



**Center for East Asian and Pacific Studies
Trier University, Germany
China Analysis No.4 (May 2001 [ergänzt November 2001])**

Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln

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: 8,28. 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.

Inhaltsübersicht

Sebastian Heilmann

Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln

1. Schlüsselakteure im chinesischen Aktienmarkt
2. Patronage im Primärmarkt: IPO-Regulierung und informelle IPO-Netzwerke
3. Kollusion im Sekundärmarkt: Informationelle und operative Marktinsider
4. Schattenmärkte für Wertpapiere und Börseninformationen
5. Die formalen und informellen Institutionen eines administrativen Marktes
6. Auf dem Weg zur „Finanzoligarchie“?

Einleitung

In dieser Studie, die unmittelbar an die Analyse der formalen Institutionen des chinesischen Aktienmarktes¹ anschließt und diese ergänzt, sollen die Akteure am chinesischen Aktienmarkt und die zwischen ihnen etablierten informellen Spielregeln genauer untersucht werden.

Die Existenz systematischer Informationsasymmetrien und die Ausnutzung von Informationsvorteilen durch bestimmte Marktakteure ist kennzeichnend für alle Aktienmärkte (Haddock/Macey 1987: 331). Die chinesischen Börsen jedoch sind in besonderem Maße durch die aktive Manipulation von Börseneinführungen (IPOs) und Börsenhandel seitens staatsnaher Akteure geprägt. Es offenbart sich ein differenziertes Feld von marktbeherrschenden Insidern, die mittels ihrer Informationsvorteile systematisch gegenüber weniger gut informierten Akteuren profitieren. Nicht Unternehmenswert, Branchenpotenzial oder makroökonomische Entwicklung sind der Ausgangspunkt für „Bullen“- oder „Bären“-Märkte an den chinesischen Börsen, sondern vornehmlich das aktive IPO- und Kurs-Management durch meist eng mit staatlichen Stellen verbundene Akteure.

Der erste Abschnitt stellt wichtige Akteure am chinesischen Aktienmarkt vor. Die Tätigkeiten staatlicher Akteure (Zentralregierung, Wertpapieraufsichtskommission [CSRC], subnationale Regierungen) und die Rolle staatlicher börsennotierter Unternehmen sollen im Kontext der Fallstudien zu Börseneinführungen (Abschnitt 2) und zum Aktienhandel (Abschnitt 3) eingehend erörtert werden. Im vierten Abschnitt werden Grundstrukturen von Schattenmärkten für Wertpapiere und Börseninformationen dargelegt. In den beiden Schlussteilen werden die im chinesischen Wertpapierhandel erkennbaren inoffiziellen Spielregeln in das Modell des „administrativen Marktes“ eingeordnet und Konsequenzen der engen Beziehungen zwischen Regulierern und Regulierten („regulatory capture“, „Finanzoligarchie“) erörtert.

1 Schlüsselakteure im chinesischen Aktienmarkt

Im chinesischen Börsenjargon wird scharf zwischen Kleinanlegern als „Verstreuten Spielern“ (*sanhū*) und Großanlegern einschließlich institutioneller Investoren als „Großen Spielern“ (*dahū*) unterschieden. Eine zentrale Rolle nehmen nicht nur in der Börsenmythologie, sondern – wie wir sehen

¹ Siehe Sebastian Heilmann (2001), „Der chinesische Aktienmarkt (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel“. Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.3 (<http://www.asienpolitik.de>).

werden – auch in der Börsenrealität so genannte „Spielmacher“ (*zhuangjia*) unter den Großanlegern ein, die durch ihre aktiven Kursmanipulationen den Markt zumindest phasenweise kontrollieren.²

Die Kleinanleger sind zwar eine äußerst heterogene Gruppe. In der chinesischen Börsen-debatte werden sie jedoch als einheitlicher kollektiver Akteur gezeichnet, der immer wieder als Opfer für die Marktmanipulation von Großanlegern oder die willkürlichen Markteingriffe von Regierungsstellen dargestellt wird (Hertz 1998: 173, 179). Nach offiziellen Angaben waren bis Ende 2000 rund 58 Mio. Aktiendepots in Shanghai und Shenzhen eröffnet. Da aber der Großteil der Anleger an beiden Börsenplätzen separat ein Aktiendepot unterhält, liegt die tatsächliche Zahl der Anleger bei schätzungsweise nur rund 30 Mio. Da nach Untersuchungen der Börse Shanghai auch noch mehr als die Hälfte der Aktiendepots zumindest zeitweise „leer“ (also ohne dort registrierte Wertpapiere) sind, reduziert sich die Zahl der kontinuierlich aktiven Anleger nochmals deutlich (*Shenzhen shangbao*, 1.2.2001).³

„Großanleger“ (*dahu*) waren in der Gründungsphase des Aktienmarktes vor 1992 gewöhnlich private Investoren, die das Kapital an der Börse einsetzten, das sie seit Einleitung der Reformpolitik 1978 in privaten unternehmerischen Tätigkeiten oder aber auf verschiedenen Schwarzmärkten erlangt hatten (Hertz 1998: 132). Die Großanleger aus der Gründungsphase stellten bereits die Spielregeln auf, die bis heute für die Börsentätigkeit vieler Großinvestoren gelten: Ziel ist es, bestimmte Aktien „kurz anzubraten“ (*chao*), d.h. durch kurzfristige An- und Verkäufe die Kursdifferenzen für Gewinnmitnahmen zu nutzen. Im besten Falle gelingt es, durch mit anderen Großanlegern abgestimmte Aktionen den Kurs einer Aktie so hochzutreiben, dass die Masse der Kleinanleger ihre Käufe auf diese Aktie konzentriert. Für die zuvor eingestiegenen Großanleger bestehen dann erhebliche Möglichkeiten zu Gewinnmitnahme, bevor die Kurse zu Lasten der Kleinanleger abstürzen: „Die Großanleger fressen die Kleinanleger“ (*dahu chi sanhu*).

Seit Anfang 1993 wurden die privaten Großanleger in ihrer Kursgestaltungsmacht übertrumpft durch institutionelle Anleger (*jigou touzizhe*), die aus staatlichen Finanzdienstleistungsorganisationen (von Staatsbanken über Treuhand- und Investment-Gesellschaften bis hin zu Finanzfirmen, die große Staatsunternehmen allein zum Zweck von Börseninvestments gegründet hatten) hervorgingen.⁴ Bis Ende 1997 wurden 78 kaum wirkungsvoll regulierte Investmentfonds mit einem Gesamtkapital von 7,6 Mrd. Yuan RMB offiziell registriert. Hinzu kam eine noch höhere Zahl von „grauen“ Investmentfonds mit beträchtlichen Kapitalmitteln, aber ohne offizielle Lizenz (siehe hierzu im Detail Abschnitt 4). Unter dem Eindruck der „Asienkrise“ entschied die Zentralregierung im November 1997, diese „alten Fonds“ einer strikteren Aufsicht zu unterwerfen („Einstweilige Maßregeln für die Verwaltung von Wertpapier-Investmentfonds“). In den Jahren 1998 bis 2000 gingen die „alten Fonds“ durch Reorganisation, Übertragungen und Fusionen in 31 nationale Investmentfonds („neue Fonds“) ein, die von nur noch zehn nominell unabhängigen Fondsgesellschaften verwaltet werden.⁵ Auf dem Kurshöchststand des Jahres 2000 erreichten die 31 Fonds ein Gesamtvolumen

² Der Begriff *zhuangjia* stammt aus dem taiwanischen Spieler- und Kasinójargon und bezeichnet ursprünglich den „Bankhalter“ in Geldspielen, gegen den die anderen Spieler ihre Einsätze verwetten. Siehe hierzu die Erläuterungen des Ökonomen Liu Jipeng in: *Zhongguo qingnian bao*, 12.1.2001.

³ Eine weitere Quelle für Verzerrungen der Anlegerzahl wurde jüngst bekannt: Manche „Spielmacher“ kaufen offenbar ärmeren Chinesen die Personalpapiere ab, um anschließend Personendepots zu eröffnen, mit deren Hilfe sie ihre Marktaktivitäten und die von ihnen kontrollierten Aktienpakete und Unternehmensanteile verschleiern können (*Caijing* 2/2001).

⁴ Auch die meisten chinesischen Wertpapierhandelsfirmen sind ursprünglich aus den Staatsbanken oder aus Treuhand- und Investment-Gesellschaften hervorgegangen (Hertz 1998: 53).

⁵ Die meisten Fondsgesellschaften sind aus zuvor schon bestehenden staatlichen Wertpapierhäusern heraus gegründet worden und operieren häufig nicht wirklich unabhängig, da sie in der Regel sehr enge Beziehungen mit ihrem Wertpapier-„Mutterhaus“ (zugleich Hauptaktionär der Fondsgesellschaft) unterhalten. In der chinesischen Wertpapierbranche werden die Fondsgesellschaften deshalb scherzhaft auch als „Zweite Abteilung für Asset Management“ der großen Wertpapierhäuser bezeichnet (*Caijing* 10/2000: 30). Internationale Erfahrungen deuten darauf hin, dass Fondsgesell-

von rund 77 Mrd. Yuan RMB und einen Anteil am Marktwert der handelbaren A-Aktien von rund 11% (*Caijing* 10/2000: 22). Damit verfügen selbst einzelne Fondsgesellschaften über eine erhebliche Marktmacht: „Investmentfonds sind zur maßgeblichen Hauptmacht (*zhuli*) im gegenwärtigen chinesischen Markt geworden“ (*Zhongguo zhengquan bao*, 9.2.2001).

Die chinesischen Wertpapierregulierer sahen die Konsolidierung von großen Fondsgesellschaften als Entstehung einer „gesunden Kraft“ für den Markt. Man erhoffte von diesen neuen institutionellen Großinvestoren ein „rationales“, längerfristiges Investitionsverhalten. Darüber hinaus sah die Regierung in mächtigen, staatsnahen institutionellen Anlegern ein Instrument zur Kontrolle und Förderung des rasch wachsenden Aktienmarktes. Nach dem Verbot von Aktienmarktinvestitionen durch chinesische Banken brach die Kaufkraft und Investitionsbereitschaft 1997 zwischenzeitlich ein. Die Etablierung von Investmentfonds mit großer Marktmacht erschien der Regierung als entscheidendes Instrument, um dem Aktienmarkt dauerhaft Auftrieb zu verleihen (*South China Morning Post*, 16.10.1997). Die neuen Fonds wurden durch großzügige Finanzierungsmöglichkeiten massiv gefördert: Insbesondere wurde Aktienvermögen als Sicherheit für die Kreditaufnahme durch Wertpapierhandelsunternehmen zugelassen. Die staatliche Aufsicht aber wurde offenkundig vernachlässigt (zu den Konsequenzen siehe Abschnitt 3).

Die gezielte Kursbeeinflussung durch staatliche Wertpapier- und Kapitalanlagefirmen auf Weisung von Regierungsstellen hat seit der Gründung der chinesischen Börsen eine zentrale Rolle für die Marktentwicklung gespielt. Hertz weist in ihrer im Jahre 1992 durchgeführten Feldstudie der Börse Shanghai nach, dass ein bedeutender Teil der „Regulierung“ des Aktienmarktes damals darin bestand, dass Regierungsstellen Wertpapierhäuser zum An- oder Verkauf großer Wertpapierbestände anwies, um auf diese Weise die Kursbewegungen zu beeinflussen.⁶ Auch in den Jahren 1999/2000 sollen Wertpapierhäuser und Fondsgesellschaften von Regierungsstellen wie der CSRC dazu angehalten worden sein, den Markt mit allen Mitteln zu stützen (Yi Hao 2000: 37). Massive Marktmanipulationen wurden von den staatlichen Regulierungsorganen daraufhin ignoriert.

Um die besonderen Regeln der Interaktion zwischen den bestimmenden Akteuren auf dem Primärmarkt (Emissionsmarkt) und dem Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt) zu studieren, sollen in den folgenden beiden Abschnitten ausgewählte Fallstudien für gängige Manipulationsmethoden am chinesischen Aktienmarkt behandelt werden.⁷

2 Patronage im Primärmarkt: IPO-Regulierung und informelle IPO-Netzwerke

Das in China praktizierte Verfahren zur Erstausgabe von Aktien an den Börsen (Initial Public Offering, IPO) ist bis heute durch planwirtschaftliche Prinzipien bestimmt: Mengen- und Kapitalquoten, administratives Zulassungsverfahren und administrative Festlegung des Erstausgabepreises. Seit 1996 gilt ein System der „Dreifachen Beantragung und zweistufigen Genehmigung“ (*san ci shenqing, liang ji pizhun*). Die Unternehmen müssen beantragen: *erstens* die Aufnahme in das jährliche Emissionskontingent⁸, *zweitens* das Kapitalvolumen der von ihnen auszugebenden Aktien, *drittens*

schaften, die von Broker-Häusern abhängig sind, wesentlich riskantere Marktstrategien verfolgen und nicht zu langfristigen Investitionen und zur Marktstabilisierung beitragen können (*South China Morning Post*, 2.4.2001). Anfang 2001 bestanden insgesamt 101 staatlich lizenzierte Broker-Unternehmen (*Shanghai zhengquan bao*, 13.1.2001).

⁶ „These measures, while issued secretly, were visible to all through the computer terminals at brokerages which reported each trade with the number of the purchasing agent“ (Hertz 1998: 63, 66-67).

⁷ Ein offizieller, vom Staatsratsbüro für Wirtschaftsstrukturereformen zusammengestellter Überblick über 39 Wertpapierkandale der neunziger Jahre findet sich in *Renmin ribao*, 11.11.2000. Einen systematischen Überblick über Typen des Wertpapierbetrugs und der Aktienmarktmanipulation für die Jahre bis 1997 bietet Pan Yingli 2000: 161-173.

⁸ Diese Kontingente werden örtlichen Regierungen und Organen der Zentralregierung von der CSRC zugeteilt und folgen den Vorgaben der staatlichen Industriepolitik, die von der Planungskommission und von der Kommission für

die Eröffnung des eigentlichen Emissionszulassungsverfahrens. Genehmigungen müssen sie erhalten auf der ersten Stufe von der ihnen übergeordneten Regierungsstelle (das heißt von der örtlichen Regierung oder/und von einem Organ der Zentralregierung) sowie auf der zweiten Stufe von der CSRC (Zhao Xijun 2000: 190-193). Die letztinstanzliche Entscheidung über die Börsenzulassung wird aber nicht selten auf höchster politischer Ebene – insbesondere im Kreise des Ministerpräsidenten Zhu Rongji, gelegentlich auch unter Mitwirkung von Jiang Zemin – getroffen (*South China Morning Post*, 3.8.2000; Interviews in Beijing im April und November 2000).

Das planwirtschaftliche IPO-Verfahren hat Einfluss nicht nur auf die Qualität der börsennotierten Unternehmen, sondern auch immer wieder auf die Kursentwicklung an den chinesischen Börsen genommen. Seit 1993 legte die Staatliche Planungskommission in Abstimmung mit der Wertpapierkommission des Staatsrates einen „Jahresplan für Erstemissionen“ (*niandu xingu faxing jihua*) fest. Da die Möglichkeiten zur Kapitalneuaufnahme am Primärmarkt aber von wiederkehrenden Nachfrageschwächen beeinträchtigt wurden, mussten die Plankontingente nicht selten ins darauf folgende Jahr hinüberverlagert werden (so 1993 und 1994). Im Falle eines „Bullenmarktes“ mit einem hohen Aufnahmevermögen für Neuemissionen reichten die Plankontingente jedoch oft nicht aus, um die Nachfrage nach Aktien zu befriedigen (so 1996 und in der ersten Hälfte 1997) (Zhao Xijun 2000: 195-197). Der Einbruch am Aktienmarkt in den Jahren 1997-1999 wird meist mit einer im Umfang maßlosen Zunahme von Emissionen im ersten Halbjahr 1997 erklärt. Zhao Xijun verbindet damit eine massive Kritik: Wenn die Regierung einerseits sage, dass die Anleger selbst die Risiken des Aktienmarktes tragen müssten, andererseits aber der Aktienmarkt mit Erstemissionen von zweifelhaften Unternehmen überschüttet werde, so sei eine solche Zulassungspolitik eine „Irreführung“ der Anleger und politisch „unverantwortlich“.

Kurz: In China wählt die Regierung die börsentauglichen Unternehmen nach politischen Kriterien aus. Marktorientierte IPO-Verfahren, die sich auf die Einschätzung durch Emissionshäuser, Börsenorgane oder potenzielle Investoren (beispielsweise im Bookbuilding-Verfahren zur Bestimmung des Erstausgabepreises) stützen, spielen bislang keine wirksame Rolle: „Das Angebot von Wertpapierprodukten wird in China durch die Regierung kontrolliert. Eine derartige Kontrolle führt in gewissem Umfang ... zu einem Monopol. Und ein Monopol führt womöglich zu einem Marktversagen, das ein Sinken der Allokationseffizienz von Ressourcen am Kapitalmarkt bewirkt“ (Zhao Xijun 2000: 194).

Das planwirtschaftliche, von administrativen und politischen Akteuren bestimmte IPO-Verfahren hat zu spektakulären Korruptionsskandalen geführt. Die Börsenzulassung der Kangsai-Gruppe (Textilbranche) 1996 etwa stützte sich den staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen zufolge darauf, dass fast alle im Zulassungsverfahren involvierten wichtigen Verwaltungs- und Parteifunktionäre bzw. deren Familienmitglieder großzügige Aktienpakete bei der Erstausgabe zugeteilt bekamen. Da der Aktienkurs sich am ersten Handelstag erwartungsgemäß fast verdoppelte, wurden Dutzende der am Zulassungsverfahren beteiligten Funktionäre durch den raschen Verkauf schlagartig zu Millionären (*Zhonghua gongshang shibao*, 28.11.2000; *International Herald Tribune*, 29.12.2000).

Noch weiter gehende Manipulationen wurden im Februar 2001 im Zusammenhang mit dem Börsengang einer maroden staatlichen Hühnerzuchtfirma bekannt, die unter dem Namen „China Venture Capital“ (*Zhongkexi*) zu einem im Jahr 2000 zeitweise äußerst begehrten „Biotechnologie“-Wert an Chinas Börsen wurde. Die „Reorganisation“ der Hühnerzuchtfirma war jedoch von vornherein nur vorgetäuscht, die fingierten Restrukturierungs- und Finanzpläne wurden von Wirt-

Wirtschaft und Handel ausgearbeitet wird. In jährlichen Mitteilungen der CSRC über die „Arbeit im Emissionswesen“ werden detaillierte Weisungen über die Unternehmenstypen und Branchen gegeben, die vorzugsweise für Börseneinführungen in Frage kommen. 1997 etwa sollten staatliche „Unternehmen mit Entwicklungspotenzial, die gegenwärtig noch Geschäftsverluste aufweisen“, bevorzugt zugelassen werden (Zhao Xijun 2000: 190-193).

schaftsprüfern und Wertpapieraufsichtsorganen offenbar problemlos gebilligt und sogar in amtlichen Börsenzeitschriften abgedruckt. An der erfolgreichen Börsenplatzierung von „China Venture Capital“ war ein landesweites Netzwerk von „Spielmachern“ (*zhuangjia*) unter privaten und institutionellen Großanlegern beteiligt, das offenkundig über exzellente Beziehungen zu den Regierungsstellen verfügte, die Einfluss auf ein reibungsloses Börsenzulassungsverfahren nehmen konnten (Caijing 2/2001).

Nicht alle IPO-Zulassungsverfahren sind in diesem Ausmaß von Korruption geprägt. Das Bauunternehmen Kaili beispielsweise arbeitete fünf Jahre lang – mit Unterstützung der Provinzregierung Hainan und der Staatlichen Kommission für Minderheitennationalitäten – auf einen Börsengang hin. Die CSRC verweigerte dem Unternehmen aber schließlich die Zulassung. Es ist nicht auszuschließen, dass gerade das Fehlen systematischer Bestechungsaktivitäten auf Seiten des Unternehmens zu diesem Misserfolg beigetragen hat.⁹

Der „Emissionshunger“ (*fagu ji'e*) führt zu heftigen Rivalitäten zwischen verschiedenen Regierungsstellen in der Zentrale und in den Regionen um Kontingente und Quoten. Da Unternehmen, lokale Regierungen oder Organe der Zentralregierung sich mit aller Kraft für die von ihnen beantragten IPOs einsetzten, wurde das Zulassungsverfahren durch vielfältige irreguläre Einflüsse – politische Patronage, Lobbyismus und Korruption – dermaßen belastet, dass ökonomische Bonitätskriterien und formale administrative Kontrollen zu einer bloßen Formalie wurden und die IPO-Verfahren ohne Transparenz und Nachprüfbarkeit durchgeführt wurden.

Das Ausmaß der politischen Patronage und Manipulationsmöglichkeiten in IPO-Verfahren ist auch in chinesischen Medien ein häufig diskutierter Missstand. Für Regierungsstellen ist die Börseneinführung von ihnen zugeordneten Staatsunternehmen eine äußerst wichtige Angelegenheit, da diese Regierungsstellen als (Mit-)Eigentümer solcher Unternehmen massiv von Börsengängen profitieren. Hier sind wichtige Interessen gerade auch von Seiten hochrangiger regionaler Funktionäre involviert: Es geht um nationales Prestige, um Positionen in Aufsichtsgremien der börsennotierten Unternehmen und um voluminöse Sonderzuwendungen, die häufig in Form von Aktienpaketen vor dem ersten Handelstag von der Unternehmensleitung vergeben werden (Interviews in Beijing 1997 und 2000; Jiang Ming 2001).

Regionale Regierungen weisen den für einen Börsengang in Frage kommenden Unternehmen nicht selten erhebliche Finanzmittel aus öffentlichen Haushalten zu, um deren Bilanzen vor dem Börsenzulassungsverfahren aufzubessern. Darüber hinaus bestehen gängige Mittel der Protektion solcher Unternehmen in einer Senkung der Steuerlast (formal häufig als „Steuerrückerstattungen“ deklariert), Ad-hoc-Zuwendungen aus öffentlichen Haushalten oder Fonds, Vergabe niedrig verzinsster Kredite durch von lokalen Regierungen beeinflussbare Staatsbanken sowie weitere Vergünstigungen im Hinblick auf die Bewertung von Anlagewerten des Unternehmens (*Jingji Ribao*, 21.9.2000). Immer wieder sind massive Manipulationen bei der Reorganisation und bei Fusionen von Staatsunternehmen vor und nach dem Börsengang bekannt geworden. Inoffiziellen Schätzungen zufolge hat mehr als die Hälfte aller börsennotierten Unternehmen in ihren IPO-Anträgen falsche Angaben gemacht (Oxford Analytica 2000).

Das mehrstufige, administrative Börsenzulassungsverfahren begünstigt die systematische Rentenabschöpfung durch die am Zulassungsverfahren beteiligten Akteure. Aufgrund des restriktiven, von politisch-administrativen Akteuren dominierten und oft jahrelang dauernden IPO-Zulassungsverfahrens entsteht ein Beziehungsnetz von Komplizen, dem typischer Weise angehören: die Leiter des börsenwilligen Unternehmens; Partei- und Staatsfunktionäre in zentralen und regio-

⁹ Allerdings strengte Kaili als erstes chinesisches Unternehmen mit Erfolg ein Gerichtsverfahren gegen die CSRC an und setzte überraschend eine Überprüfung des IPO-Verfahrens durch (*Shenzhen Shangbao*, 6.12.2000).

nalen Führungsgremien; administrative Stellen, die auf den verschiedenen Ebenen an der Bewilligung beteiligt; Finanzinstitute am Unternehmenssitz; das Emissionshaus und die Börse, die die Aktien an den Markt bringen (siehe Übersicht 5).

**[Übersicht 5 im Anhang:
„IPO-Netzwerke in der VR China: Am Antrags- und Genehmigungsverfahren
beteiligte Akteure und deren Interaktionsbeziehungen“]**

Aufgrund des intransparenten, von Patronage und Korruption gekennzeichneten IPO-Verfahrens bestehen in der chinesischen Wertpapierbranche grundlegende Zweifel an der Integrität der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission (CSRC). Der CSRC wird gelegentlich sogar vorgeworfen, dass sie Züge einer „Mafia“ (*hei shehui*) angenommen habe, die aufgrund korrupter Beziehungen zu mächtigen Interessengruppen in Regierung und Wirtschaft ihre Entscheidungen treffe. Kein Unternehmen wage es, sich bei der CSRC unbeliebt zu machen (*Zhonghua gongshang shibao*, 8.1.2001). Auch sei es auffällig, dass Mitarbeiter der CSRC nach ihrem Ausscheiden aus dem Amt und dem Wechsel in Wertpapierhandelsunternehmen durchweg sehr wohlhabend seien. Wer auch nur wenige Jahre in der CSRC gearbeitet habe, komme mit einem „vergoldeten Körper“ wieder heraus und rücke meist gleich in Spitzenpositionen der Wertpapierbranche auf (Yi Hao 2000: 37).

Jedenfalls werden im Rahmen des derzeitigen IPO-Verfahrens nicht die wirtschaftlich besten Unternehmen ausgewählt, sondern Unternehmen, die aus der Sicht der übergeordneten Regierungsstellen den höchsten Kapitalbedarf haben, die meisten Arbeitsplätze sichern, hohe ausstehende Pensions- und Lohnforderungen vor sich her schieben und/oder gute Chancen zur Rentenabschöpfung für Partei- und Regierungsfunktionäre bieten (Gamble 2000). Nach Einschätzung von Salomon Smith Barney ist die Qualität der börsennotierten Unternehmen in China besorgniserregend: Schätzungsweise ein Drittel der börsennotierten Unternehmen in China könnte innerhalb der nächsten fünf Jahre insolvent werden (*South China Morning Post*, 17.1.2001).

Seit Jahren schon wird innerhalb Chinas und von ausländischen Beratern ein Übergang zu marktnahen Verfahren der Börseneinführung gefordert. Nach dem Inkrafttreten des Wertpapiergesetzes (1. Juli 1999) trat im September 1999 ein neues Gremium unter der CSRC zusammen, dem die unabhängige Prüfung von Unternehmensanträgen auf Börsenzulassung obliegt: der Prüfungsausschuss für Aktienemissionen (*Gupiao faxing shenhe weiyuanhui*). Im Jahr 2000 kam nur ein Fünftel der 80 Mitglieder des Prüfungsausschuss aus der CSRC, die Mehrheit stellten Fachleute aus der Wertpapierbranche und aus der Wissenschaft (*Shanghai zhengquan bao*, 9.2.2001). Die Prüfer dürfen keine persönlichen Verbindungen oder finanzielle Interessen an von Ihnen auf die Emissionstauglichkeit untersuchten Unternehmen haben, um eine unabhängige Prüfung sicherzustellen. Es finden geheime Abstimmungen statt, Zweidrittelmehrheiten sind für eine positive Entscheidung notwendig.

Da das Zulassungsverfahren aber vor der Überprüfung durch diesen Ausschuss weiterhin durch das Quotensystem und durch die Patronage regionaler bzw. zentraler Regierungsstellen bestimmt ist, sind die positiven Wirkungen einer unabhängigen Überprüfung beim Abschluss des Verfahrens bislang nur gering. Der Anfang 2000 ernannte neue Vorsitzende der CSRC, Zhou Xiaochuan, setzt sich seit seinem Amtsantritt für eine Abschaffung des Systems der Emissionskontingentierung und der administrativen Empfehlung von Unternehmen ein. Im Jahr 2001 soll der Übergang zu einem marktorientierten System gelingen, in dem ein Emissionskonsortium die Verantwortung für die Auswahl von börsenreifen Unternehmen übernimmt und der Ausgabekurs bei Erstemissionen durch marktnahe Verfahren festgelegt wird. Das administrative Quoten- und Genehmigungssystem soll schrittweise abgeschafft werden (*Zhengquan shibao*, 16.1.2001).

Da ähnliche Reformschritte in den vergangenen Jahren bereits ohne sichtbare Konsequenzen angekündigt wurden, scheint es erhebliche Widerstände gegen marktorientierte IPO-Verfahren zu geben:

Marktnahe IPO-Verfahren könnten die Chancen ungesunder Staatsunternehmen, an der Börse notiert zu werden, drastisch mindern oder ganz zunichte machen. Deshalb besteht kein nachdrückliches politisches Interesse an solchen Verfahrensänderungen und chinesische Börsenfachleute rechnen nicht mit kurzfristigen einschneidenden Änderungen im Hinblick auf die politische Bevorzugung von Staatsunternehmen (*Zhengquan shichang zhoukan*, 28.3.2001).

Der neueren Forschung zu politischen Risiken in „emerging markets“ zufolge kann nur ein umfassendes Privatisierungsprogramm mit einer scharfen Trennung zwischen Regierungsstellen und Unternehmen zu Klärungen im Bereich der corporate governance, zu höherem Vertrauen in den Wert der Unternehmen sowie allgemein zu einer Reduzierung des von den Anlegern und Unternehmensleitungen wahrgenommenen politischen Risikos im Aktienmarkt führen (Perotti/van Oijen 1999: 1-2). Zu einem solchen umfassenden Privatisierungsprogramm ist die politische Führung Chinas bislang aber nicht bereit.

3 Kollusion im Sekundärmarkt: Informationelle und operative Marktinsider

Zu Fragen des Insiderhandels und der Bekämpfung von Insider-Delikten gibt es eine vielschichtige wirtschaftswissenschaftliche und juristische Diskussion (Haddock/Macey 1987 bzw. Schlüter 2000: 91-104). In dieser Studie soll unter Insiderhandel allgemein verstanden werden: *die Gewinnerzielung im Wertpapierhandel mit Hilfe von kursrelevanten, vertraulichen Informationen, zu denen aufgrund einer beruflichen oder sonstigen spezifischen Tätigkeit ein exklusiver Zugang besteht*. Eine wichtige Erkenntnis der Public Choice-Forschung zum Insiderhandel besteht darin, dass zwischen unterschiedlichen Interessengruppen unterschieden werden muss, die um kursrelevante Informationsvorteile wetteifern. Haddock und Macey (1987: 314, 318) konzentrieren sich auf Rivalitäten zwischen Unternehmensinsidern (mit Vorteilen im Hinblick auf unternehmensinterne Informationen) einerseits und „stock market professionals“ (mit Geschwindigkeitsvorteilen in der Handelsausführung) andererseits, die beide zu den „informationellen Insidern“ im Wertpapierhandel gehören. Schlüter (2000: 93) unterscheidet darüber hinaus zwischen Unternehmensinsidern und Marktinsidern.¹⁰ Diese Begrifflichkeiten werden im Folgenden auf die Erörterung von Insiderhandel und Kursmanipulationen an den chinesischen Börsen angewandt.

Verbote von Insider-Aktivitäten und Kollusion mit dem Ziel von Kursmanipulationen finden sich im Wertpapiergesetz und in mehreren Regulierungsdokumenten der CSRC.¹¹ Obwohl aber die Entdeckung größerer Fälle von Insiderhandel mit Hilfe von automatisierten Datenauswertungen des Börsenhandels erleichtert worden ist, hat sich die CSRC bislang nicht durch ein entschlossenes Vorgehen gegen solche Delikte hervorgetan.¹² So treffen wir in China auf gleichsam institutionalisierte Verfahren der Marktmanipulation, die nur in seltenen Ausnahmephasen („Krisenmodus“) einem erhöhten Aufsichtsdruck ausgesetzt sind.

¹⁰ Die im deutschen Wertpapierrecht vorgenommene Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern (Schlüter 2000: 93) ist für die Zwecke der hier vorgelegten Studie nicht von Bedeutung.

¹¹ Im Herbst 2000 wurden strikte Regeln auch gegen Insiderhandel durch Mitarbeiter der CSRC bzw. durch deren Familienangehörige von den KP-Disziplinkontrollorganen der CSRC erlassen. Diese Insiderregeln lehnen sich an Bestimmungen an, die von der ZK-Disziplinkontrollkommission betreffend wirtschaftliche Betätigungen von hochrangigen Parteifunktionären und deren Angehörigen festgelegt worden waren (*Zhongguo zhengquan bao*, 13.9.2000).

¹² Im Sommer 1998 verhängte die CSRC abgestufte Sanktionen gegen insgesamt 90 Wertpapierhandelsunternehmen wegen Manipulationen in deren Rechnungslegung (Interview mit Zhou Zhengqing in: *Zhengquan shibao*, 11.12.2000). Insiderhandel und Kursmanipulationen waren nicht Gegenstand der Prüfung.

Folgende – von anderen internationalen Börsen gut bekannte – Kursmanipulationen¹³ finden sich nach derzeitigem Kenntnisstand am chinesischen Aktienmarkt besonders häufig (*Caijing* 10/2000: 20-35; 2/2001; *Shichang zhinan bao*, 18.2.2001):

- „*Stir-frying*“: Großanleger („Spielmacher“) treiben den Kurs einer Aktie kurzfristig so hoch, dass die Masse der Kleinanleger ihre Käufe auf diese Aktie konzentriert. Die Großanleger nehmen ihre Gewinne mit, bevor die Kurse zu Lasten der Kleinanleger abstürzen.
- „*Wash sales*“: Institutionelle Anleger täuschen Handelsvolumen durch häufiges Umschlagen bestimmter eigener Aktienbestände vor, um einen Kursanstieg zu verursachen. Ein interner, im Oktober 2000 an die Öffentlichkeit gelangter Untersuchungsbericht der Shanghaier Börse wies nach, dass innerhalb von 80 Handelstagen zwischen August und Dezember 1999 eine einzige Fondsgesellschaft durch *wash sales* die Kurse von 76 verschiedenen Aktien manipuliert hatte.
- „*Matched Orders*“: Kursmanipulationen durch nach Kursen, Volumen und Timing abgestimmte, wechselseitige Käufe und Verkäufe innerhalb eines Wertpapierhauses, einer Fondsgesellschaft bzw. zwischen verschiedenen Abteilungen, Tochterunternehmen etc. Zwischen Dezember 1999 und April 2000 wurden 57 Fälle dokumentiert, in denen zwei oder mehr Investmentfonds, die von einer Fondsgesellschaft verwaltet werden, untereinander Aktienkäufe und –verkäufe abstimmen, mit dem Ziel, die betreffenden Aktienkurse in die Höhe zu treiben.
- „*Collusion*“: Kursmanipulation durch Kollusion zwischen verschiedenen Wertpapierhäusern oder Fondsgesellschaften sowie häufig auch unter Einbeziehung der Leitung von börsennotierten Unternehmen. Die groß angelegten, organisierten Kursmanipulationen im Zusammenhang mit Aktien der Firma „China Venture Capital“ sind ein markantes Beispiel für das Ausmaß und die zumindest zeitweise marktbeherrschenden Wirkungen dieser Praktiken.

Insbesondere institutionelle Investoren sind zur treibenden Kraft von Spekulation und Kursmanipulation am chinesischen Aktienmarkt geworden, langfristige Investitionen von Seiten institutioneller Investoren sind äußerst selten. Die marktbeherrschende Stellung der institutionellen Investoren soll einer inoffiziellen Studie zufolge so weit gehen, dass in der Phase eines „Bullen“-Marktes rund 80% der handelbaren Aktien von institutionellen Investoren gehalten werden, in den Phasen eines „Bären“-Marktes hingegen durchschnittlich nur noch 20% (Yi Hao 2000: 37).

Bemerkenswert war die Reaktion der CSRC auf die Veröffentlichungen eines Berichts über Kursmanipulationen durch Investmentfonds. Die Etablierung machtvoller Fondsgesellschaften war von der CSRC seit 1999 massiv gefördert worden, und so enthielt sich die CSRC fast einen Monat lang jeglicher Stellungnahme zu den neuen Fondsskandalen. Erst die wiederholte öffentliche Kritik des renommierten Ökonomen Wu Jinglian (der über gute Beziehungen zum Umkreis des Ministerpräsidenten Zhu Rongji verfügt) führte dazu, dass die CSRC eine Untersuchung der Kursmanipulationen von Fondsgesellschaften durchführte.¹⁴ Da die Investmentfonds-Aufsichtsabteilung eine der größten Abteilungen der CSRC ist und über umfassende Informationsmöglichkeiten (direkter Zugriff auf die Datenbanken und Geschäftsaktivitäten der Fondsgesellschaften) verfügt, erscheint es sehr unwahrscheinlich, dass die Regulierer von den konzertierten Handelsaktivitäten der Fonds nichts wussten. Vielmehr wurden die kurstreibenden Manipulationen der Fonds womöglich wissentlich gedul-

¹³ Aus der Geschichte vieler internationaler Börsen sind ähnliche Fälle von Kursmanipulationen bekannt (s. etwa Lewis 1989) bis hin zu den in *Caijing* (10/2000: 30) angedeuteten konspirativen Absprachen zwischen Fondsmanagern, die sich „nackt in der Sauna“ treffen, um vor versteckten Aufnahmegeräten sicher zu sein.

¹⁴ Erste Ergebnisse dieser Untersuchung wurden Ende März 2001 bekannt: Acht der insgesamt zehn staatlich lizenzierten Fondsgesellschaften sollen sich demnach mit unterschiedlicher Intensität an irregulären Handelsoperationen beteiligt haben. Gegen eine Fondsgesellschaft sowie gegen einzelne Fondsmanager leitete die CSRC offizielle Ermittlungen wegen betrügerischer Handelsgeschäfte ein. Eine Reihe von Fondsmanagern soll bereits in ihren jeweiligen Firmen mit Disziplinarstrafen belegt worden sein (*Xinhua she/Zhengquan shibao*, 24.3.2001; *Beijing qingnianbao*, 31.3.2001). Mit harten Strafen ist nicht zu rechnen, da eine aktive Rolle institutioneller Investoren im Aktienmarkt von der CSRC selbst gefördert worden war und die CSRC in der Marktentwicklung auf die Fondsgesellschaften angewiesen ist.

det, da die CSRC selbst in den Jahren 1999/2000 die Fondsgesellschaften angewiesen hatte, für steigende Kurse zu sorgen, um die Attraktivität des Aktienmarktes zu erhöhen und um Möglichkeiten für weitere Aktienemissionen von Staatsunternehmen zu schaffen (Yi Hao 2000: 36).

Im Januar 2001 kritisierten Finanzmarktforscher – ermuntert durch einen Aufruf Zhu Rongjis, die Finanzaufsicht im Banken-, Wertpapier- und Versicherungswesen zu verschärfen – zur besten Sendezeit im Fernsehen die CSRC, die gegenüber manchen Marktmanipulationen trotz besseren Wissens „die Augen verschließe“ (*Zhongyang dianshitai*, 19.1.2001, 19.50 Uhr). In der Aktienmarktbeilage der *Volkszeitung* war bereits im November 2000 kritisiert worden, dass die CSRC ihr Hauptaugenmerk auf Korrekturen in der Regulierung des Primärmarktes richte und darüber die Regulierung des Sekundärmarktes vernachlässigt habe. Auch die Börsenmedien und -publikationen treffe jedoch eine Mitschuld an den weitverbreiteten Unregelmäßigkeiten am Wertpapiermarkt, indem sie die wohlbekanntesten Manipulationen der „Spielmacher“ (*zhuangjia*) nicht angeprangert, sondern vielfach als marktbestimmende Macht anerkannt und empfohlen hätten, bei den Aktienanlagen „den Spielmachern zu folgen“ (*Renmin Ribao*, 4.11.2000).

Aus der Sicht der Wertpapierhändler hat die Spekulationsorientierung der institutionellen Investoren noch eine weitere, häufig übersehene Ursache: Die CSRC habe den Börsen und den Wertpapierhäusern wesentliche Kernbefugnisse entzogen, indem sie die Prüfung der Börsenzulassung, die Festlegung der Zahl, des Preises und der Gebühren von Erstemissionen etc. an sich gezogen habe. Dies habe wiederum dafür gesorgt, dass die Börsen den Wertpapierhäusern wichtige Kompetenzen und Einnahmequellen wegnahmen, wie etwa die Gewinnung von Unternehmen für den Börsengang sowie die Vorbereitung und Zusammenstellung der für einen Börsengang notwendigen Dokumente. Letztlich bleibe den Wertpapierhäusern dann keine andere wesentliche Einnahmequelle mehr als die Spekulation am Aktienmarkt selbst (Yi Hao 2000: 36).

**[Übersicht 6 im Anhang:
„Insider‘ im Aktienhandel (Sekundärmarkt) der VR China:
Wirtschaftliche und politische Akteure“]**

Mit der Übersicht 6 („Insider“ im Aktienhandel der VR China“) soll versucht werden, die wichtigsten Akteure nach ihrer informationsbezogenen und operativen Position im Sekundärmarkt einzustufen. „Informationelle Outsider“ sind die Kleinanleger und die ausländischen Finanzinstitute, die sich erst allmählich mit Hilfe von Joint Ventures und Beratungstätigkeiten Zugang zu Insiderinformationen verschaffen können. Hingegen verfügen die anderen, durchweg staatsnahen oder staatlichen Akteure über Zugang zu wichtigen vertraulichen Marktinformationen. Allerdings finden sich hier deutliche Abstufungen zwischen „informationellen Insidern“, die nur über begrenzte Marktinformationen verfügen (Akteure am rechten Rand des mit Punkten unterlegten Feldes), und solchen, die über einen sehr umfassenden Informationszugang verfügen (Akteure, die ganz im mit Punkten unterlegten Feld platziert sind). Die Spitze der Informationshierarchie aber nehmen die „operativen Marktinsider“ (die im chinesischen Börsenjargon als „Spielmacher“, *zhuangjia*, bezeichneten Akteure, die im mit Wellen unterlegten Zentrum des Schaubilds platziert sind) ein: Diese Akteure schaffen durch ihre gezielten Kursmanipulationen selbst Fakten, auf die andere Akteure nur noch reagieren können.

4 Schattenmärkte für Wertpapiere und Börseninformationen

Bislang waren nur die Marktaktivitäten offiziell registrierter Akteure Gegenstand dieser Studie. Das Bild des chinesischen Wertpapiermarktes aber wäre unvollständig, wenn die wichtige Rolle der Akteure auf illegalen „schwarzen“ oder halblegalen „grauen“ Märkten unerwähnt bliebe. Die Eindämmung des Schwarzmarktes mit Wertpapieren war in der Anfangsphase des chinesischen Akti-

enhandels eine der wichtigsten Antriebskräfte für die rasche Organisation der Börsen und die Zentralisierung der Abwicklungssysteme für den Wertpapierhandel (Hertz 1998: 37-38). Dem Schwarzmarkt wurde ein „destruktiver“ Charakter zugeschrieben, weil sich dort der Handel und die Kursentwicklung der Kontrolle durch Regierungsstellen entzogen und die lukrativen Einnahmen aus der Börsentransaktionssteuer (*yinhuashui*, eigentlich „Stempelsteuer“) der Regierung entgehen.

Bis in die jüngste Zeit richtet sich ein großer Teil der Inspektionsenergien der CSRC auf die Bekämpfung des illegalen Wertpapierhandels. Allein 1998/99 wurden 41 illegal organisierte Handelsplätze geschlossen, an denen sich insgesamt 3,4 Mio. Anleger und 520 Unternehmen engagiert hatten (*Zhengquan shibao*, 11.12.2000). Der illegale Wertpapierhandel war durch diese Maßnahmen jedoch nicht zu beseitigen: Im Jahr 2000 ging die CSRC gegen mehr als 300 illegale Wertpapierhandelsfirmen und mehr als 2000 nicht genehmigte Online-Handelsplattformen vor (*Shanghai zhengquan bao*, 13.1.2001).

Wesentlich einflussreichere Akteure aber stellen die so genannten „Untergrundfonds“ (*dixia jijin*) dar, die einen wachsenden „grauen Markt“ für die Anlageverwaltung (beispielsweise als Intermediäre für Staatsunternehmen, die selbst vom Aktienhandel ausgeschlossen sind) bedienen und Ende des Jahres 2000 über ein geschätztes Anlagevermögen in Höhe von mindestens 200 Mrd. Yuan RMB (umgerechnet rund 24 Mrd. US\$) verfügt haben sollen. Diese staatlich nicht genehmigten Fonds bestehen zum Teil schon seit sechs Jahren und werden gewöhnlich unter dem Dach von Investmentberatungsfirmen (*touzi zixun/guwen gongsi*) verwaltet. Die größeren dieser „grauen Fonds“ müssen wegen ihrer voluminösen Anlagemittel zu den „Spielmachern“ und operativen Marktinsidern an den chinesischen Börsen gezählt werden. Die staatlichen Fondsgesellschaften sehen die privaten „Untergrundfonds“ als im Gegensatz zu sich selbst frei bewegliche Wettbewerber an und fordern eine einheitliche Regulierung (*Zhengquan shibao*, 10.12.2000).

„Graue“ Anlagekanäle gibt es auch für die Geschäftsbanken und Finanzinstitute, die zum Teil Beteiligungen an Wertpapierhäusern und Fondsgesellschaften halten. Bankinstituten war von Ende 1996 an und erneut im Wertpapiergesetz zur Eindämmung von Spekulationsgeschäften das Aktienmarktinvestment untersagt worden. Dennoch gibt es Hinweise darauf, dass viele Banken seit 1999 wieder vermehrt auch irreguläre Aktienmarktgeschäfte vornehmen und dass Bankkapital im Jahr 2000 insbesondere im Emissionsmarkt eine führende Rolle spielte. In diesem Zusammenhang wurden im Februar 2001 Untersuchungen durch die Zentralbank eingeleitet (*South China Morning Post*, 20.2.2001; *Zhonghua gongshang shibao*, 12.3.2001).

Informelle Märkte finden sich jedoch nicht nur für Wertpapierprodukte und -dienstleistungen, sondern auch für Börseninformationen. Wie auf allen internationalen Aktienmärkten gibt es eine äußerst lebhaft Nachfrage nach Insider-Informationen und -Gerüchten. In China allerdings scheint aufgrund des Fehlens eines Wettbewerbs zwischen privaten Börsenmedien die Angebotsseite in der gezielten Produktion und Streuung von (Falsch-)Informationen besonders weit entwickelt. Jüngst wurde im Zusammenhang mit der Aktie der fingierten „Biotechnologie“-Firma China Venture Capital bekannt, dass die hinter dem Betrugsskandal stehenden „Spielmacher“ über einen Zeitraum von fast einem Jahr vor und nach der Börseneinführung systematische Desinformationen in offiziellen Börsenmedien platzieren konnten.¹⁵

Der Markt für das Angebot von Börseninformationen ist seit Beginn der neunziger Jahre heftig umkämpft. Staatliche Stellen haben bereits in der Gründungsphase der Börsen Anfang der neunziger

¹⁵ In amtlichen Börsenzeitungen erschienen umfangreiche lobende Artikel, die auf die angeblich zukunftsweisende biotechnologische Ausrichtung des Unternehmens und auf angeblich hochrangige Beijinger Unterstützung hinwiesen. Darüber hinaus wurden in Börsenzeitungen regelmäßig unter einem Pseudonym verfasste „Geheimtipps“ zugunsten der Aktie abgedruckt (*Caijing* 2/2001).

Jahre immer wieder in den Markt für Börsenmedien eingegriffen – offiziell um zu verhindern, dass mächtige Marktakteure („Spielmacher“) die Medien mit dem Ziel der Kursmanipulation für sich vereinnahmen. Diese Sorgen um eine Manipulation waren in vielen Fällen offenkundig berechtigt. Als Beitrag zur Konsolidierung des Marktes für Börseninformationen aber wurde im März 1996 die Xinhua Financial Information Consultancy Company als kommerzieller Ableger der staatlichen Nachrichtenagentur gegründet, die eine dominierende Stellung im landesweiten Angebot für Börseninformationen gewann. Die staatliche Kontrolle des Informationsangebots wurde somit dem Wettbewerb zwischen einer Vielzahl von Informationsanbietern vorgezogen (Hertz 1998: 193).

Dennoch hat sich auf dem Markt für Börsenmedien und Börsenanalysen aufgrund des sehr großen kommerziellen Potenzials und raschen Wachstums ein vielfältiges Angebot entwickelt, das zunehmend auch zur Aufdeckung von Marktirregularitäten und Regulierungsdefiziten beiträgt. Die Monatszeitschrift *Caijing* („Finanzen und Wirtschaft“) hat sich seit Oktober 2000 durch die Veröffentlichung mehrerer gründlich recherchierter, Aufsehen erregender Berichte über systematische Marktmanipulationen besonders hervorgetan. Auch diese Formen eines spektakulären investigativen Journalismus aber können als Manifestation von Rivalitäten zwischen mächtigen Marktakteuren interessenbezogen gedeutet werden.¹⁶

5 Die formalen und informellen Institutionen eines administrativen Marktes

In diesem Abschnitt sollen die im chinesischen Aktienmarkt festgestellten formalen und informellen Spielregeln in die größere Perspektive des administrativen Marktes eingeordnet werden. Hinter dem Begriff des administrativen Marktes steht eine folgenreiche Erkenntnis, die zuerst von dem russischen Ökonomen Naishul' (1991) in ihrer vollen Tragweite erkannt worden ist und die der Autor dieser Studie in einer umfassenderen vergleichenden Studie (Heilmann 2000) mit Hilfe institutionenökonomischer Kategorien systematisiert und auf China angewendet hat: Nach der Beendigung stalinistischer bzw. maoistischer Klassenkampf- und Säuberungskampagnen werden die formalen Institutionen kommunistischer Parteistaaten in immer stärkerem Maße von Interaktions- und Tauschregeln unterhöhlt, die sich in inoffiziellen Beziehungsgeflechten zwischen politischen, wirtschaftlichen und kriminellen Akteuren herausbilden. Alle beteiligten Akteure schöpfen aus der Staatswirtschaft Werte für sich ab und tauschen sie untereinander aus. Über diese informellen Netzwerke wird ein immer größerer Teil wirtschaftlicher und auch politischer Transaktionen abgewickelt, so dass das Innenleben „spätleninistischer“ Parteistaaten schließlich einem riesigen „Basar“ gleicht. Da die Funktionäre der Partei immer noch an den Schlüsselstellen in Behörden, Betrieben, Polizei usw. sitzen, sind an den meisten Transaktionen innerhalb des „Schattensystems“ Akteure aus Partei- und Staatsorganen beteiligt.

Deshalb ist der doppelbödige Begriff des administrativen Marktes hier treffend: Es handelt sich um einen Tauschmarkt *innerhalb* der administrativen Strukturen sowie zwischen politisch-administrativen und wirtschaftlichen Akteuren. Der Tausch von politischer Protektion gegen wirt-

¹⁶ Insbesondere die Aufdeckung der Kursmanipulationen von Fondsgesellschaften kam durchaus den hinter *Caijing* stehenden Organisationen entgegen: Denn die Zeitschrift wird von dem in Beijing ansässigen Stock Exchange Executive Council (SEEC) herausgegeben (siehe Heilmann 2001, Übersicht 10), das in den vergangenen Jahren selbst aktiv in das Geschäft mit Venture Capital Fonds unter anderem auch in Shanghai eingestiegen ist. Dort ist die SEEC mit der Konkurrenz mächtiger Fondsgesellschaften konfrontiert. Die Aufdeckung von deren Kursmanipulationen in *Caijing* könnte deshalb im unmittelbaren Interesse der SEEC gelegen haben, die sich als Fondsgesellschaft am Markt durchsetzen will. Noch eine andere, weniger plausible Interpretation ist möglich: Aus der SEEC sind viele führende Mitglieder der Staatlichen Wertpapieraufsichtskommission CSRC hervorgegangen. Es wäre auch denkbar, dass die CSRC selbst die Aufdeckung von Kursmanipulationen in der Zeitschrift *Caijing* gefördert hat, um von Seiten der politischen Führung die Ermächtigung zu einer strengeren Durchsetzung der eigenen Regulierungsstandards zu erhalten. Zwar hat die CSRC im Januar 2001 tatsächlich eine solche Ermächtigung erlangt, der Fondsskandal selbst hat jedoch der Reputation der CSRC insgesamt sehr geschadet.

schaftliche Vorteile gehört gleichsam zum „Kerngeschäft“ der Politik in „spätleninistischen“ Ordnungen. Kommunistische Parteien werden unter diesen Bedingungen zu einem organisatorischen Mantel für ganz anders gerichtete Aktivitäten. Die Mitglieder der Funktionärsschicht operieren offiziell in den parteistaatlichen Hierarchien. Das Verhalten einer wachsenden Zahl von Funktionären aber wird immer stärker von anderen Regeln bestimmt: nämlich von den Tauschbeziehungen, Begünstigungen und Manipulationen auf dem administrativen Markt.

Wendet man diese Erklärungsperspektive auf den chinesischen Aktienmarkt an, so erscheinen Grundprobleme der Aktienmarktregulierung in einem ganz anderen Licht, als es die offiziellen politischen Vorgaben suggerieren: Aus der Perspektive des administrativen Marktes ging es bei den Rivalitäten um die „Regulierungshoheit“ am Wertpapiermarkt in den Jahren 1992 bis 1997 offensichtlich nicht darum, wer die bessere Regulierung bieten könne. Vielmehr drehten sich die Konflikte darum, welcher staatliche Akteur die Verteilung der Zugriffsrechte auf Vermögenswerte am Aktienmarkt kontrollieren konnte. Diese Verteilungskonflikte manifestieren sich nach der Zentralisierung der Wertpapieraufsicht seit 1998 in einer veränderten institutionellen Konstellation. Dennoch bleibt das Ringen um die Verteilung privilegierter Zugriffsrechte zwischen verschiedenen staatlichen – politisch-administrativen und wirtschaftlichen – Akteuren kennzeichnend für die Regulierungspraxis und nicht die Durchsetzung allgemein gültiger Spielregeln durch Aufsichtsorgane, die sich als neutrale „Marktwächter“ verstehen.

**[Übersicht 7 im Anhang:
„Administrativer Markt‘: Koordinationsmechanismen zwischen
politisch-administrativen und wirtschaftlichen Akteuren“]**

In Übersicht 7 sollen die grundlegenden Koordinations- und Tauschbeziehungen auf dem administrativen Markt veranschaulicht werden. Auf der horizontalen Achse geht es um den Dezentalisierungsgrad der Koordination: von der Hierarchie über die Aushandlung bis zum Wettbewerb. Auf der vertikalen Achse werden nach dem Formalisierungsgrad unterschieden: einerseits formal-legale Koordinationsregeln, die kraft staatlichen Gewaltmonopols gesetzt sind; andererseits informell-extralegale Koordinationsmechanismen, die nicht durch staatliche Setzung, sondern aufgrund wiederkehrender Interaktionen zwischen Akteuren etabliert werden.

Während die drei formal-legalen Grundkoordinationsmechanismen – Koordination mittels bürokratischer Hierarchie, korporatistischer Verhandlungssysteme oder regelgebundenen Wettbewerb – die wissenschaftliche Diskussion beherrschen, sind die drei Grundmechanismen der informell-extralegalen Koordination weiterhin unzureichend erforscht, obwohl sie gleichsam die komplementären „Tiefenstrukturen“ von politisch-ökonomischen Ordnungen darstellen (Heilmann 2000):

- *Klientelismus* (Patronage) im Sinne hierarchischer Beziehungen zwischen übergeordneten Patronen und abhängigen Klienten, die untereinander Protektion gegen Gefolgschaft bzw. „Macht gegen Geld“ tauschen. Bestimmte Erscheinungsformen der Korruption etwa beruhen auf klientelistischen Abhängigkeiten wirtschaftlicher Akteure gegenüber politisch-administrativen Akteuren.
- *Kollusion* (Elitenklubs): Dieser Modus der Koordination in „Elitenklubs“ schließt informelle Netzwerke ein, die dem Austausch exklusiver Güter und Dienstleistungen (von materiellen Ressourcen über interne Informationen bis hin zu Karrierechancen) dienen. Da es hierbei nicht um allgemein zugängliche öffentliche Güter geht, sondern um exklusive „Klubgüter“, soll der Begriff „Elitenklubs“ dazu dienen, diese Tauschnetzwerke zu charakterisieren. Die Übergänge zwischen den benachbarten Modi der Koordination sind fließend. Beispielsweise ist in der Koordination mittels „Elitenklubs“ häufig auch ein Element der Rivalität zwischen den beteiligten Akteuren präsent, was dazu beiträgt, dass meist nur zeitlich begrenzte Absprachen getroffen werden.

- *Informelle Märkte*: Damit umschreibe ich den nicht-formalisierten Wettbewerb zwischen einer offenen Zahl von Akteuren. Ein solcher Wettbewerb findet sich etwa auf „grauen“ Märkten, die durch staatlich nicht zum Handel zugelassene Produkte und/oder Marktakteure gekennzeichnet sind, oder aber auch im besonders scharfen Wettbewerb um Informationsvorteile (z.B. durch Gewinnung von Insider-Informationen).

Das Modell des administrativen Marktes kann zu einem differenzierteren Verständnis des chinesischen Aktienmarktes beitragen: Wir finden „unterhalb“ der formalen *hierarchisch- bürokratischen* Aufsichtsinstitutionen vielgestaltige *klientelistische* Anreiz- und Koordinationsregeln beispielsweise in den für Börsenzulassungsverfahren typischen Patronagenetzwerken (s.o. Abschnitt 2). Formalisierte *konsultativ-korporatistische* Koordinationsmechanismen finden sich in den Beziehungen zwischen der staatlichen Wertpapieraufsichtskommission, dem parastaatlichen Verband der Wertpapierbranche wie auch den als Mitgliederorganisationen strukturierten Börsen in Shanghai und Shenzhen. Der wichtigste Teil der Interessenabstimmung zwischen staatlichen und Marktakteuren aber stützt sich auf informelle *Kollusion* und „Elitenklubs“, die das Ziel der Kursbeeinflussung durch abgestimmte Markteingriffe gemeinsam verfolgen (s.o. Abschnitt 3). Ein weitgehend *regelgebundener Wettbewerb* lässt sich in der Konkurrenz zwischen den verschiedenen Wertpapierhäusern um institutionelle und private Kunden erkennen. Die marktprägenden Wettbewerbsvorgänge aber spielen sich außerhalb der offiziellen Regeln auf *informellen Märkten* ab: in den Rivalitäten um Informationsvorteile und manipulativ erlangte Kursgewinne, die das Verhalten insbesondere der Großanleger prägen und die staatlich aufgestellten Regeln gegen Insiderhandel und Kursmanipulationen – zum Teil mit Duldung durch die staatlichen Aufsichtsbehörden – außer Kraft setzen. Informelle Koordinationsmechanismen prägen auch die „schwarzen“ und „grauen“ Märkte, die sich im Wertpapierhandel, in der Kapitalanlage („Graue Fonds“) und im Bereich der Börseninformationen etabliert haben.

Insgesamt sorgen der sehr restriktive Charakter bürokratischer Vorgaben und Eingriffe, das unmittelbare Eigeninteresse von Regierungsstellen an einer erleichterten Kapitalaufnahme für Staatsunternehmen und die damit einhergehenden widersprüchlichen politischen Aufträge in der Aktienmarktregulierung (hierzu Heilmann 2001, Abschnitt 2.5) dafür, dass maßgebliche Akteure ihre wichtigsten Marktaktivitäten außerhalb der offiziellen Spielregeln betreiben. Aktienmarktmanipulationen erscheinen aus der Perspektive des Modells des administrativen Marktes als Konsequenz der Verzerrungen, die sich auch in vielen anderen Bereichen der transitorischen politischen Ökonomie Chinas finden: Die unscharfe Trennung zwischen politischen (staatlichen) und wirtschaftlichen (privaten) Verfügungsrechten ist ursächlich dafür, dass staatliche Vermögenswerte systematisch mittels informell-extralegalen Verfahren in private Hände überführt werden („informelle Privatisierung“), ohne dass die beteiligten Akteure ihre manipulativ erworbenen Verfügungsrechte legalisieren können. Der Aktienmarkt ist auch deshalb ein Spielfeld für Manipulation und Spekulation, weil die Börsen aus der Sicht der „Diebe“ von staatlichen Vermögenswerten offenbar der zweitattraktivste Kanal – nach der Kapitalflucht – sind, um „heiße“ Vermögenswerte einzusetzen und zu „waschen“ (Yi Hao 2000: 37). Die Tiefenstrukturen des administrativen Marktes begünstigen staatsnahe Insider-Akteure. Sie benachteiligen schlecht informierte private Kleinanleger noch stärker, als es an allen Aktienmärkten der Fall ist, und sie behindern die Entstehung eines offeneren, regelgebundenen wirtschaftlichen Wettbewerbs insgesamt.

6 Auf dem Weg zur „Finanzoligarchie“?

Studien der formalen und informellen Spielregeln des chinesischen Aktienmarktes zeigen, dass die Aktienmarktregulierung in China einer besonderen Dialektik unterliegt. In Phasen des „Krisenmodus“ zeigt sich kurzzeitig eine hohe Aufsichts- und Durchsetzungskapazität der staatlichen Regulierungsorgane: Im Falle von Wertpapierskandalen oder einer spekulativen Marktüberhitzung fordert die politische Führung in teils vehementen, aber vorübergehenden Kampagnen eine Disziplinierung

der Marktteilnehmer. Hierbei können sich die staatlichen Regulierungsorgane auf die hierarchischen Durchgriffsrechte und außerjustiziellen Sanktionsmöglichkeiten (Personal-, Organisations- und Disziplinargewalt der Parteizentrale) stützen, die im Rahmen eines Parteistaates zur Verfügung stehen.

In den überwiegenden Perioden, in denen der „Normalmodus“ der Regulierung gilt, spielen diese Aufsichtsinstitutionen aber eine bemerkenswert geringe Rolle: Die Beziehungen zwischen Aktienmarktregulierern und wichtigen Marktakteuren werden dann vor allem 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“ (Lafont/Tirole 1991; Heilmann 2001). 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. Die Warnungen dreier Ökonomen vor der Verfestigung einer „Finanzoligarchie“ (*jinrong guatou*) im chinesischen Wertpapiermarkt¹⁷ müssen vor diesem Hintergrund ernst genommen werden.

Literaturverzeichnis

- ADBI (Asian Development Bank Institute) (Hg.) (2000), „Securities Market Regulation“. Third Tokyo Seminar, April 2000, *ADBI 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.

¹⁷ Siehe die an den Nationalen Volkskongress gerichtete Eingabe der chinesischen Ökonomen Yang Fan, Zuo Dapei und Han Deqiang Anfang März 2001. Auszüge finden sich in *Yue Gang xinxi ribao*, 2.3.2001 sowie in *Jinrong zaobao*, 5.3.2001.

- 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 (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel“. Center for East Asian and Pacific Studies, Trier University, *China Analysis* No.3, 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-Disziplin-Kontroll-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 gajin 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) (China Statistical Yearbook). Beijing: Zhongguo tongji chubanshe.
- Zou, Ximing (1998), *Zhongguo 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-Disziplinkontroll-Arbeitskommission im Finanzwesen (2000) (Zhongyang jinrong jilü jiancha gongzuo weiyuanhui/ jianchabu zhu jinrong xitong jianchaju) (Hg.), *Jinrong xitong zhifa zhiji wenjian huibian* (Sammlung von Dokumenten zu Gesetzesvollzug und Disziplinarvollzug im Finanzsystem). Erster Band: Dokumente der Jahre 1979 – 1992; zweiter Band: Dokumente der Jahre 1993-1994; dritter Band: Dokumente der Jahre 1995-1996; vierter Band: Dokumente der Jahre 1997; fünfter Band: Dokumente der Jahre 1998. Beijing: Zhongguo jinrong chubanshe (nur zur internen Zirkulation).

ZK-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.

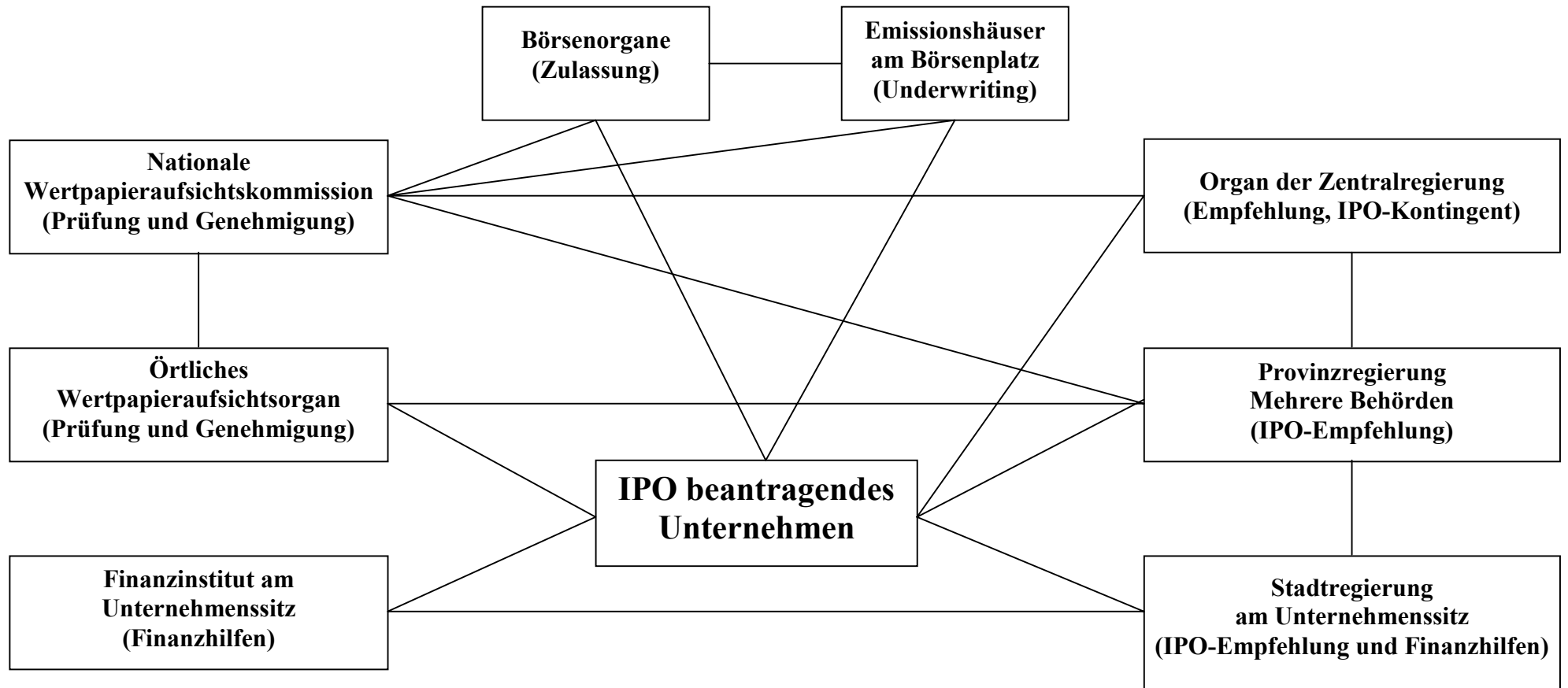
ZK-Finanzarbeitskommission (1998), „Zhonggong zhongyang jinrong gongzuo weiyuanhui guanyu zai jinrong tizhi gaige zhong tiaozheng peibei hao geji lingdao banzi de yijian“ (Stellungnahme der ZK-Finanzarbeitskommission zu einer effektiven Neuausrichtung und Besetzung von Führungsgremien im Zuge der Finanzstrukturreformen),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

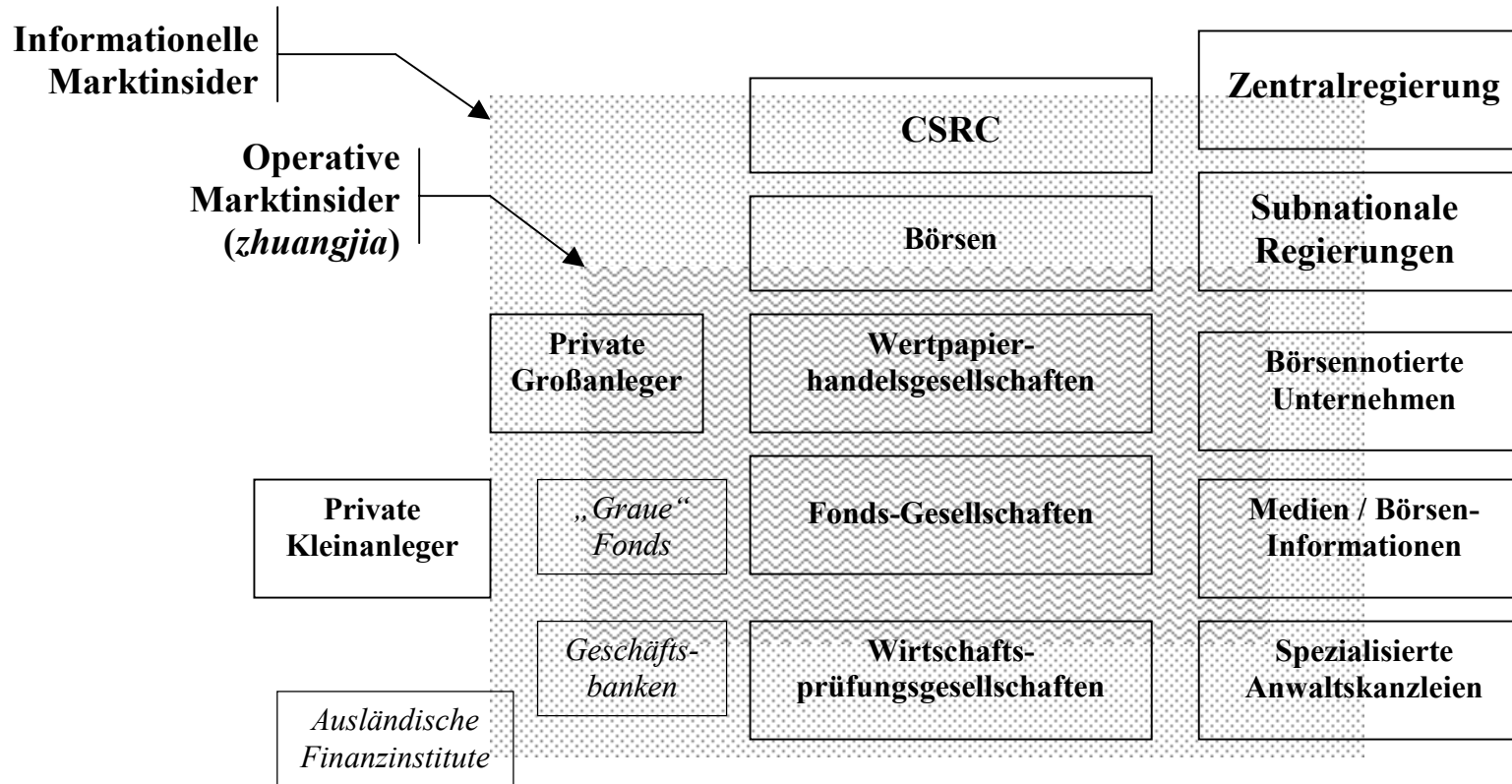
Übersicht 5

IPO-Netzwerke in der VR China: Am Antrags- und Genehmigungsverfahren auf Börsenzulassung beteiligte Akteure und deren Interaktionsbeziehungen



Übersicht 6

„Insider“ im Aktienhandel (Sekundärmarkt) der VR China: Wirtschaftliche und politische Akteure



Übersicht 7

„Administrativer Markt“: Koordinationsmechanismen zwischen politisch-administrativen u. wirtschaftlichen Akteuren

Formalisierungsgrad
der Koordination

