefiziten nicht an die Adresse der CSRC richten, sondern muss die Vorgaben der Partei- und Regierungsführung einbeziehen: Die politische Führung hat der CSRC einen Regulierungskurs vorgegeben, der in erster Linie auf Marktwachstum gerichtet ist, nicht auf eine konsequente Durchsetzung strikter Regulierungsstandards (siehe 2.5). Außerdem ist die CSRC als kardinaler staatlicher Akteur in einem der lukrativsten Wirtschaftsbereiche erheblichem politischen 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 informeller Netzwerke zeigt sich darüber hinaus, dass das Personal auf den verschiedenen Ebenen der CSRC aufs Engste in inoffizielle politisch-wirtschaftliche Tauschbeziehungen und Markteingriffe einbezogen ist (Heilmann 2001). Aus dieser Sicht geht die „Einbettung“ des Regulierungsorgans in das Regulierungsumfeld (*regulatory embeddedness*) wesentlich weiter, als dies nach gängigem Verständnis in einem Regierungssystem zu erwarten wäre, das von einer Kommunistischen Partei autoritär gelenkt wird. 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 und lassen das Verständnis dafür wachsen, dass eine Tätigkeit an der Spitze der CSRC tatsächlich dem Sitzen auf einem Vulkan gleicht.

3.3 Segmentierte Staatskapazität und „regulatory capture“

In den späten neunziger Jahren kam es in der VR China zu einer Reihe einschneidender institutioneller Neuerungen: von der Abschaffung der sozialistischen Branchenministerien über die Abkoppelung der Armee von ihren meisten Unternehmen bis hin zur Reorganisation des Banken- und Wertpapiersystems. Bemerkenswert ist, dass diese Neuerungen, die eine dramatische Abkehr von zuvor zentralen Institutionen des „Sozialismus chinesischer Prägung“ markierten, von der Führung einer Kommunistischen Partei selbst initiiert wurden und mit klassischen leninistischen Mitteln (von der Personalhoheit der Parteizentrale bis hin zur Errichtung neuer zentralisierter Parteiorgane und -hierarchien etwa in der Finanzwirtschaft) durchgesetzt wurden. Der binnenwirtschaftliche und weltwirtschaftliche Reformdruck, der auf der politischen Führung in Beijing lastet, ist offenbar so groß, dass die alten leninistischen politischen Methoden dazu eingesetzt werden müssen, um ökonomische Institutionen zu schaffen und zu stützen, die der fortschreitenden Dezentralisierung ökonomischer Verfügungsrechte den Weg bereiten. Man könnte in einer paradoxen Formulierung zu dem Schluss kommen, dass in China der Sozialismus mit leninistischen Instrumenten abgeschafft wird.

Kann es aber mit den Mitteln der Parteikontrolle tatsächlich gelingen, die Krisenfestigkeit und Marktorientierung des chinesischen Wertpapiermarktes zu fördern? Studien der formalen und informellen²⁷ Spielregeln des chinesischen Aktienmarktes zeigen, dass die Aktienmarktregulierung in China einer besonderen Dialektik unterliegt: In Phasen des „Krisenmodus“ (Ausnahmemodus) zeigt sich eine hohe Aufsichts- und Durchsetzungskapazität der staatlichen Regulierungsorgane. Im Falle von Wertpapierskandalen oder einer spekulativen Marktüberhitzung fordert die politische Führung kurzzeitig eine Disziplinierung der Marktteilnehmer. Hierbei können sich die staatlichen Regulierungsorgane auf die hierarchischen Durchgriffsrechte und außerjustiziellen Sanktionsmöglichkeiten stützen, die im Rahmen eines Parteistaates zur Verfügung stehen. Die im „Krisenmodus“ beachtliche Staatskapazität in der VR China gründet sich vornehmlich auf die Personal-, Organisations- und Disziplinargewalt der Parteizentrale. Diese leninistischen Institutionen haben sich auch nach der Abkehr von der Planwirtschaft als wirkungsvolles politisches Anreiz- und Disziplinierungsinstrument erwiesen, sobald die Parteizentrale sich geschlossen darin zeigte, bestimmten von ihr wahrgenommenen akuten Missständen in eingrenzbaaren Sachbereichen entgegenzutreten (Huang Yasheng 1996).

In den überwiegenden Perioden, in denen der „Normalmodus“ der Regulierung gilt, spielen die leninistischen Aufsichtsinstitutionen aber eine bemerkenswert geringe Rolle: Die Beziehungen zwischen Aktienmarktregulierern und wichtigen Marktakteuren werden dann durch formalisierte, sachliche Konsultationen oder aber durch informelle persönliche Absprachen (Kollusion) geprägt. Formen der Kollusion begünstigen die partikulare Interessendurchsetzung von Seiten einflussreicher Akteure und die ungleichmäßige und inkonsequente Anwendung allgemein gültiger Regulierungsvorschriften durch die Regulierer zugunsten der mit ihnen kooperierenden Marktakteure.

Im Verhältnis zwischen Regulierern und Regulierten am chinesischen Aktienmarkt zeigen sich somit besondere Ausprägungen einer „regulatory capture“. Für die Förderung und Kontrolle des Marktes sind die staatlichen Regulierer angewiesen auf die Kooperation mit den „großen Spielern“. Regelmäßig werden in Zeiten des „Krisenmodus“ massive Marktmanipulationen von staatlichen Wertpapierhäusern und Fondsgesellschaften aufgedeckt. Diese Manipulationen wurden aber offensichtlich über lange Zeiträume hinweg von den staatlichen Regulierern geduldet, weil das Marktwachstum mit allen – auch irregulären – Mitteln gefördert werden sollte oder/und weil informelle Formen der Kollusion zwischen Marktaufsehern und Marktteilnehmern ein Eingreifen verhinderten. Die Sanktionen, die gegen Marktakteure im Falle von illegalen Aktivitäten verhängt wurden, be-

²⁷ Zu den informellen Spielregeln siehe im Detail Heilmann 2001.

schränkten sich bislang auf Personalveränderungen, Geldstrafen und partielle Reorganisationen. In gravierenden Fällen, in denen besonders hohe finanzielle Verluste und Risiken entstanden, wurden die betroffenen staatlichen Wertpapierfirmen auf Vermittlung der Regierung hin durch andere Wertpapierhäuser gestützt bzw. mit diesen fusioniert (Hertz 1998: 197). In den vielschichtigen Formen der Kooperation und wechselseitigen Abhängigkeit zwischen Regulierern und Regulierten auf dem chinesischen Aktienmarkt lassen sich deutliche Symptome für eine Vereinnahmung der staatlichen Regulierung durch die Marktakteure erkennen.

Diese Symptome einer „regulatory capture“ im Bereich des Wertpapiermarktes bestätigen die allgemeine Erkenntnis, dass die Funktionsvoraussetzungen leninistischer Institutionen (nach Walder 1994 sind dies: „organisierte Abhängigkeit“ und hohe politische Überwachungs- und Sanktionskapazität) in der VR China zusehends erodiert werden. Die Organisationen des Parteistaates werden durch die informellen politischen und wirtschaftlichen Tauschnetze eines administrativen Marktes auf allen Hierarchieebenen zersetzt, die sich den Notwendigkeiten und Chancen der transitorischen Ökonomie flexibel anpassen. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die hierarchischen Institutionen der Parteikontrolle in der Aktienmarktregulierung nur in Ausnahmep Perioden („Krisenmodus“) wirkungsvoll sind, nicht aber für die dauerhafte Errichtung marktkonformer Anreizstrukturen und Regulierungsverfahren. Die Staatskapazität erscheint vor diesem Hintergrund nach Phasen und Akteuren segmentiert und uneinheitlich. Dem Parteistaat der VR China lässt sich nur punktuell in Krisensituationen eine hohe Staatskapazität attestieren.

3.4 Antriebskräfte für institutionellen Wandel in der Aktienmarktregulierung

Welche Antriebskräfte gibt es, die einen weitergehenden institutionellen Wandel in der Aktienmarktregulierung in Gang setzen könnten? In diesem Abschnitt soll nur ein knapper Ausblick auf Entwicklungen gegeben werden, die eine große Bedeutung für die weitere Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes gewinnen könnten: der Markteintritt neuer Akteure, Marktöffnung 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.²⁸

Bemerkenswert in der jüngsten Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes ist auch die aktivere Rolle, die von staatlichen und staatsnahen *Medien* in der öffentlichen Diskussion von Marktmanipulationen und Defiziten der Marktregulierung eingenommen wird. In keinem Bereich der chinesi-

²⁸ 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 (*Zhengquan shichang zhoukan*, 28.3.2001). Die Auswahl von Börsenkandidaten wird auch nach einer eventuellen Abschaffung der staatlichen Emissionskontingentierung politisch beeinflussbar bleiben – mit Hilfe der durchweg staatlichen Wertpapierhäuser, die als Konsortialführer bei Emissionen fungieren. Auch wird das politische Interesse daran bestehen bleiben, den Erstausgabepreis künstlich niedrig zu halten, um weiterhin wirtschaftlich schwachen Staatsunternehmen die Kapitalaufnahme an der Börse zu ermöglichen (der Investitionsanreiz besteht hier fast ausschließlich in dem spekulativen Potenzial, das aufgrund der Kursprünge nach der Emission besteht und diese Aktien attraktiv macht).

schen Politik wird so kontrovers öffentlich diskutiert wie über den Aktienmarkt und die Verantwortung der staatlichen Regulierung. Zwar ist eine unabhängigere 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 (*South China Morning Post*, 20.12.2000 bzw. *Beijing qingnian bao*, 20.12.2000). Es bleibt zu beobachten, inwieweit Gerichte als neue Akteure an der staatlichen Regulierung des Wertpapiermarktes mitwirken. In einer Shanghaier Zeitung wurde bereits die Gründung eines Nationalen Finanzgerichts vorgeschlagen (Wang Lanjun 2000).

Weitreichende Auswirkungen auf die Entwicklung der Aktienmarktregulierung wird auch ein verstärktes Engagement *ausländischer Brokerhäuser und Investmentbanken* auf dem chinesischen Wertpapiermarkt mit sich bringen. Anfang 2001 existierten in Shanghai mehr als 30 Repräsentanten ausländischer Wertpapierhäuser und Fondsgesellschaften, die sich auf die schrittweise Öffnung des chinesischen Wertpapiermarktes vorbereiten und sich bemühen, chinesische Führungskräfte mit erstklassigen Kontakten in der Branche anzuwerben.²⁹ Da sich insbesondere amerikanische Investmentbanken in den letzten Jahren an wichtigen Wertpapiermärkten durch ein intensives Lobbying in Regulierungsfragen³⁰ hervorgetan haben, 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 Anlagemöglichkeiten, 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.³¹ Die von der chinesischen Regierung versprochene Öffnung des Kapitalmarktes birgt das aus den südostasiatischen Ländern bekannte Risiko, dass die Liberalisierungsmaßnahmen verfrüht durchgeführt werden (Haggard 2000: 32), bevor adäquate rechtliche, administrative und informationelle Kapazitäten so fest etabliert sind, dass die erheblichen finanziellen und ökonomischen Risiken auf liberalisierten Kapitalmärkten eingedämmt werden können. Hier gilt die Regel: "Adequate financial supervision... should precede

²⁹ 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.

³⁰ Insbesondere das in Hongkong seit acht Jahren vorbereitete Wertpapiergesetz ist jüngst zum Ziel massiven, abgestimmten Lobbyings durch die großen amerikanischen Akteure geworden, vgl. Gottwald/Liedtke 2001.

³¹ Zu den möglichen Rückwirkungen des WTO-Beitritts auf den chinesischen Wertpapiermarkt siehe Shen Pei 2000 und die speziellen Ausführungen zum General Agreement on Trade in Services (GATS) von Burke 1999.

capital account liberalisation” (Emerging Markets Committee/IOSCO 1999: 70). Mit Blick auf die gegenwärtig nur in Ausnahmesituationen starke Kapazität der chinesischen Finanzaufsicht wird deutlich, wie groß die Risiken sind, die auf die politische Ökonomie Chinas zukommen, falls die in den WTO-Vereinbarungen gemachten Öffnungsversprechen tatsächlich eingelöst werden. Allerdings erwarten einige 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 chinesische Politiker seien davon überzeugt, dass ausländische Investmentgesellschaften während der „Asienkrise“ eine negative Rolle gespielt hätten, die ihnen im Falle Chinas nicht zugestanden werden dürfe (*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 Rechenschaftspflicht angesichts unübersehbarer Marktmanipulationen in der chinesischen Börsendiskussion deutlich zu vernehmen (vgl. etwa Yi Hao 2000: 36). 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

- ADB (Asian Development Bank Institute) (Hg.) (2000), „Securities Market Regulation“. Third Tokyo Seminar, April 2000, *ADB Executive Summary Series*, No. S 21/00.
- Allen, Linda (1997), *Capital Markets and Institutions: A Global View*. New York: John Wiley & Sons.
- Bowles, Paul/White, Gordon (1993), *The Political Economy of China's Financial Reforms: Finance in Late Development*. Boulder: Westview Press.
- Brown, David (2000), „The Regulator in Transition: Addressing the New Realities of the Marketplace“, Mimeo, 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia, May 17, 2000.
- 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.
- Champion, Steven R. (1997), *The Great Taiwan Bubble : The Rise and Fall of an Emerging Stock Market*. Pacific View Press.
- Chen, Baizhu/Dietrich, J. Kimbell/Feng, Yi (2000), *Financial Market Reform in China: Progress, Problems, and Prospects*. Boulder: Westview Press.
- CSRC Organizational Profile (2000). http://www.chinaonline.com/refer/ministry_/profiles/csrc.asp. Zugang 24.11.2000.
- CSRC (1998), „Zhengquan jianguan zhuan yuan banshichu zanxing banfa“ (Vorläufige Maßregeln für die Büros der Bevollmächtigten für die Wertpapieraufsicht), abgedruckt in: ZK-Disziplin-Kontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (2000), fünfter Band, S.278-279.
- CSRC (2000) (Hg.), *Zhongguo zhengquan qihuo tongji nianjian 2000* (China Securities and Futures Statistical Yearbook). Beijing: Zhongguo caizheng jingji chubanshe.

- Czada, Roland / Lütz, Susanne (Hg.) (2000), *Die politische Konstitution von Märkten*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- 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, Zugang: 24.11.2000.
- Eberlein, Burkhard (2000), „Regulierung und die Konstitution von Märkten in Europa“, in: Czada/Lütz (2000), S.89-106.
- 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.
- Fülbier, Rolf Uwe (1999), „Regulierung: Ökonomische Betrachtung eines allgegenwärtigen Phänomens“, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, Heft 9, September 1999, S.468-473.
- Gamble, William (2000), „It's All in the Family: Regulating the Stock Regulators“, China Online (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>.
- Green, Stephen (2000), „Ya Hear the One About the Chinese Stock Market?“, in: China Online (www.chinaonline.com), Commentary, 1 Juni 2000.
- 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.
- 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 (2001), „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>.
- Hellman, Joel/Jones, Geraint/Kaufmann, Daniel (2000), „Seize the State, Seize the Day: State Capture, Corruption and Influence in Transition“. *Policy Research Working Paper*, No. 2444. September 2000. Washington, D.C.: The World Bank Institute.
- Hertz, Ellen (1998), *The Trading Crowd. An Ethnography of the Shanghai Stock Market*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Huang, Yasheng (1996), *Inflation and Investment Controls in China: The Political Economy of Central-Local Relations during the Reform Era*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Huntington, Samuel P. (1968), *Political Order in Changing Societies*. New Haven: Yale 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).
- IOSCO [International Organisation of Securities Commissions] (Hg.) (1998), *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Part II: The Regulator. Montreal: IOSCO 1998.

- IOSCO [International Organisation of Securities Commissions] (Hg.) (2000), *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*. Report of the Technical Committee, May 2000.
- Jiang, Ming (2001), "Gupiao shichang de 'guan shang goujie'" (Die Kollusion von Funktionären und Geschäftsleuten im chinesischen Aktienmarkt), in: *Guangjiaojing* (Hongkong), 2/2001, S.24-26.
- Jin, Dehuai (1999), *Dangdai Zhongguo zhengquan shichang*. Shanghai: Shanghai caijing daxue chubanshe.
- 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.
- Laffont, Jean-Jaques/ Tirole, Jean, "The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture", in: *Quarterly Journal of Economics*, November 1991, Vol. 106, S. 1089-1127.
- Lee, Ruben (2000), *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- Leigh, Nancy (2000), "China Unveils New Rules for Online Securities Trading", in: *International Financial Law Review*, September 2000, S.50-54.
- Lewis, Michael (1989), *Liar's Poker: Rising through the Wreckage on Wall Street*. New York: Penguin Books.
- Linz, Juan/Stepan, Alfred (1996), *Problems of Democratic Transition and Consolidation: Southern Europe, South America, and Post-Communist Europe*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Liu, Defu (Hg.) (1999), *Chuzhi lingdao tizhi xia jinrong xitong Dangwei shuji gongzuo quanshu* (Kompendium zur Arbeit von Partei(komitee)sekretären im Finanzsystem unter der [neu eingeführten] vertikalen Führungsstruktur), Beijing: Dangdai Zhongguo chubanshe. 3 Bände.
- 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 xinxi ribao*, 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.
- Lo, Alexandra (1999), "The PRC Securities Law and the Development of the Mainland Securities Market", *Hong Kong Lawyer*, November 1999 (<http://www.hk-lawyer.com/1999-11/Nov99-65.htm>, Zugang am 12.2.2001)
- Lütz, Susanne/Czada, Roland (2000), "Marktconstitution als politische Aufgabe: Problemskizze und Theorieüberblick", in: Czada/Lütz (2000), S.9-35.
- Morgenstern, Claudia (2000), "Implementing Global Regulatory Principles and Standards", Mimeo, 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia, May 18, 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.
- Naishul', Vitalii. A. (1991), *The Supreme and Last Stage of Socialism*. London: Centre for Research into Communist Economies.
- Nee, Victor (2000), "The Role of the State in Making a Market Economy", in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol.156, No.1 (March 2000), S.64-87.
- Olson, Mancur (2000), *Power and Prosperity: Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships*. New York: Basic Books, 2000.

- Oxford Analytica (2000), "China – Market Manipulation", in: *Korea Economic Weekly*, 6.11.2000: 23.
- Pan, Yingli (2000), *Zhongguo zhengquan shichang guifan fazhan wenti yanjiu* (Studien zu Fragen der Normenentwicklung auf dem chinesischen Aktienmarkt). Shanghai: Shanghai caijing daxue chubanshe.
- 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)
- Peltzman, Sam (1976), "Toward a More General Theory of Regulation", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 19, S. 211-240.
- Perotti, Enrico C./Oijen, Pieter van (1999), "Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economis". Working Papier No. 234, William Davidson Institute, University of Michigan, March 1999.
- Quanguo renda "zhengquanfa" qicao xiaozu (1999), *Zhonghua renmin gongheguo zhengquanfa* (Das Wertpapiergesetz der VR China). Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe.
- Ricketts, Martin (2000), "The Role of the State in Making a Market Economy", in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol.156, No.1 (March 2000), S.95-98.
- Schlüter, Uwe (2000), *Wertpapierhandelsrecht. Handbuch für Banken und Finanzdienstleistungsinstitute*. München: C.H. Beck Verlag.
- Shleifer, Andrei (1997), „Government in Transition“, in: *European Economic Review*, Vol.41, S.385-410.
- Shen, Pei (2000), *WTO: Zhongguo zhengquan shichang mianlin de jiyu yu tiaozhan* (WTO: Chancen und Herausforderungen für den chinesischen Wertpapiermarkt). Beijing: Jingji kexue chubanshe,
- Sparrow, Malcolm (2000), "Effective Regulation", Mimeo, 25th IOSCO Annual Conference, Sydney, Australia, May 18, 2000.
- Staatsrat der VR China, Kanzlei (1998), "Guowuyuan bangongting guanyu yinfa 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 Wertpapieraufsichtskommission), abgedruckt in: ZK-Disziplinikontroll-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.
- Stiglitz, Joseph (1998) "The Role of the Financial System in Development". Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean. Washington, DC: The World Bank.
- Tu, Guangshao (Hg.) (2000), *Shichang jianguan* (Marktaufsicht). Shanghai: Shanghai renmin chubanshe.
- Walder, Andrew G. (1994), "The Decline of Communist Power: Elements of a Theory of Institutional Change", in: *Theory and Society*, Vol.23 (April), S.297-323.
- Wang, Jian/Yu, Guogang/Xia Bin (2000), "Shen jiaosuo zui chu suiye" (Die Gründungszeit der Börse Shenzhen) (Artikelserie "Zhongguo di yi dai zhengquan ren huidao", Nr.5), in: *Caijing*, November 2000.
- Wang, Lanjun (2000), "Zujian Zhongguo jinrong fayuan you xiao fanghua jinrong fengxian" (Die Gründung eines Chinesischen Finanzgerichts kann zur Reduzierung der Risiken im Finanzsystem beitragen), in: *Shanghai jinrong bao*, (<http://www.sfnnews.sh.cnn/epublish/gb/paper1/659/class000100002/hwz6611.htm>), Zugang 18.9.2000)
- Wang, Lianzhou/Li, Cheng (2000), *Fengfeng yuyu zhengquanfa* (Die Turbulenzen des Wertpapiergesetzes). Shanghai: Sanlian shudian.
- Wei, Wenyuan (2000), "Shang jiaosuo de chuchuang suiye" (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 chubanshe.
- Wen, Jiabao (1999), „Qieshi jiaqiang he gaijin jinrong xitong Dang de jianshe“ (Konsequent den Parteaufbau im Finanzsystem verstärken und verbessern), in: *Zhongguo jinrong*, 5/1999, 4-6.
- Wenger, Ekkehard (1996), „Kapitalmarktrecht als Resultat deformierter Anreizstrukturen“, in: Dieter Sadowski/Hans Czap/Hartmut Wächter (Hg.), *Regulierung und Unternehmenspolitik: Methoden und Ergebnisse der betriebswirtschaftlichen Rechtsanalyse*. Wiesbaden: Gabler Verlag
- World Bank (1997), *World Development Report 1997: The State in a Changing World*. New York: Oxford University Press.
- World Bank (2000), *Reforming Public Institutions and Strengthening Governance: A World Bank Strategy* (November 2000). Washington, D.C.: The World Bank.
- 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 Parteaufbau 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 Wertpapieraufsichtskommission?), in: *Dongxiang* (Hongkong), 8/2000, S.35-37.
- Zentralbank, Forschungsamt (1999), *Zhongguo xiandai zhongyang yinhang tizhi: Zhongguo renmin yinhang guanli tizhi de zhongda gaige* (Chinas modernes Zentralbanksystem: Die große Verwaltungsstrukturreform der Chinesischen Volksbank). Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe.
- Zhang, Weiyong (2000), „Zhongguo gupiao shichang cunzai de ruogan wenti“ (Einige auf dem chinesischen Aktienmarkt existierende Probleme“), in: *Caijing*, April 2000.
- Zhang, X.C. 2000, „The Old Problems, the New Law, and the Developing Market – A Preliminary Examination of the First Securities Law of the People's Republic of China.“ In *International Lawyer*, Vol.4, No. 33, S.983-1014.
- Zhang, J. Zhe 1997, „Securities Market and Securities Regulation in China“, in: *North Carolina Journal of International Law and Commercial regulation*, Vol.2, No.22, S.557-530. [Seitenzahlen stimmen nicht!]
- Zhang, Zhixiong (2000), „Zhengquanfa' chutai: bu wei renzhi de neiqing“ (Unbekannte Interna der Verabschiedung des Wertpapiergesetzes), in: *Caijing*, Juli 1999.
- Zhao, Xijun (2000), *Lun zhengquan jianguan* (Über die Wertpapierregulierung), Beijing: Zhongguo renmindaxue.
- 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.
- Zou, Ximing (1998), *Zhonggong zhongyang jigou yange shilu* (Entwicklungschronik der Organe des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei Chinas) Beijing: Zhongguo dang'an chubanshe.
- Zhu, Shenqiu (2000), „Zhongguo zhengquan shichang shi nian huimou: Gushi shinian chenfu ji“ (Ein Zehn-Jahre-Rückblick auf den chinesischen Wertpapiermarkt: Eine Skizze des Auf- und Ab auf dem Aktienmarkt“, Marktstudie, Forschungsinstitut des Wertpapierhandelshauses Guotai Jun'an, 20.11.2000 (<http://stock10.homeway.com.cn/guang.../112001.shtm>, Zugang 28.11.00).
- ZK-Disziplin-Kontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (2000) (Zhongyang jinrong jilu jiancha gongzuo weiyuanhui/ jianchabu zhu jinrong xitong jianchaju) (Hg.), *Jinrong xitong zhifa zhiji wenjian huibian* (Sammlung von Doku-

menten 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-Dokument Nr.9 (1998), *Zhongfa (1998) 9 hao wenjian*, „Zhonggong zhongyang guanyu wanshan jinrong xitong Dang de lingdao tizhi, jiaqiang he gaijin jinrong xitong Dang de gongzuo you guan wenti de tongzhi“ (Zirkular des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei Chinas über Fragen betreffend die Verbesserung des Führungsstruktur der Kommunistischen Partei im Finanzsystem und über die Verstärkung und Verbesserung der Parteiarbeit im Finanzsystem) (19.5.1998), in: ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999: 190-193.

ZK-Finanzarbeitskommission (1998), „Zhonggong zhongyang jinrong gongzuo weiyuanhui guanyu zai jinrong tizhi gaige zhong tiaozheng peibei hao geji lingdao banzi de yijian“ (Stellungnahme der ZK-Finanzarbeitskommission zu einer effektiven Neuausrichtung und Besetzung von Führungsgremien im Zuge der Finanzstrukturreformen), in: ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999: 354-357.

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).

ZK-Organisationsabteilung/ZK-Finanzarbeitskommission (1998), „Zhonggong zhongyang zuzhibu, Zhonggong zhongyang jinrong gongzuo weiyuanhui guanyu zhongyang ge jinrong jigou Dangzu gaiwei Dangwei youguan wenti de tongzhi“ (Zirkular der ZK-Organisationsabteilung und der ZK-Finanzarbeitskommission über Fragen betreffend die Umwandlung von Parteigruppen in Parteikomitees in den zentralen Finanzorganen“) (14.6.1998), in: ZK-Finanzarbeitskommission, Organisationsabteilung 1999: 292-294.