



China Analysis 51
Februar 2006
www.chinapolitik.de

**Bewertungsunterschiede zwischen A-, B- und
H-Aktien im chinesischen Aktienmarkt**

Árpád Széchényi

Dipl.-Kfm., München

China Analysis wird herausgegeben von:

Professor Dr. Sebastian Heilmann
Lehrstuhl für Politik und Wirtschaft Chinas
Universität Trier

E-mail: china_analysis@chinapolitik.de

Árpád Széchényi
Bewertungsunterschiede zwischen A-, B- und H-Aktien
im chinesischen Aktienmarkt

1. Einführung	3
2. Reglement und Pricing auf dem chinesischen Aktienmarkt	3
2.1 Börsen, Märkte und Aktientypen	3
2.2 Segmentierung	4
2.3 Die Marktreform im Jahre 2001 und ihre Auswirkungen auf die Wertpapierbewertungen	5
3. Erklärungsansätze für die Bewertungsphänomene	7
3.1 Differential Demand Hypothesis	7
3.2 Asymmetric Information Hypothesis	9
3.3 Liquidity Hypothesis	12
3.4 Behavioral Hypothesis	13
4. Ergänzende Lösungsvorschläge	15
4.1 Worauf lässt sich der bestehende B-Discount nach 2001 zurückführen?	15
4.2 Fundierung der Behavioral Hypothesis durch den "Politischen Markt" in China	17
5. Zusammenfassung	19
6. Literaturverzeichnis	20

Kurzfassung: Bewertungsunterschiede zwischen A-, B- und H-Aktien im chinesischen Aktienmarkt

Unter den Aktienmärkten, die unterschiedliche Zugangsregelungen einerseits für inländische und andererseits für ausländische Investoren aufweisen, nimmt der chinesische Aktienmarkt eine Sonderstellung ein. Eine markante Besonderheit des chinesischen Aktienmarktes besteht in dem Bewertungsunterschied identischer Aktien chinesischer Unternehmen in Abhängigkeit davon, ob sie auf dem im wesentlichen nur für inländische Investoren zugänglichen A-Segment oder auf dem lange Zeit lediglich für Ausländer zugänglichen B- bzw. H-Segment notiert sind. Während auf anderen Aktienmärkten in den für ausländische Investoren zugänglichen Marktsegmenten Preisprämien (relativ zum nur für inländische Investoren zugänglichen Marktsegment) bezahlt werden, sind auf dem chinesischen Aktienmarkt Preisdiscounts zu beobachten. Nachdem inländischen Investoren im Februar 2001 Zugang zum B-Markt gewährt wurde, stiegen die Bewertungen für B-Aktien deutlich an, erreichten aber überraschenderweise dennoch nicht das Niveau ihrer A-Aktienpendants.

Mittlerweile liegen empirische Studien für den chinesischen Aktienmarkt vor, die anhand der Änderungen der Preisdiscounts seit 2001 die Ursache der Bewertungsunterschiede zu ergründen versuchen. Die widersprüchlichen Ergebnisse dieser Studien legen nahe, dass die bisher entwickelten Erklärungsansätze wichtige Besonderheiten des chinesischen Aktienmarktes nicht hinreichend berücksichtigen. Der vorliegende Aufsatz diskutiert die vorliegenden Analysen und entwickelt neue Erklärungen für die besonderen Pricing-Phänomene auf den chinesischen Aktienmarktsegmenten.

Abstract: The A, B and H segments of China's capital market: Explaining the pricing differentials

In contrast to other markets with foreign ownership restrictions, the Chinese foreign class B and H shares were traded with huge discounts relative to their domestic A share counterparts for a long time. After lifting the foreign ownership restrictions in February 2001 for the B shares, the B share discount declined somewhat but, surprisingly, did not disappear.

Several empirical studies have tried to find explanations for the pricing differentials on the A, B and H market segments. The contradictory and inconclusive results of these studies suggest that pricing mechanisms on China's capital market are still not well understood. This paper scrutinizes the validity of available explanatory models and suggests new explanations for understanding the peculiar pricing phenomena on the Chinese capital market.

1. Einführung

Viele Länder haben den Zugang zu ihren heimischen Kapitalmärkten für inländische und ausländische Investoren unterschiedlich geregelt: Während inländischen Investoren häufig Zugang zu sämtlichen auf den heimischen Börsen notierten Wertpapieren eingeräumt wird, steht ausländischen Investoren lediglich eine Auswahl von Unternehmensaktien zum Investment offen. Diese Auswahl wird entweder speziell als für Ausländer erwerbbar gekennzeichnet oder auf einem eigenen Marktsegment notiert. Wird ein eigenes Marktsegment für diese Aktien eingerichtet, so haben ausländische Investoren lediglich zu diesem Segment des inländischen Aktienmarktes Zugang. Die Errichtung von Zugangsrestriktionen zum heimischen Kapitalmarkt dient dem Zweck, heimische Unternehmen mehrheitlich im Eigentum inländischer Investoren zu bewahren oder Mehrheitsanteile nur kontrolliert an ausländische Investoren abzugeben. Auf allen derart regulierten Kapitalmärkten¹ zeigt sich das Phänomen, daß sich auf den unterschiedlichen Kapitalmarktsegmenten für Wertpapiere der gleichen Unternehmen mit den gleichen Charakteristika, insbesondere gleichen Cashflow- und Stimmrechten, unterschiedliche Bewertungen einstellen. Auf sämtlichen nationalen Kapitalmärkten stellen sich auf den für ausländische Investoren zugänglichen Marktsegmenten höhere Bewertungen als auf dem anderen Marktsegment ein. Einzige Ausnahme ist der chinesische Aktienmarkt, auf dem in den beiden für Ausländer geöffneten Segmenten Preisdiscounts (Bewertungsabschläge relativ zum A-Markt) zu beobachten sind.

Die Existenz von unterschiedlichen Preisen für das selbe Gut ist eine Verletzung des „Law of one Price“ und mithin für sich bereits erklärungsbedürftig. Besonders auffällig ist jedoch, daß auf dem chinesischen Aktienmarkt Wertpapiere auf den für ausländische Investoren zugänglichen Marktsegmenten *niedrigerer* bewertet werden. Bailey u. a. (1999) sprechen deshalb von China als „strange case“, der aufgrund der Discounts auf dem B-Markt aus jedwedem Erklärungsschema falle.² Auf beide Fragen wird im Laufe der vorliegenden Arbeit eingegangen. Kapitel 2 stellt zunächst das für den chinesischen Kapitalmarkt geltende Reglement vor, grenzt es von den üblicherweise auf anderen zugangsbeschränkten Kapitalmärkten herrschenden Regelungen ab und beschreibt die Pricing-Effekte, die sich ergaben, als das chinesische Kapitalmarktdesign durch Aufhebung von Zugangsbeschränkungen näher an das Reglement anderer zugangsbeschränkter Kapitalmärkte heranrückte. Kapitel 3 diskutiert die theoretischen Erklärungsansätze und empirischen Ergebnisse für den chinesischen Kapitalmarkt. In Kapitel 4 wird thematisiert, welche Erklärungsgründe für ein besseres Verständnis der Pricing-Prozesse auf dem chinesischen Aktienmarkt berücksichtigt werden müssen. In Kapitel 5 findet sich eine Zusammenfassung der Ergebnisse.

2. Reglement und Pricing auf dem chinesischen Aktienmarkt

2.1 Börsen, Märkte und Aktientypen

Der chinesische Aktienmarkt umfaßt die Wertpapierbörsen in Shanghai (SHSE) und Shenzhen (SZSE) unter der Regulierung der nationalen Wertpapieraufsichtskommission CSRC (China Securities Regulatory Commission) sowie die separat organisierte und durch die Hong Kong Securities Regulatory Commission (HKSRC) kontrollierte Wertpapierbörse in Hongkong (SEHK). Auf den beiden chinesischen Festland-Börsen Shanghai und Shenzhen sind ausschließlich Aktien

¹ Untersuchungen wurden durchgeführt für (im Zeitverlauf teilweise aufgehobene) Zugangsrestriktionen in Finnland (Hietala, 1989), Mexiko (Domowitz u. a., 1997), Singapur (Lam / Pak, 1993), der Schweiz (Stulz / Wasserfallen, 1995), Thailand (Bailey / Jagtiani, 1994), der VR China (Mei u. a., 2004, siehe unten) sowie in einer umfassenden Studie von Bailey u. a., 1999, für China, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, die Philippinen, Taiwan, Thailand, Norwegen, Singapur und die Schweiz.

² Siehe Bailey u. a., 1999, S. 508.

festlandchinesischer Unternehmen³ notiert. Diese Aktien werden sowohl an der SHSE als auch an der SZSE entweder als A- oder als B-Aktien emittiert.

A-Aktien

A-Aktien können grundsätzlich nur von im Staatsgebiet lebenden Staatsbürgern der VR China erworben werden. Seit Dezember 2002 können zudem auch ausländische institutionelle Investoren A-Aktien erwerben, wenn sie zuvor von der CSRC dazu qualifiziert wurden (QFII-Methode).⁴ A-Aktien werden in der chinesischen Währung Renminbi (RMB) denominated und gehandelt. Dividendenzahlungen erfolgen in RMB.

B-Aktien

B-Aktien unterschieden sich bis Februar 2001 von A-Aktien darin, daß sie ausschließlich von ausländischen Investoren erworben werden durften. B-Aktien werden in RMB denominated, aber in Hongkong-Dollar (Shenzhen) oder US-Dollar (Shanghai) gehandelt. Die Dividendenzahlungen erfolgen in den entsprechenden Währungen. Im Februar 2001 wurde der Erwerb von B-Aktien grundsätzlich auch für chinesische Investoren freigegeben.⁵

H-Aktien und Red Chips

An der Wertpapierbörse Hongkong sind neben einer Vielzahl Hongkonger und ausländischer Unternehmen auch ein Teil der Aktien festlandchinesischer Unternehmen notiert. Diese werden als „H-Aktien“ bezeichnet. Die Aktien einer begrenzten Anzahl festlandchinesischer Unternehmen sind in New York, in London und in Singapur notiert – sie werden ebenfalls als H-Aktien bezeichnet. In Hongkong notiert sind zudem die als Red Chips bezeichneten in Hongkong inkorporierten Unternehmen, welche sich mehrheitlich im Eigentum der VR China oder einer vom Staat kontrollierten Institution mit Sitz in Festland-China befinden. Da die „Red Chips“ auch ihr operatives Geschäft auf dem chinesischen Festland betreiben, sind sie, mit Ausnahme des Rechtssitzes, den H-Aktien ähnlich. H-Aktien und Red Chips werden in Hongkong-Dollar (HKD) gehandelt, Ausschüttungen in HKD geleistet. Festlandchinesische Investoren haben keinen, internationale Investoren (einschl. Hongkong-, Macao- und Taiwan-Chinesen) unbeschränkten Zugang zu Wertpapieren der SEHK.

Nicht handelbare Aktien

Zusätzlich zu den handelbaren Aktien gibt es nichthandelbare Aktien, die in staatseigene Aktien, Aktien juristischer Personen und Belegschaftsaktien unterschieden werden. Ausländische Investoren haben unter bestimmten, vor allem aus Finanzkraft, Reputation, Langfristigkeit und Managementfähigkeiten bestehenden Voraussetzungen die Möglichkeit, Pakete solcher Aktien zu erwerben.⁶

2.2 Segmentierung

1.187 börsennotierte festlandchinesische Unternehmen hatten im Oktober 2002 A-Aktien ausgegeben. 110 Unternehmen hatten B-Aktien ausgegeben, wobei 86 Unternehmen sowohl A- als auch B-Aktien emittiert hatten. 66 Unternehmen hatten an der Börse in Hongkong H-Aktien emittiert, davon 32 Unternehmen sowohl A- als auch H-Aktien. Außerdem waren in Hongkong 66 Red Chips notiert. Kein Unternehmen hatte nur B- und H-Aktien oder neben A-Aktien sowohl B- als auch H-

³ Mit „festlandchinesischen Unternehmen“ bezeichne ich chinesische Unternehmen, die in der VR China, nicht aber in Hongkong oder Macau inkorporiert sind.

⁴ Qualified Foreign Institutional Investors, siehe dazu ausführlich Pißler, 2003, insb. S. 198-200. Ein einzelner qualifizierter Investor darf höchstens 10% des Stammkapitals einer börsenzugelassenen Gesellschaft halten. Alle qualifizierten Investoren zusammen dürfen nicht mehr als 20% des Stammkapitals halten, siehe a. a. O. S. 201.

⁵ Siehe dazu Abschnitt 2.3.

⁶ Siehe Pißler, 2003, S. 197.

Aktien emittiert. Die Wertpapiere der verschiedenen Aktientypen sind gekennzeichnet, so daß die bestehenden Zugangsrestriktionen generell nicht umgangen werden können. Durchschnittlich waren 2002 etwa ein Drittel der Stammaktien eines börsennotierten chinesischen Unternehmens auf einer der Börsen handelbar, der weitaus größere Teil der Aktien lag jedoch in Form von Staatsaktien oder Aktien juristischer Personen vor und war nicht handelbar.⁷ Hat ein Unternehmen gleichzeitig verschieden gekennzeichnete Aktien emittiert, so verbriefen die A- und B- oder H-Aktien des Unternehmens identische Cashflow- und mit Ausnahme einiger H-Aktien auch gleiche Stimmrechte.

Die drei Marktsegmente für handelbare Aktien sind von ihren Größenverhältnissen sehr unterschiedlich: Am A-Markt waren Ende des Jahres 2000 57,59 Mio. Börsendepots registriert, am B-Markt dagegen nur 0,15 Mio.⁸ Auch die Zusammensetzung der Investoren unterschied sich zwischen den Marktsegmenten erheblich. Am A-Markt war das Verhältnis von institutionellen zu privaten Investoren 1:50, am B-Markt 1:3 und auf dem H-Markt waren sogar 57% der Investoren institutioneller Provenienz.⁹

Weitere Regelungen

Für A- und B- und H-Aktien gelten Leerverkaufsverbote.¹⁰ Festlandschinesische Investoren sind darüber hinaus nicht dazu befugt, ausländische Kapitalprodukte zu erwerben.

2.3 Die Marktreform im Jahre 2001 und ihre Auswirkungen auf die Wertpapierbewertungen

Bis zum Jahre 2001 hatten ausländische Investoren zu den beiden chinesischen Aktienmarktsegmenten „B“ und „H“ exklusiven Zugang, während inländische Investoren exklusiven Zugang zum A-Aktienmarktsegment hatten. Die Segmentierung zwischen ausländischen und inländische Investoren war weitgehend wirkungsvoll, so daß Inländer und Ausländer die für sie jeweils vorgesehenen Wertpapiere unter sich handelten. Die A-Aktien von Unternehmen, die zusätzlich B- oder H-Aktien ausgegeben hatten, wurden dabei im Zeitraum zwischen Januar 2000 und Januar 2001 durchschnittlich fast fünfmal so hoch bewertet wie ihre B-Pendants und etwa achtmal so hoch wie ihre H-Pendants.¹¹ Auf dem B-Markt wurden Aktien zu Discounts zwischen 50% und 94% relativ zu ihren A-Pendants bewertet, auf dem H-Markt zu Discounts zwischen 51% und 97%. Damit einher ging ein durchschnittlich etwa doppelt so hoher Handelsumsatz pro Aktie auf dem A-Markt. Der Handelsumsatz pro Aktie auf dem A- und H-Markt war nahezu paritätisch.¹²

Am 19. Februar 2001 wurden die Zugangsrestriktionen zum B-Markt für inländische Investoren aufgehoben: Inländische Investoren, welche über Devisenkonten mit Beständen aus der Zeit vor dem 19. Februar 2001 verfügten, können seither mit den vorhandenen Devisen Wertpapiere auf dem B-Markt erwerben. Seit dem 1. Juni 2001 dürfen auch nach dem 19. Februar 2001 repatrierte Devisen oder neu eingezahlte Devisenbestände für Investitionen im B-Markt verwendet werden. Ausländische Währungen, welche in Bargeld vorliegen (Sorten), können nicht für ein Engagement

⁷ Da durchschnittlich nur ein Drittel der Aktien frei handelbar waren, konnten in der Regel weder Marktteilnehmer des A-Segments noch des B-Segments einen beherrschenden Anteilsbestand an einem Unternehmen erwerben.

⁸ Für den H-Markt liegen die Daten nicht vor.

⁹ Siehe Wang / Cheng, 2004, S. 580 für den A- und den B-Markt. Siehe Wang / Jiang, 2004, S. 1278 für den H-Markt.

¹⁰ Eine Ausnahme für H-Aktien besteht insofern, als daß die Hong Kong Stock Exchange von Zeit zu Zeit Titel benennt, die dem Leerverkaufsverbot nicht unterliegen.

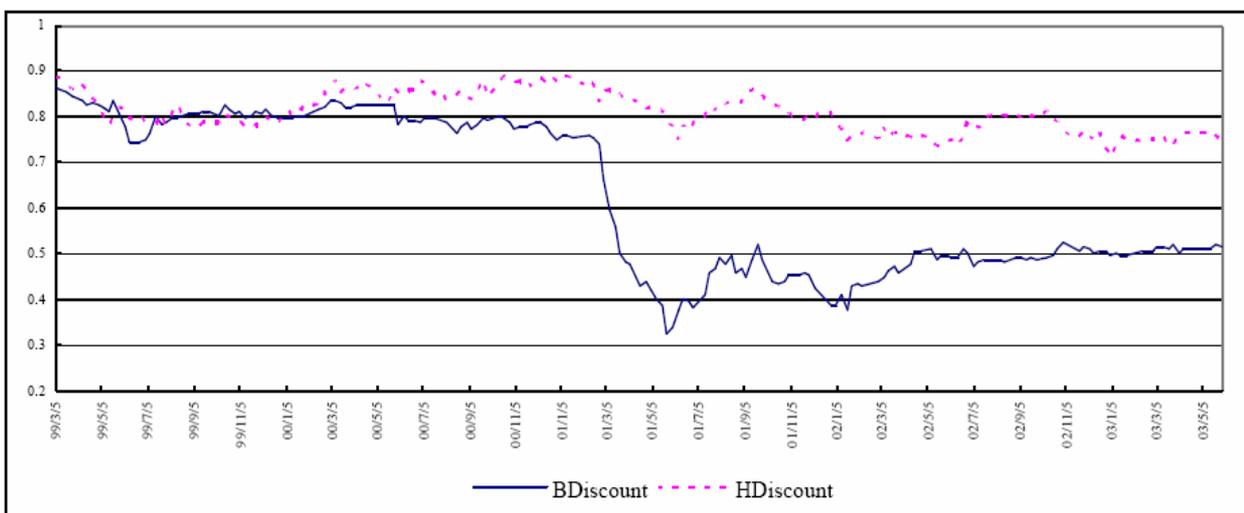
¹¹ Alle Angaben dieses Abschnitts beziehen sich auf eigene Untersuchungen unter Verwendung der Tageskursdaten von 68 Unternehmen mit A- und B-Aktien und 17 Unternehmen mit A- und H-Aktien für den Zeitraum von 01/2000 bis 01/2001 und 06/2001 bis 10/2002 (A-B-Sample) und 01/2000 bis 01/2001 und 06/2001 bis 12/2002 (A-H-Sample). Am 19. Februar 2001 wurden die Zugangsbeschränkungen für inländische Investoren zum B-Markt offiziell aufgehoben, doch tatsächlich dauerte es bis zum Juni 2001, bis der Abbau der Restriktionen vollständig vollzogen war. Das Sample für die Periode nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen beginnt dementsprechend erst im Juni 2001.

¹² Einen statistischen Überblick geben im Appendix die Tabellen 1 und 2 für die A-B- und die A-H-Aktienpaare.

auf dem B-Markt genutzt werden. Mindestinvestitionssumme am B-Markt für inländische Investoren ist 1.000 USD oder der äquivalente Betrag in HKD. Am B-Markt erzielte Gewinne dürfen inländische Investoren nur verwenden, um sie im B-Markt zu reinvestieren oder auf ein chinesisches Bankkonto zu transferieren.

Mit der Aufhebung der Zugangsrestriktionen für festlandchinesische Investoren zum B-Markt näherte sich das chinesische Kapitalmarktdesign den Regelungen anderer zugangsbeschränkter Kapitalmärkte an: In den meisten anderen Kapitalmärkten mit Zulassungsbeschränkungen besteht für ausländische Investoren kein exklusives Inlandssegment. Ausländische Investoren konkurrieren dort in allen für sie zugelassenen Segmenten mit inländischen Investoren um die Wertpapiere und den damit verbundenen Diversifikationsmöglichkeiten. Mit der Marktreform im Jahre 2001 fiel für ausländische Investoren jedoch nur eines der beiden exklusiven Inlandsmarktsegmente weg – zum H-Markt hatten die festlandchinesischen Investoren weiterhin keinen Zugang. Häufig werden in anderen Kapitalmärkten Zugangsschranken nur für ausländische Investoren hinsichtlich von Investitionen im Inlandsmarkt aufgebaut, nicht aber, wie in China, auch für inländische Investoren Verbote zum Auslandsinvestment ausgesprochen.

In Folge der Neuregulierung des Marktzugangs stieg zwischen Februar 2001 und Juni 2001 die Zahl der registrierten Börsendepots am B-Segment von 282.000 um mehr als das Dreifache auf 896.000.¹³ Damit einher ging ein zeitweise starker Kursanstieg bei den B-Aktien und ein dauerhaftes Absinken des durchschnittlichen B-Discounts. Grafik 1 gibt einen Eindruck, wie sich B- und H-Discount entwickelt haben: Während die H-Discounts sich nur verhältnismäßig leicht verringerten, sanken die B-Discounts drastisch um dreißig Prozentpunkte auf durchschnittlich 48% und markierten nun eine Spanne von einer Preisprämie auf dem B-Markt von 2% bis zu einem Discount in Höhe von 77%. Gleichzeitig war ein deutlicher Anstieg der Standardabweichung des Discounts um 69% von 0,064 auf 0,108 zu verzeichnen. Auch eine Angleichung der relativen Umsätze konnte beobachtet werden: Das relative Umsatzverhältnis, welches der Quotient aus den mit der Anzahl der jeweils handelbaren Aktien normierten B- und A-Handelsvolumina ist, sank von einem Verhältnis von nahezu 2 : 1 in Richtung Parität auf 6 : 5. Auch beim relativen Umsatzverhältnis stieg die Standardabweichung signifikant von 0,93 auf 2,46.



aus: Chen u. a., 2004, S. 25, Fig. 3

Grafik 1: Entwicklung der B- und H-Discounts vor und nach der Marktreform 2001.

Bemerkenswert ist, daß sich im gleichen Zeitraum auch auf dem H-Markt drei der einschlägigen Charakteristika änderten, obwohl im Beobachtungszeitraum auf diesem Marktsegment keine wesentlichen Änderungen der Marktregularien erfolgten: Zum einen sank der durchschnittliche H-Discount um acht Prozentpunkte auf 80%. Im Vergleich zum B-Markt ging damit jedoch eine nur

¹³ Siehe Chen u. a., 2004, S. 5.

unwesentliche Änderung der Standardabweichung der Discounts einher. Drittens stieg der Handelsumsatz pro Aktie auf dem H-Markt von Parität auf fast das Dreifache des A-Markts an.

3. Erklärungsansätze für die Bewertungsphänomene

Weshalb besteht vor der Marktreform von 2001 ein hoher Discount für sämtliche B-Aktien gegenüber ihrem A-Pendant? Wie lassen sich die anderen Pricing-Phänomene wie die starken Liquiditätsunterschiede erklären? Weshalb kam es nach Aufhebung der Zugangsbeschränkungen zu dem rapiden Absinken des Discounts auf dem B-Markt? Zumindest für die letzte Frage gibt es eine naheliegende Erklärung, nach der festlandchinesische und damit in Anbetracht der um ein Vielfaches höheren Bewertungen auf dem A-Markt „zahlungswilligere“ Investoren die Möglichkeit wahrnahmen, am B-Markt zu investieren. Diese Erklärung greift jedoch bei näherem Hinsehen in mehrfacher Hinsicht zu kurz. Was sollte geschehen, wenn dies der wahre Erklärungsgrund wäre?

Weil für die festlandchinesischen Investoren A- und B-Aktien hinsichtlich ihrer Cashflow- und Stimmrechtscharakteristika perfekte Substitute sind, sollten selbst unter der Annahme, daß jeder chinesische Investor in dem ihm zur Verfügung stehenden Marktportfolio optimal diversifiziert ist, nach Aufhebung der Segmentierung solange Verkäufe von A-Aktien und Käufe von B-Aktien derselben Unternehmen stattfinden, bis A- und B-Bewertungen für jedes Unternehmens identisch sind. Dies gilt umso mehr, wenn davon ausgegangen wird, daß die Investoren ihr Portfolio weniger nach kapitalmarkttheoretischen Optimierungsüberlegungen denn durch die Auswahl einiger Aktien, welche sie für unterbewertet halten, bilden (Stockpicking).¹⁴ Daß sich die Bewertungen nicht bis zur Parität angleichen, sondern auch nach der Aufhebung der Zugangsrestriktionen Bewertungen für A-Aktien zu beobachten sind, die durchschnittlich fast doppelt so hoch wie die für ihre B-Pendants sind, läßt vermuten, daß dieser naheliegende Erklärungsgrund nicht hinreichend ist, jedenfalls nicht für sich allein genommen und nicht, wenn wie in der Literatur häufig implizit angenommen wird, mit Aufhebung der Zugangsrestriktionen die Segmentierung für festlandchinesische Investoren wegfällt. Zudem wäre mit einer Angleichung der Bewertungen noch nicht erklärt, warum auf dem chinesischen Aktienmarkt das Pricing weiterhin so unterschiedlich von dem anderer zugangsbeschränkter Kapitalmärkte ist, wo in entsprechenden Aktienmarktsegmenten, zu denen sowohl inländische als auch ausländische Investoren Zugang haben, Bewertungsprämien beobachtet werden.

In der Literatur wurde bereits vor der Marktregulierung im Jahre 2001 das Pricing auf den chinesischen Aktienmärkten vielfach analysiert. Durch die Aufhebung der Zugangsrestriktion zum B-Markt und den dadurch induzierten Pricing-Effekten wurde die Diskussion weiter angeheizt. Im folgenden werden vier Theorieansätze diskutiert, welche zur Erklärung der Pricing-Effekte herangezogen werden, die auf durch Zugangsrestriktionen segmentierten Kapitalmärkten auftreten. Ein Überblick über die Ergebnisse der Studien, welche die Modelle für den chinesischen Kapitalmarkt getestet haben hilft, die empirische Relevanz für den chinesischen Kapitalmarkt einzuschätzen.¹⁵

¹⁴ Die festlandchinesischen Kleininvestoren, die für 90% des Handels im A-Markt verantwortlich sind, nehmen im allgemeinen keine Portfoliobildung vor, siehe Eun / Huang, 2005, S. 5.

¹⁵ Möglicherweise auf Wechselkurseffekte rückführbare Bewertungsunterschiede werden nicht thematisiert. Sie spielen für US-Investoren, die an der SHSE investieren sowie für Investoren aus Hongkong, die an der SZSE investieren, keine Rolle, weil die Handelswährung mit der Heimatwährung übereinstimmt. Darüber hinaus ist der HKD an den US-Dollar gebunden, so daß die Währungseffekte sich in Grenzen halten sollten.

3.1 Differential Demand Hypothesis

Stulz und Wasserfallen (1995) fragen sich, unter welchen Umständen Unternehmen zwei verschiedene Typen von Aktien – für ausländische Investoren zugangsbeschränkte und für alle zugängliche Aktien – emittieren und damit ihre Aktionäre nach Nationalität diskriminieren werden. Sie gehen davon aus, daß Unternehmen Diskriminierung nur wählen, wenn sich dadurch der Unternehmenswert maximieren läßt. Andernfalls werden ungeachtet der Nationalität allen Investoren Wertpapiere ohne Zugangsbeschränkung angeboten. Diskriminierung ist für ein Aktien emittierendes Unternehmen vorteilhaft, wenn die Nachfragefunktionen der inländischen und ausländischen Investoren für inländische Aktien unterschiedlich sind und sich damit die Investoren in der Preiselastizität ihrer Nachfrage unterscheiden.¹⁶ Als Ursache für die unterschiedlichen Nachfragefunktionen werden Deadweight Costs angenommen: Kosten, die ein Investor in einem Markt in Form von Informationskosten, Transaktionskosten oder politischem Risiko tragen muß. Ihre Höhe unterscheidet sich zwischen Investoren innerhalb eines Landes und zwischen den Ländern. Auf diese Weise kann dargestellt werden, daß sich ein Teil der ausländischen Investoren nicht für das Engagement auf dem Inlandsmarkt (\neq Heimatmarkt) entscheidet, nämlich dann, wenn die auf dem Inlandsmarkt zu tragenden Deadweight Costs höher sind als diejenigen, die in seinem Heimatmarkt anfallen. Wenn die in einem Lande entstehenden Deadweight Costs deutlich geringer sind als in anderen Ländern, so sollte sich dies der Theorie gemäß dadurch zeigen, daß starke Kapitalströme ins Land gehen, aber keine nennenswerte Kapitalflucht aus dem Lande hinaus besteht.

Ausländische Investor würden sich nach diesem Modell dann dazu entscheiden, auf dem chinesischen Aktienmarkt zu investieren, wenn die für sie im Heimatmarkt bestehenden Deadweight Costs höher als diejenigen auf dem chinesischen Aktienmarkt sind. In Höhe der Differenz der Deadweight Costs im Heimat- und im Inlandsmarkt würde die Zahlungsbereitschaft der ausländischen Investoren für chinesische Wertpapiere die der Inländer übersteigen. Diese könnte von chinesischen Unternehmen teilweise abgeschöpft werden, indem für die für ausländische Investoren zugänglichen Wertpapiere ein Preisaufschlag im Vergleich zu den nur für inländische Investoren zugänglichen Aktien verlangt wird. Das wäre solange für das Unternehmen sinnvoll, wie die Nachfrage der ausländischen Investoren als Resultat der hohen Deadweight Costs im Heimatmarkt deutlich preisunelastischer ist als die der Inländer. Je höher das Angebot inländischer Wertpapiere für ausländische Investoren wäre, desto geringer würde die zu erzielende Preisprämie sein.

Eine Kapitalflucht aus China in geschätzter Höhe von 332 Mrd. US-Dollar zwischen 1998 und 2001 indiziert jedoch höhere Deadweight Costs innerhalb der VR China,¹⁷ woraus eine geringere Zahlungsbereitschaft ausländischer Investoren für an der SHSE oder SZSE notierter Aktien abgeleitet werden kann. Angesichts der geringen Anzahl der auf dem B-Markt vor 2001 eingerichteten Börsendepots kann davon ausgegangen werden, daß die Nachfrage ausländischer Investoren nach chinesischen Aktien verhalten ist. Weitere empirische Fakten laden dazu ein, nicht den ausländischen, sondern den inländischen Investoren eine geringere Preiselastizität zu unterstellen: Da chinesische Investoren finanzielle Mittel nicht im Ausland anlegen dürfen und mithin vor der Alternativen stehen, ihr Geld zu inflationsbereinigt 0% Rendite als Spareinlagen,¹⁸ in geringfügig höher rentierende Staatsanleihen oder innerhalb des Aktienmarktes zu investieren, ist die Annahme einer relativ zu ausländischen Investoren unelastischen Nachfrage plausibel. Dies hat Gordon und Li (1999) dazu veranlaßt zu postulieren, daß der chinesische Staat als Maximierer auftritt, der die unelastischere Nachfrage von chinesischen Investoren ausnutzt, um die Staatseinnahmen zu erhöhen.¹⁹ Gegen Maximierung spricht jedoch das hohe Underpricing bei IPOs, welches sich darin

¹⁶ Seit Pigou, 1920, ist bekannt, daß bei Konsumenten mit unterschiedlichen Nachfragefunktionen der Gewinn durch Preisdiskriminierung gesteigert werden kann.

¹⁷ Siehe Gunter, 2004, S. 66, Tabelle 1.

¹⁸ Vgl. Chen u. a., 2001, S. 138.

¹⁹ Vgl. Gordon / Li, 1999, S. 10-18.

zeigt, daß die Aktien der an den A-Markt gehenden Unternehmen bereits am ersten Handelstag durchschnittlich um 178% im Wert steigen.²⁰

Damit können im Rahmen diesen Erklärungsansatzes die Preisunterschiede nur mit Hinweis auf unterschiedliche Nachfrageelastizitäten begründet werden: Ist die Nachfrage der festlandchinesischen Investoren deutlich unelastischer oder ist vom anderen Gesichtspunkt die Nachfrage der ausländischen Investoren nach B-Aktien sehr elastisch, so werden die Bewertungsunterschiede zwischen A- und B-Aktie eines Unternehmens dadurch erklärbar: Für Investoren lohnt sich der Kauf von Unternehmensaktien solange, wie die erwartete Performance (risikoangepaßte Rendite) über der Alternativeanlage (Sparkonto) liegt. Wenn die Alternativenanlage für ausländische Investoren um ein Mehrfaches höher rentiert als die der festlandschinesischen Anleger, so wird dieselbe Aktie von festlandschinesischen Investoren um ein Mehrfaches höher bewertet werden. Außerdem kann ein Argument dafür gefunden werden, daß ausländische Investoren bezüglich chinesischer B-Aktien eine hohe Nachfrageelastizität haben: Ausländischen Investoren steht das Angebot chinesischer Wertpapiere in anderen Kapitalmärkten wie in Hongkong oder New York zur Verfügung. Sun und Tong (2000) zeigen, daß H-Aktien und Red Chips in der Tat gute Substitutionen zum B-Markt sind und der Discount signifikant mit höherer Substitutionsmöglichkeit steigt.²¹ Die Verringerung des durchschnittlichen H-Discounts um 8% als Folge der Aufhebung der Zugangsrestriktionen am B-Markt im Jahre 2001 kann in diesem Erklärungskontext so interpretiert werden, daß ausländische Investoren von den nunmehr teureren B-Aktien zu den als Substitute wahrgenommenen H-Aktien umschichteten.

Für die Geltung der Differential Demand Hypothesis sollten sich zudem die unterschiedlich hohen Discounts bei den verschiedenen Aktien durch unterschiedlich knappes Angebot der Aktien erklären lassen: Sind beispielsweise von einem Unternehmen am A-Markt gleich viele Aktien wie am B-Markt im Umlauf (free float), sollte der Discount im Vergleich zu einem anderen Unternehmen, welches mehr Aktien auf dem B- als auf dem A-Markt ausgegeben hat, weniger hoch sein. Tatsächlich weisen Chen u. a. (2004) nach, daß sowohl vor als auch nach der Aufhebung der Zugangsbeschränkungen zum B-Markt die Unterschiede im Free Float maßgeblich zur Erklärung der Discountunterschiede beitragen.²² Zu erwarten wäre jedoch gewesen, daß nach der Aufhebung der Zugangsrestriktionen das unterschiedliche Angebot keine Rolle mehr spielt, da festlandschinesischen Investoren sowohl das Angebot auf dem A- als auch auf dem B-Markt zur Verfügung steht.

Resultat:

Die Differential Demand Hypothesis stützt sich zur Erklärung der Bewertungsunterschiede des A- und B- bzw. H-Marktes auf unterschiedliche Nachfrageelastizitäten von festlandchinesischen und ausländischen Investoren. Unterschiedliche Nachfrageelastizitäten sind empirisch begründbar und unterschiedliche Bewertungen desselben Wertpapiers daraus ableitbar. Die Tatsache, daß sich der B-Discount nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen für festlandchinesische Investoren nur verringert, aber nicht verschwindet, bleibt genauso erklärungsbedürftig wie die der Umstand, daß das unterschiedliche Angebot auf den Marktsegmenten auch nach 2001 noch die Discount-Unterschiede erklärt.

3.2 Asymmetric Information Hypothesis

Ein anderer Erklärungsansatz wurde von Chakravarty u. a. (1998) explizit für den chinesischen Kapitalmarkt auf Basis eines Modells von Grossman und Stiglitz (1980) entwickelt. Kernstück des Erklärungsansatzes ist die Modellierung einer möglichen Informationsasymmetrie zwischen inländischen und ausländischen Investoren auf durch Zugangsrestriktionen segmentierten

²⁰ Vgl. Chan u. a., 2004a, die 570 A-Aktien und 39 B-Aktien im Zeitraum zwischen 1993 und 1998 untersuchen.

²¹ Vgl. Sun / Tong, 2000, S. 1899, Tabelle 4.

²² Siehe Chen u. a., 2004, S. 30, Table 4.

Kapitalmärkten. Ausgegangen wird von einem Zustand, bei dem inländische Investoren einen exklusiven Zugang zu einem inländischen A-Segment, aber keinen Zugang zu den internationalen Aktienmärkten, ausländische Investoren dagegen exklusiven Zugang zu einem inländischen B-Segment sowie die Möglichkeit zur internationalen Diversifikation haben – damit wird das Reglement, welches auf dem chinesischen Kapitalmarkt vor 2001 herrschte, adäquat abgebildet. Die modellierte Informationsasymmetrie besteht darin, daß inländische Investoren eine nur zufällig vom wahren Wert abweichende Renditevorstellung haben, während ausländische Investoren lediglich die Preise auf den beiden Inlandsmarktsegmenten beobachten und mit der Zeit auf einen Zusammenhang zwischen den herrschenden Marktpreisen und den wahren Renditen schließen können. Inländische und ausländische Investoren richten ihre Nachfrage nach den Wertpapieren rational auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Information aus. Anhand dieser Annahmen läßt sich zeigen, daß sich auf dem für ausländische Investoren zugänglichen B-Markt ein Discount relativ zum A-Markt ergeben kann: Das unschärfere Bild bezüglich der Rendite und das sich daraus ergebende höhere Risiko veranlaßt die ausländischen Investoren, einen höheren Risikozuschlag zu fordern, soweit die sich aus dem Engagement im Inlandsmarkt ergebenden Diversifikationsvorteile diese nicht (über)kompensieren. Aus der Existenz von Diversifikationsvorteilen für ausländische Investoren folgt, daß sich bei symmetrischer Information auf dem B-Markt eine Preisprämie einstellen wird.²³

Bei der empirischen Überprüfung der asymmetrischen Information auf dem chinesischen Kapitalmarkt finden Chakravarty u. a. (1998) für die Periode zwischen 1994 und 1996 einen negativen Zusammenhang zwischen der Anzahl von Medienberichten über China oder chinesische Unternehmen in der englischen Presse (als Proxy für den Informationsgrad ausländischer Investoren) und dem B-Discount und sehen ihr Modell dadurch bestätigt.²⁴ Allerdings ist die Wahl des Proxys unglücklich, da im Jahre 1995 etwa 80% der Investoren auf dem B-Markt chinesischsprachig waren (Hongkong, Taiwan).²⁵ Zudem vertreten Chui und Kwok (1998) sowie Xu (2000) die Ansicht, daß im genannten Zeitraum ausländische Investoren schneller und zuverlässigere Informationen als inländische Investoren bekommen konnten. Grund dafür seien die besseren Zugangsmöglichkeiten von Ausländern zu Informationsdiensten wie Reuters. Inländische Investoren hätten dagegen das Problem, daß die chinesische Regierung ihnen Informationen durch die Kontrolle der Massenmedien vorenthalte.²⁶

In der Untersuchung von Karolyi und Li (2003) wird Unternehmensgröße (Marktkapitalisierung) als Proxy für die Asymmetric Information Hypothesis interpretiert. Damit wird angenommen, daß mit zunehmender Größe eines Unternehmens die Informationsasymmetrie bezüglich des Unternehmens zwischen inländischen und ausländischen Investoren kleiner wird, weil über große Unternehmen mehr Informationen zur Verfügung stehen. Daraus folgt, daß der B-Discount mit der Größe eines Unternehmens abnehmen sollte. Tatsächlich kann durch den Proxy in einem univariaten Modell 30% der Discountunterschiede für B-Aktien erklärt werden.²⁷ Der Proxy ist allerdings problematisch, da er auch im Rahmen der Liquidity Hypothesis für höhere Liquidität oder im Rahmen der Differential Demand Hypothesis für ein größeres Angebot stehen kann.²⁸ Zudem rechtfertigt er zwar höhere Risikoabschläge für kleinere Unternehmen, aber nicht unterschiedliche Abschläge für das gleiche Unternehmen auf zwei verschiedenen Marktsegmenten. Dafür muß wieder

²³ Damit können Chakravarty u. a., 1998, einen konsistenten Lösungsvorschlag sowohl für die Pricing-Effekte auf dem chinesischen als auch auf den internationalen Aktienmärkten mit Zugangsbeschränkungen *unter Annahme der Informationsasymmetrie* unterbreiten.

²⁴ Vgl. Chakravarty u. a., 1998, S. 344, Tabelle 6 und S. 347, Tabelle 7.

²⁵ Siehe Chen u. a., 2001, S. 145.

²⁶ Siehe Chui / Kwok, 1998, S. 335 und Xu, 2000, S. 84.

²⁷ Siehe Karolyi / Li, 2003, S. 18f. und S. 30, Tabelle 5, Panel A. Der Untersuchungszeitraum beginnt im Januar 1999 und endet im Dezember 2001.

²⁸ Unternehmensgröße wird in fast jede Untersuchung als Regressor mitaufgenommen und hat in fast allen Fällen signifikanten Einfluß. Da sie als Proxy jedoch von mehreren Erklärungsansätzen in Anspruch genommen wird, trägt sie wenig zur Klärung des Problems bei.

die Annahme eingeführt werden, daß ausländische Investoren einen grundsätzlich schlechteren Zugang zu Unternehmensinformationen haben als inländische Investoren. Diese Annahme ist aber wie oben erwähnt sehr umstritten.²⁹ Chan u. a. (2002) ermitteln durch Zerlegung des Bid-Ask-Spreads in eine IHOP- (Inventory Holding and Order Processing Costs) und eine AS-Komponente (Adverse Selection), daß auf dem A-Markt vor 2001 eine um 25% höhere AS-Komponente des Bid-Ask-Spreads zu beobachten ist. Die AS-Komponente ist ein Maß für Informationsasymmetrie bei einer Aktie. Mit zunehmendem Unterschied der AS-Komponenten auf dem A- und B-Markt sei auch ein zunehmend hoher Discount auf dem B-Markt zu erkennen.³⁰ Dabei ist jedoch unklar, weshalb ausländische Investoren in ihrem vollständig segmentierten Marktsegment mit weniger asymmetrischer Information höhere Renditeforderungen stellen sollten. Die Asymmetric Information Hypothesis impliziert für diesen Fall nämlich einen Discount auf dem A-Markt. In den Regressionen von Chen u. a. (2004) ist der Informationsasymmetrie-Proxy (AS-Komponente des A-Marktes relativ zur AS-Komponente des B-Marktes) für eine teilweise Erklärung des B-Discounts solange signifikant, wie der A- und B-Markt voll segmentiert sind. Nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen für inländische Investoren kann der Proxy den verbleibenden Discount und auch den Rückgang des Discounts durch Aufhebung der Zugangsrestriktion aber nicht erklären.³¹

Den Bemühungen, mit der Asymmetric Information Hypothesis den B-Discount und seine Veränderung im Jahre 2001 zu erklären, ist gemeinsam, daß sie abseits der konfusen empirischen Ergebnisse nicht begründen können, weshalb die Trennlinie für die Existenz von Informationsasymmetrie zwischen Nationalitäten, nämlich zwischen festlandchinesischen und ausländischen Investoren inklusive Hongkong- und Taiwan-Chinesen zu ziehen sein sollte. Andere Arten von Informationsasymmetrie sind für den chinesischen Kapitalmarkt hingegen leidlich belegt: Werden beispielsweise institutionelle Investoren als grundsätzlich besser informiert angenommen als private Investoren, so kann für den chinesischen Aktienmarkt sogar davon ausgegangen werden, daß institutionelle Investoren oder Großanleger über einen langen Zeitraum hinweg ihre Marktmacht genutzt haben, um die Aktienpreise systematisch zu manipulieren – Heilmann (2001b) spricht von „Spielmachern“. Doch sprechen diese Umstände im Lichte der Asymmetric Information Hypothesis entweder für eine gleichermaßen hohe Risikoprämie auf den beiden Marktsegmenten oder sogar für eine höhere Risikoprämie auf dem A-Markt. Evidenz für die von Chakravarty u. a. geforderte Informationsasymmetrie oder andere Formen von Informationsasymmetrie, welche zu einem Discount auf dem B-Markt führen würden, lassen sich nicht finden.

Auch zur Erklärung der Pricing-Effekte nach der Aufhebung der Zugangsrestriktion zum B-Markt kann die Hypothese nicht viel beitragen. Wie später erläutert wird, ist davon auszugehen, daß vor allem die gut informierten Investoren des A-Marktes nach der Aufhebung der Zugangsbeschränkung auch auf dem B-Markt investiert haben. Dadurch wäre eine Angleichung der Bewertungen für B-Aktien auf das Level der A-Aktien zu erwarten, was aber nur in einem für die Akzeptanz der Hypothese viel zu geringem Maße geschieht.

Resultat:

Die Geltung der Asymmetric Information Hypothesis ist abzulehnen, weil ihre Grundannahme der Informationsasymmetrie nicht gegeben ist. Zwar kann davon ausgegangen werden, daß Informationsasymmetrien auf den chinesischen Kapitalmarktsegmenten sogar in stärkerem Maße als auf anderen Kapitalmärkten ausgeprägt sind, insbesondere zwischen den institutionellen

²⁹ B- und H-Aktien emittierende Unternehmen müssen Unternehmensmeldungen und Berichte auch auf Englisch veröffentlichen. Unternehmen mit H-Aktien sind darüber hinaus dazu verpflichtet, die Rechnungslegung in internationalen Standards (IAS) zu veröffentlichen sowie Unterschiede zum chinesischen Rechnungslegungssystem darzulegen.

³⁰ Vgl. Chan u. a., 2002, S. 18, sowie Tabelle VI und Figur 1 (beide ohne Seitenangabe). Untersuchungszeitraum: Januar 2000 bis November 2001.

³¹ Siehe Chen u. a., 2004, S. 39, Tabelle 4, Panel B. Untersuchungszeitraum: März 1999 bis Februar 2001 und Juni 2001 bis Mai 2003.

„Spielmachern“ und den Kleininvestoren auf dem A-Markt. Zur Erklärung der Bewertungsunterschiede zwischen A- und B- bzw. H-Aktien fordert die Asymmetric Information Hypothesis aber eine Informationsasymmetrie zwischen ausländischen und inländischen Investoren, die weder über die Sprachbarriere noch über Informationskanäle begründet werden kann. Da zudem institutionelle Investoren, für die eine bessere Informationslage grundsätzlich angenommen werden kann, auf dem B-Markt für einen viel größeren Teil des Handels verantwortlich sind als auf dem A-Markt (Abschnitt 2.2), ist die Annahme einer pauschal *schlechteren* Informationslage auf dem B-Markt gegenüber dem A-Markt unhaltbar.

3.3 Liquidity Hypothesis

Wenn Investoren in ihr Kalkül die Überlegung einbeziehen, daß Börsenpositionen in der Zukunft zu einem bestimmten Zeitpunkt aufgelöst werden müssen, werden sie die dabei entstehenden Liquidierungs- oder Transaktionskosten in ihre Bewertungsfunktion mit aufnehmen. Zudem entstehen explizite Kosten oder Opportunitätskosten durch das Halten des Wertpapierbestandes (IHOP-Costs: Inventory Holding and Order Processing Costs). Diese Kosten werden bereits beim Kauf eingepreist,³² wodurch Aktienkurse von ihrem theoretischen (Cashflow-bestimmten) Gleichgewichtswert abweichen. Longstaff (1995) zeigt, daß sich abhängig von dem Ausmaß der Illiquidität (gemessen als Zeitraum, in dem ein Wertpapier nicht verkauft werden kann) und der Varianz eines Wertpapiers schon bei durchschnittlich volatilen Aktien ein illiquiditätsbedingter Abschlag von 10% ergeben kann.³³ Unterscheiden sich zwei Märkte lediglich in ihrer Liquidität, so wird sich auf dem Marktsegment mit höherer Liquidität ein höherer Preis einstellen.

Chen u. a. (2001) finden unter Verwendung zweier verschiedener Liquiditäts-Proxys (relatives Handelsvolumen und relativer Handelsumsatz) signifikante Evidenz dafür, daß die relative Illiquidität chinesischer B-Aktien für einen Teil des Discounts mitverantwortlich ist.³⁴ In der Folgestudie finden Chen u. a. (2004) einen stark negativen Einfluß des Verhältnisses zwischen Bid-Ask-Spread auf dem A- und B-Markt und dem B-Diskont, was sie als Hinweis für die Gültigkeit der Liquiditätshypothese interpretieren.³⁵ In der neueren Literatur werden freilich klassische Liquiditätsproxys (Bid-Ask-Spread, Handelsvolumen und –umsatz, Price impact of trade) als Indikatoren für andere Erklärungsansätze benutzt: Das Handelsvolumen wird in der Behavioral Finance Literatur als Signal für die Präsenz von sich selbst überschätzenden (*overconfident*) Investoren gesehen (Abschnitt 3.4). Der Bid-ask-Spread im Rahmen der *spread decomposition* differenzierter betrachtet und in eine IHOP- und eine Adverse selection-Komponente unterteilt. Mit dieser Methode kommen Chan u. a. (2002) für den chinesischen Kapitalmarkt zum Ergebnis, daß die IHOP-Komponente des Bid-ask-Spreads keine Erklärungskraft für den Preisunterschied hat:³⁶ Die IHOP-Komponente des Bid-Ask-Spreads ist auf dem A-Markt sogar um 55% höher als auf dem B-Markt,³⁷ was aus doppelter Hinsicht erstaunlich ist: Zum einen wird der A-Markt für gewöhnlich aufgrund der erheblich größeren Marktteilnehmerzahl als deutlich liquider angenommen, womit geringere *Inventory Holding* Kosten auf dem A-Markt einhergehen sollten. Zum anderen sind bis April 2002 die *Order Processing Costs* auf dem A-Markt hinsichtlich der Steuern und Provisionen höchstens gleich hoch, zeitweise aber um mindestens 1 Promille niedriger gewesen als auf dem B-Markt.³⁸

³² Vgl. Amihud / Mendelson, 1986, S. 234.

³³ Siehe Longstaff, 1995, S. 1772, Tabelle 2.

³⁴ Chen u. a., 2001, S. 147f., Tabellen 4 und 5. Untersuchungszeitraum: 1992 bis 1997.

³⁵ Siehe Chen u. a., 2004, S. 30, Tabelle 4.

³⁶ Siehe Chan u. a., 2002, S. 17. Auch Karolyi / Li, 2003, lehnen die Liquiditätshypothese ab, siehe S. 30, Tabelle 4: Hier wird das relative Handelsvolumen als Erklärungsfaktor in der Regression nicht signifikant.

³⁷ Siehe Chan u. a., 2002, S. 17.

³⁸ Während für A-Aktien Provisionen in Höhe von 3,35 Promille (SHSE) und 3,3075 Promille (SZSE) bezahlt werden mußten, lagen die Provisionen für B-Aktien einheitlich bei 4,3 Promille. Die Stempelsteuer lag von Juni 1992 bis Mai 1997 für A- und B-Aktien einheitlich bei 3 Promille, zwischen Mai 1997 bis Juni 1998 bei 5 Promille, ab Juni 1998 bei 4 Promille und ab Juni 1999 für B-Aktien bei 3 Promille. Ab November 2001 wurde die Stempelsteuer wieder für A-

Doch selbst wenn die Liquiditätshypothese in ökonometrischen Modellen durchweg Erklärungskraft hätte, wäre sie aus methodischen Gründen im Kontext der Forschung zum chinesischen Kapitalmarkt abzulehnen: Sie würde es im besten Falle erlauben, die B-Discounts auf hohe Illiquidität im B-Markt zurückzuführen. Darauf würde aber die Frage folgen, warum der B-Markt bei einem im Vergleich zum A-Markt potentiell mehrfach größeren internationalen Anlegerkreis illiquider ist. Spätestens dann müßte man zu einem der schon vorgestellten Hypothesen übergehen – oder zu der im folgenden diskutierten Behavioral Hypothesis, welche Liquidität auf Aktienmärkten gerade nicht als Erklärungsgrund, sondern als Phänomen auffaßt. Hohe Liquidität oder Illiquidität auf Märkten ist Folge von Unsicherheiten, heterogenen Erwartungen oder auch einer Art von asymmetrischer Information. Doch kann sie diese Erklärungsgründe nur anzeigen, ohne aber daß daraus etwas geschlossen werden könnte. Daß typische Liquiditätsproxys in empirischen Untersuchungen auch zur Überprüfung der anderen Hypothesen verwendet werden können, kann nun aber verstanden werden.³⁹

Resultat:

Schon aufgrund theoretischer Überlegungen muß die Liquidity Hypothesis als unbrauchbar abgelehnt werden: Fehlende Liquidität mag in mancher empirischen Analyse den B-Discount „erklären“. Ein Erkenntnisgewinn geht damit aber nicht einher, weil fehlende oder hohe Liquidität selbst erklärungsbedürftig ist. Besonders hohe oder besonders niedrige Liquidität kann insofern als Phänomen ihr zugrundeliegender Probleme gesehen werden – eine eigene Erklärungskraft besitzt sie nicht.

3.4 Behavioral Hypothesis

Die Behavioral Hypothesis hebt die Annahme der Standard Asset Pricing Modelle auf, nach welcher sämtliche Marktteilnehmer die gleichen Renditeerwartungen teilen. An ihrer Stelle steht die Vermutung, daß zumindest ein Teil der Marktakteure eine hohe, aber fundamental unbegründete Meinung bezüglich der eigenen Bewertungsfähigkeit von Informationen oder die Verwertung vermeintlich wertrelevanter „privater“ Informationen hat („overconfidence“). Unter Annahme von *Overconfidence* kann gezeigt werden, daß der Kurswert einer gehandelten Aktie dauerhaft über seinem Fundamentalwert liegen kann. Basierend auf Harrison und Kreps (1978) entwickeln Scheinkman und Xiong (2003) ein Modell, in welchem *Overconfidence* von Marktakteuren zu heterogenen Einschätzungen bezüglich des Kurswertes einer Aktie führt.⁴⁰ Mit dem Kauf einer Aktie erwirbt der Investor nicht nur die verbrieften Cashflow- und Stimmrechte, sondern zusätzlich die Option („resale option“), von höheren Werterwartungen anderer Investoren zu profitieren: Die Möglichkeit des Investors, die Aktie an einen anderen Investor zu verkaufen, dessen (irrationale) Werteinschätzung über der eigenen liegt, macht die Option selbst dann wertpositiv, wenn das Wertpapier zu einem Preis über dem Fundamentalwert erworben wird – allerdings nur, wenn die Irrationalitätsprämie nicht durch Leerverkäufe wegarbitriert werden kann.⁴¹ Das daraus folgende spekulative Motiv beim Kauf eines überbewerteten Wertpapiers ist unter diesen Voraussetzungen

und B-Aktien einheitlich mit 2 Promille festgelegt. Vgl. Pißler, 2004, S. 493 und die dort aufgeführten Quellen (Provisionen) und S. 496f. (Stempelsteuer).

³⁹ Stellvertretend für die auch in anderen empirischen Studien beobachtbare Beliebtheit, mit welcher gleiche Proxys für die Überprüfung verschiedener Erklärungsmodelle herangezogen werden, läßt sich ein Zitat aus der Studie von Chen u. a. (2004) aufführen: „[I]f investors increase in overconfidence, then trading volume, volatilities, and the short-horizon autocorrelation of returns increase. Since trading volumes and volatilities are used as proxies for liquidity and risk, respectively, the relative turnover (or relative spread) and relative risk [...] can be thought of as behavioral factors.“, a. a. O. S. 19.

⁴⁰ Die als erstes von Miller, 1977, ausführlich thematisierten heterogenen Erwartungen stehen also nicht mehr für sich alleine, sondern werden durch eine Behavioral-Annahme unterlegt. Im Modell von Scheinkman / Xiong, 2003, sind alle Marktteilnehmer *overconfident*.

⁴¹ Vgl. Scheinkman / Xiong, 2003, S. 1184.

umso vorteilhafter (die Option umso mehr wert), desto stärker sich die Wertauffassungen der Investoren unterscheiden.⁴² Die Unterschiede gehen mit zunehmender irrationaler Selbstüberschätzung sowie fundamentaler Volatilität des Wertpapiers auseinander. Steht eine große (unbeschränkte) Anzahl möglicher Investoren einem beschränkten Wertpapierangebot gegenüber, wird jeder erfolgreiche Käufer seinen Reservationspreis bezahlen, wodurch ein Wertpapierkurs weit über dem Fundamentalwert erreicht wird.

Lassen sich Investoren in zwei Gruppen aufteilen, von denen die eine Marktinformationen rational auswertet, die andere Gruppe aber aufgrund hohen Selbstvertrauens beim Pricing den Schwerpunkt auf private Informationen legt und aufgrund neu eintreffender privater Information optimistischer wird, werden die weniger optimistischen Investoren aus dem Markt gedrängt, was über die damit einhergehende abnehmende Berücksichtigung von Fundamentaldaten eine höhere Volatilität und ein höheres Handelsvolumen impliziert. Im Umkehrschluß kann das Ansteigen von Liquidität als Zeichen zunehmender Überbewertung einer Aktie und sinkender Renditen verstanden werden.⁴³ Auch diese Aussage gilt nur bei Leerverkaufsverbot – welches also erstens die Möglichkeit unterbindet, ein negatives Signal in den Markt zu senden und zweitens eine Arbitrage zwischen Märkten und schließlich auch die Schaffung von zusätzlichem Angebot auf dem Markt verhindert.

Zur Erklärung von Preisunterschieden auf zugangsbeschränkten Kapitalmarktsegmenten besitzen diese Überlegungen Anwendbarkeit, wenn plausibel gemacht werden kann, daß sich ein oder mehrere Modellparameter auf den Segmenten unterscheiden: Unterschiede könnten in der Möglichkeit zum Leerverkauf liegen oder in der Zusammensetzung rationaler und irrationaler Marktteilnehmer.

Mei u. a. (2004) finden für den chinesischen Kapitalmarkt, daß auf dem A-Markt vorwiegend unerfahrene Kleinanleger, auf dem B-Markt aber zum großen Teil institutionelle Investoren investieren. Wenn Kleinaktionäre als irrationaler als institutionelle Investoren angenommen werden, folgt theoretisch konsistent das beobachtete höhere Handelsvolumen und damit (s. o.) ein höheres Preisniveau auf dem A-Markt vor der Marktreform im Jahre 2001. Im Ergebnis können die Autoren 25,5% der Preisdifferenz zwischen A- und B-Markt vor 2001 durch die Unterschiede der auf dem A- und B-Segment beobachtbaren Handelsvolumen erklären.⁴⁴ Unterstützt wird dieses Ergebnis von Wang und Cheng (2004), die für A-Aktien im fast gleichen Zeitraum einen starken Zusammenhang zwischen hohem Volumen und niedrigen Renditen finden.⁴⁵ Chen u. a. (2004) schließlich können in einem Regressionsmodell 36,1% der Änderung des B-Discounts nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen bei Aufnahme von Proxys für die Behavioral Hypothesis erklären, aber nur 17,6% der Änderung, wenn diese Proxys nicht in die Regression eingehen.⁴⁶

Auch die Pricing-Effekte nach der Marktreform lassen sich teilweise mit der Behavioral Hypothesis erklären: Ein dauerhafter Anstieg der relativen Umsätze nach der Marktreform läßt darauf schließen, daß festlandchinesische Kleinanleger auf den B-Markt gekommen sind und dort untereinander die Kurse in ähnlicher Weise wie auf dem A-Markt (irrational) nach oben trieben. Daß der Discount nicht verschwindet ist konsistent zu der Beobachtung, daß auch nach der Marktreform der Handelsumsatz pro Aktie für A-Aktien allgemein deutlich höher ist.

⁴² Die Betonung dieses spekulativen Motivs unterscheidet das Modell von ähnlichen Modellen wie von Daniel u. a., 1998, (siehe hier für eine weitreichende Bibliographie zum Thema). „Spekulativ“ ist das Motiv insofern, als es nicht den Erwerb von Cash-flow-Rechten dient, sondern auf Kurssteigerungen ausgerichtet ist.

⁴³ Auch Daniel u. a., 1998, und Statman u. a., 2004, berichten, daß die Handelsvolumina, die Volatilität und die kurzfristigen Autokorrelationen der Renditen steigen, wenn sich Investoren selbst überschätzen.

⁴⁴ Siehe Mei u. a., 2004, S. 18 und S. 36. Untersuchungszeitraum: April 1993 bis Dezember 2000.

⁴⁵ Vgl. Wang / Cheng, 2004, S. 593-595. Untersuchungszeitraum: Juli 1994 bis Dezember 2000.

⁴⁶ Vgl. Chen u. a. (2004), S. 30. Als Proxys für die Behavioral Hypothesis verwenden sie relativen Handelsumsatz, relatives Risiko, relatives Handelsspannenverhältnis und relative Autokorrelation.

Die diesem Erklärungsansatz zugeordneten empirischen Ergebnisse haben gemein, daß sie nur dann als aussagestark genommen werden können, wenn die getroffenen *behavioral* Prämissen zutreffen. Diese werden aber in den zitierten Studien als gegeben vorausgesetzt und nicht weiter thematisiert.

Resultat:

Die Stärke der Behavioral Hypothesis liegt darin, daß sie zusätzlich zum Auftreten der B- und H-Discounts auch mehrere weitere interessante Pricing-Effekte erklären kann: Hohe Handelsumsätze (Liquidität) werden als Folge und Kennzeichen für die Präsenz von Kleininvestoren, die *overconfident* sind, interpretiert. Im Bewußtsein, über überlegene Bewertungsfähigkeiten zu verfügen und zuversichtlich, die erworbenen Aktien zu höheren Preisen wieder verkaufen zu können, treiben sie die Kurse in die Höhe. Weil auf dem A-Markt ein Großteil der Akteure Kleininvestoren, auf dem B- und H-Markt aber ein Viertel bzw. die Mehrheit der Akteure institutionelle Investoren sind, stellen sich für A-Aktien um ein Vielfaches höhere Bewertungen als für ihre B-Pendants ein – und noch höhere Aufschläge im Vergleich zu den H-Pendants. Zwar kann auch mit der Behavioral Hypothesis nicht erklärt werden, warum nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen der B-Discount nicht verschwindet, doch ist die Tatsache, daß auch der Handelsumsatz pro Aktie sich nicht egalisiert, bemerkenswerterweise mit diesem Umstand konsistent.

4. Ergänzende Lösungsvorschläge

Von den oben diskutierten Erklärungsmodellen hat sich die Liquidity Hypothesis als aus theoretischen Gesichtspunkten abzulehnen gezeigt. Zudem ist die für die Geltung der Asymmetric Information Hypothesis notwendige Plausibilisierung der Annahme einer systematischen asymmetrischen Informationsverteilung zwischen inländischen Investoren auf der weniger gut und ausländischen Investoren auf der besser informierten Seite nicht gelungen, wodurch auch dieser theoretische Ansatz nicht zur Erklärung der Pricing-Phänomene zur Verfügung steht. Zur Erklärung der Pricing-Phänomene verbleiben die Differential Demand Hypothesis und die Behavioral Hypothesis. Es stellte sich heraus, daß die Annahmen der Differential Demand Hypothesis empirisch als hinreichend belegt angesehen werden können. Dagegen ist die Annahme der Behavioral Hypothesis, daß chinesische Kleininvestoren *overconfident* sind, nicht plausibilisiert. Allerdings spricht für die Behavioral Hypothesis ihre Erklärungskraft: Die interessantesten beobachteten Pricing-Effekte – Rückgang des Discounts, Liquidität, Entsprechung von nicht vollständig nivelliertem Discount und nicht vollkommen angeglichenem Handelsumsatz auf A- und B-Markt – können von ihr beschrieben werden.

Die folgenden beiden Abschnitte beschäftigen sich mit den Fragen, wie der nicht vollständige Rückgang des B-Discounts zu erklären ist und wie die kritische Annahme der Behavioral Hypothesis bei Beibehaltung der Gültigkeit ihrer Modellaussagen für den chinesischen Kapitalmarkt zu plausibilisieren ist.

4.1 Worauf läßt sich der bestehende B-Discount nach 2001 zurückführen?

Die zitierten Studien, welche sich mit der Discountänderung der B-Aktien nach Aufhebung der Zugangsrestriktionen beschäftigten, gehen von einer vollständigen Aufhebung der Zugangsrestriktionen aus – diese ist gemäß der entsprechenden Verlautbarung der CSRC formal gegeben: „[I]ndividual domestic residents may, in accordance with this notice, invest in B shares.“⁴⁷ Daraus wird offenbar geschlossen, daß sich zugleich auch aus Sicht der festlandchinesischen Investoren die Segmentierung aufhebt. Mehrere Gründe sprechen jedoch dagegen. Die Segmentgrenzen scheinen statt dessen noch in hohem Grade impermeabel zu sein. Als Anzeichen

⁴⁷ Siehe CSRC, 2001, S. 1.

dafür kann der Umstand betrachtet werden, daß Ende des Jahres 2001 von schätzungsweise 10 Mio. Investor-Identitäten des A-Marktes nur etwas mehr als 600.000 Investoren an den B-Markt gingen. Nach der Differential Demand Hypothesis müßten sämtliche Investoren auf der Suche nach weiteren Investitionsmöglichkeiten auf den B-Markt kommen und auch die Behavioral Hypothesis legt nahe, daß kein Investor die Chance auf Extragewinne verstreichen lassen würde. Etwas anderes wäre es, wenn gerade den Investoren mit der schlechtesten Diversifikation – angenommenerweise den Kleinanlegern – oder denjenigen Marktteilnehmern, denen am ehesten die Geltung der *Overconfidence*-Annahme zugeschrieben wird – ebenfalls den Kleinanlegern – der Zugang zum B-Markt faktisch verwehrt wäre: In beiden Fällen würden sich Bewertungen unterhalb des Niveaus der A-Aktien einstellen.

Tatsächlich können Argumente dafür aufgeführt werden, warum gerade vielen Kleininvestoren der Gang auf den B-Markt nicht gelingt: Schlüssel dafür ist die erwähnte Mitteilung der CSRC, in welcher die Aufhebung der Zugangsrestriktion zum B-Markt bekannt gegeben wurde: Investoren ohne Devisenbestand haben keine Möglichkeit, an den B-Markt zu gehen. Dies trifft vornehmlich Kleininvestoren, welche über keine oder nur geringe Devisenbestände verfügen (Zugang erst ab 1.000 USD) und nicht die Möglichkeit haben, Devisen an ausländischen Kapitalmärkten (gemäß der entsprechenden Beschränkung für Staatsbürger der VR China) zu erwerben. Der durchaus mögliche Erwerb von Sorten auf dem Schwarzmarkt stellt keine Lösung dar, da nur Gelder auf Devisenkonten zum Erwerb von B-Aktien eingesetzt werden können. Für Investoren, welche über Devisenbestände verfügen, ist zudem nur ein langfristiges Engagement als Investmentstrategie lukrativ. Ansonsten ist der Gang an den B-Markt aber unattraktiv, weil inländische Investoren dort erzielte Gewinne nur im B-Markt reinvestieren oder alternativ auf chinesischen Bankkonten anlegen dürfen. Dies läßt vermuten, daß vorwiegend institutionelle Investoren mit längerem Anlagehorizont den Anreiz haben, auf dem B-Markt zu investieren, wogegen Kleinanlegern der Zugang zum B-Markt faktisch weiterhin verwehrt ist. Sind im A-Markt die Kleinanleger tatsächlich diejenigen mit der unelastischsten Nachfrage respektive der höchsten *Overconfidence*, so folgt aus dem Umstand, daß sie keinen Zugang zum B-Markt haben und dadurch nur besser diversifizierte Investoren mit geringerer Zahlungsbereitschaft oder Investoren mit geringerer *Overconfidence* auf den B-Markt gelangen sowohl aus der Differential Demand als auch aus der Behavioral Hypothesis eine im Vergleich zum A-Markt niedrigere Bewertung. Arbitragegeschäfte zwischen von der Rechtsausstattung identischen A- und B-Aktien sind wegen Leerverkaufsverböten nur insofern möglich, als daß einmalig eine A-Aktie desinvestiert und statt dessen das B-Pendant gekauft werden kann.

Der Umstand der unvollständigen Permeabilität der Segmentsgrenzen als Erklärungsgrund für die nicht vollständige Nivellierung der Marktparameter wird in der Literatur nur vereinzelt vermutet.⁴⁸ Durch die Annahme der vollständigen Permeabilität der Segmentsgrenzen wird das Problem durch keines der theoretischen Erklärungsmodelle lösbar. Ist die Segmentsgrenze jedoch noch weitgehend impermeabel, kann der verbleibende Discount sowohl mit der Differential Demand Hypothesis als auch Behavioral Hypothesis begründet werden. Die bei der Diskussion der Differential Demand Hypothesis aufgeworfene Frage, weshalb auch nach 2001 Discounts durch unterschiedliches Angebot auf den verschiedenen Marktsegmenten erklärt werden können, ist im Kontext dieses Kapitels mit der Impermeabilität der Segmentsgrenzen auch nach 2001 erklärbar.

Weil die beiden Theorien zueinander theoretisch nicht widersprüchlich sind, ist es vorstellbar und wie oben gezeigt empirisch naheliegend, daß beide Hypothesen für den chinesischen Kapitalmarkt Erklärungskraft besitzen. Weil die Stärke der Behavioral Hypothesis darin liegt, daß sie nicht nur

⁴⁸ So beobachten etwa Chen u. a. (2005) zwar die auch nach der Marktreform geringere Liquidität auf dem B-Markt, doch schreiben sie dazu lediglich und ohne Folgerungen daraus zu ziehen: „The persisting difference in liquidity may be due to the fact that domestic shareholders must use US or Hong Kong dollars to trade in B-shares, or it may be due to a factor associated with foreign investors.“, a. a. O., S. 87. Auch Mei u. a. (2004), S. 15, weisen darauf hin, daß festlandschinesische Investoren nur beschränkten Zugang zu ausländischen Devisen haben.

die Änderung des Discounts, sondern auch noch weitere interessante Effekte erklären kann, soll sie im folgenden Abschnitt dadurch stark gemacht werden, daß für die *Overconfidence*-Annahmen Evidenz gefunden wird.

4.2 Fundierung der Behavioral Hypothesis durch den „Politischen Markt“ in China

Die Annahme der Behavioral Hypothesis nach Scheinkman und Xiong (2003) und deren Anwendung für den chinesischen Kapitalmarkt bei Mei u. a. (2004) ist deswegen problematisch, weil sie nicht nur voraussetzt, daß Kleininvestoren *overconfident* sind, sondern auch, daß festlandchinesische Investoren sich in ihrer *Overconfidence* von derjenigen der Kleinanleger auf dem B-Markt so stark unterscheiden, daß die vielfach höhere Bewertung auf dem A-Markt erklärbar wird. Wie schon bei der Diskussion der Asymmetric Information Hypothesis gesehen, ist es schwierig, die pauschale Differenz hinsichtlich einer Eigenschaft allein durch unterschiedliche Nationalitäten zu fordern.

Das Problem läßt sich dadurch mildern, daß die sich durch *Overconfidence* ergebende heterogenen Kurserwartungen auf dem A- und B-Markt als unterschiedlich gestreut angenommen werden. Dazu kann es dadurch kommen, daß eine bestimmte Art von Information besonders unterschiedlich bewertet wird. Dennoch wird der Kurs nicht durch die Investoren mit den höchsten Fundamentalerwartungen bestimmt: Da in den Kurs zusätzlich der Wert der resale option eingepreist wird, der c. p. mit abnehmender Marktteilnehmerzahl sinkt,⁴⁹ bilden sich auf den beiden Marktsegmenten abhängig von der Streuung der Kurserwartungen (Fundamentalerwert) und der Zahl der Marktteilnehmer mit diesen oder höheren Kurserwartungen (Wert der resale option) für dasselbe Wertpapier unterschiedliche Bewertungen.

Die Annahme unterschiedlicher Streuung der heterogenen Erwartungen liegt bereits aufgrund des großen Unterschieds zwischen A- und B-Markt bezüglich des Verhältnisses zwischen institutionellen Investoren und Kleinanlegern in den beiden Marktsegmenten nahe. Insbesondere kann bezüglich politischer Einflüsse auf das Marktgeschehen davon ausgegangen werden, daß sie von institutionellen Investoren anders eingeschätzt und gehandhabt werden können als von Privatinvestoren: Sei es durch Insiderinformation, sei es durch bessere Möglichkeiten zur Wirkungsabschätzung.⁵⁰ Daß der politische Einfluß in China besonders relevant für die Bewertung von Aktien ist, zeigen die folgenden Ausführungen.

Der politische Einfluß auf den Kapitalmarkt ist in China vor allem innerhalb des A-Segments⁵¹ zu beobachten. Er zieht sich durch alle Bereiche des Kapitalmarkts und tangiert jede Stufe der Investitionsentscheidungen. Von der Zielsetzung bei Errichtung des Kapitalmarktes und dessen Regulierung über Entscheidungen, welches Unternehmen an die Börse geht bis hin zu direkten Eingriffen in das Marktgeschehen tritt der Staat in seiner doppelten Funktion als Gesetzgeber und meistens auch Mehrheitseigner der Unternehmen auf. Seit Gründung der Aktienmärkte macht der durchschnittlich vom Staat an börsennotierten Unternehmen gehaltene Aktienanteil etwa zwei Drittel aus.

⁴⁹ Dies ergibt sich aus den Ergebnissen von Hong u. a., 2003, nach denen (bei gleicher Anzahl an *overconfident investors*) der Wert einer Aktie mit steigendem free float sinkt. Offensichtlich kann in dieser Betrachtung auch der free float konstant gehalten und die Zahl der *overconfident investors* variiert werden.

⁵⁰ Die Einschätzung politischer Einflußnahmen ist weitauf komplexer als beispielsweise die Evaluierung einer einzelnen Unternehmensmeldung. Institutionelle Investoren verfügen über Research-Abteilungen welche die komplexe Informationen auswerten können. Eine entsprechende Prozessierungsmöglichkeit der Information haben Kleinanleger trivialerweise nicht.

⁵¹ Dafür wurde auch in der empirischen Finanzmarktforschung schon früh Evidenz gefunden. Fung u. a., 2000, S. 189, resümieren: „[Our] results are consistent with the observation that stock markets in China are politically driven. This is especially true for the A-Share markets.“

Bereits die Zielsetzung bei der Errichtung eines Kapitalmarktes wich von der ökonomischen Zielsetzung einer effizienten Kapitalallokation ab: Der Kapitalmarkt sollte helfen, die hohen Spareinlagen der Privathaushalte für staatliche Investitionsvorhaben freizusetzen. So werden bei Auswahl der Unternehmen, die an die Börse gehen sollen, politische Kriterien angesetzt: Im Planverfahren werden den Provinzen und regierungsunmittelbaren Städten Emissionskontingente zugeteilt, welche nur nach detaillierten zentralen Vorgaben bezüglich Branchen und Unternehmensarten ausgeschöpft werden dürfen. Eine starke Rolle spielen dabei einerseits Punkte wie der Kapitalbedarf, den das Unternehmen aus staatlicher Sicht hat oder zu erhaltende Arbeitsplätze. Zudem kann man davon ausgehen, daß die persönlichen Interessen der an der Börsenzulassung beteiligten Funktionäre und Manager Berücksichtigung finden: Oft werden vorbörslich Aktienpakete an sie oder ihre Familienmitglieder vergeben, welche bereits am ersten Handelstag um ein Mehrfaches im Wert steigen.⁵² Es liegt die Vermutung nahe, daß dieses hohe durchschnittliche Underpricing beim IPO mit Selbstbereicherungsmotiven der beteiligten Akteure in Zusammenhang steht.⁵³

Die administrative Aktienmarktregulierung der Börsen in Shanghai und Shenzhen ist der Nationalen Wertpapieraufsichtskommission CSRC übertragen. Der ihr erteilte übergeordnete wirtschaftspolitische Auftrag ist die bevorzugte Kapitalaufnahme durch Staatsunternehmen und die Wertsteigerung von staatlichen Vermögenswerten beziehungsweise staatlicher Unternehmensanteile. Zusätzlich besteht seit 1999 der wirtschaftspolitische Auftrag, das Vertrauen von Unternehmen und Verbrauchern in das Wirtschaftswachstum durch steigende Aktienkurse zu stärken – was dem offiziellen Regulierungsauftrag, Marktmanipulationen zu verhindern insofern entgegensteht, als Insidergeschäfte und Marktmanipulationen geduldet wurden, wenn diese für steigende Aktienkurse sorgten. Ein unausgesprochener und inoffizieller Regulierungsauftrag, bezüglich dessen ein Konsens unter den politischen Führungsebenen, Managern der börsennotierten Gesellschaften und Großinvestoren herrscht und der die Beschränkung negativer Unternehmens- und Marktinformationen verlangt, illustriert zusätzlich den politischen Einfluß auf die Regulierung.⁵⁴

Damit stimmt überein, daß auf den verschiedenen Marktsegmenten ein hohes Maß an asymmetrischer Information gemessen wird. Auf dem A-Markt beträgt die durchschnittliche Adverse Selection- (AS-)Komponente des Bid-Ask-Spreads 0,554 Yuan und ist damit um 20,5 Prozent höher als die auf dem B-Markt (0,468 Yuan).⁵⁵ Die asymmetrische Information kann als Konsequenz des politischen Einflusses auf die Freigabe von Marktinformationen interpretiert werden. Die weit aus höhere AS-Komponente des Bid-Ask-Spreads auf dem A-Markt kann dadurch erklärt werden, daß die „Spielmacher“ chinesischer Provenienz (vor 2001) keinen Zugang zum B-Markt hatten – in den vollkommen segmentierten Märkten wurde deshalb die bessere Information der chinesischen Spielmacher nur auf dem A-Markt bewertungsrelevant. Mit der Freigabe des B-Marktes im Jahre 2001 gleichen sich die AS-Komponenten von A- und B-Markt an, nicht aber die Bewertungen. Dies ist ein Indiz dafür, daß nach der Marktreform im Februar 2001 mehrheitlich institutionelle oder zumindest besser informierte Investoren auf den B-Markt gelangten.

⁵² Siehe Abschnitt 3.1 für das Underpricing auf dem A-Markt. Auf dem B-Markt herrscht ein durchschnittliches Underpricing von 11,6%. Su / Fleisher, 1999, S. 182, Tabelle 2, zeigen, daß in der Anfangszeit der chinesischen Aktienmärkte die Underpricings sogar durchschnittlich 949% betrugten (Zeitraum: vor Gründung der Börsen 1987-1995). Es scheint plausibel, den Rückgang des Underpricings – auf nach wie vor hohes Niveau – als Hinweis auf die Abnahme der „politischer Markt“-Faktoren zu deuten.

⁵³ Siehe für eine ausführliche Beschreibung von Korruption Heilmann, 2004, S.179-188.

⁵⁴ Vgl. zu diesem Abschnitt insbesondere Heilmann, 2001a, S. 25, Übersicht 11.

⁵⁵ Siehe Chan u. a., 2004b, S. 16 und Tabelle 2 (ohne Seitenangabe). Untersuchungszeitraum: Januar bis Dezember 2000.

Hohe Intransparenz auf den Kapitalmarktsegmenten⁵⁶ und ein stark unterschiedliches Verhältnis von institutionellen und privaten Investoren zwischen A- und B- bzw. H-Segment stützen unter Berücksichtigung des bedeutenden Umfangs der politischer Einflußnahme insbesondere auf den A-Markt die Annahme einer größeren Streuung der heterogenen Erwartungen auf dem A-Markt im Vergleich zum B- und H-Markt. Die unterschiedliche Bewertungen von A- und B- bzw. A- und H-Aktien können so unter Berücksichtigung der Ergebnisse von Abschnitt 3.4 von dem Modell von Scheinkman und Xiong (2003) beschrieben werden.

5. Zusammenfassung

Für die Erklärung der hohen Bewertungsunterschiede hinsichtlich Cashflow- und Stimmrechten identischer Aktien eines Unternehmens abhängig davon, ob sie im A- oder B- bzw. H-Segment des chinesischen Aktienmarktes gehandelt werden, gibt es mehrere theoretische Erklärungsansätze. Eine genauere Betrachtung der Erklärungsansätze zeigt, daß die Liquidity Hypothesis aus theoretischen Gründen keine Erklärungskraft hat. Die Asymmetric Information Hypothesis scheidet zur Erklärung der Bewertungsunterschiede ebenfalls aus, weil keine Anhaltspunkte für die von ihr geforderte asymmetrische Informationsverteilung zwischen chinesischen und ausländischen Aktienmarktteilnehmern gefunden werden können.

Die verbleibenden Theorien beschreiben jedoch unter Berücksichtigung der auf dem chinesischen Aktienmarkt herrschenden Besonderheiten gemeinsam die Pricing Effekte auf A-, B- und H-Markt zufriedenstellend: Festlandschinesische Investoren hatten bis 2001 abgesehen von Bankeinlagen und dem Kauf von chinesischen Staatsanleihen lediglich die Möglichkeit, auf dem A-Markt zu investieren, wodurch ihre Nachfrageelastizität für Wertpapiere sehr gering war. Zudem begünstigte die vielschichtige politische Einflußnahme auf das Marktgeschehen eine breite Verteilung von Renditeerwartungen, die sich unter Leerverkaufsverboten unter Berücksichtigung der Behavioral Hypothesis kurstreibend auswirkt – insbesondere angesichts des höhere Anteils von Kleininvestoren auf dem A-Markt im Vergleich zum B- und H-Markt.

Die Aufhebung der Zugangsbeschränkung für festlandchinesische Investoren zum B-Markt im Februar 2001 ermöglichte nur einem kleinen Teil der chinesischen Anleger ein Investment auf dem B-Markt, weil vorwiegend die Kleininvestoren über die notwendigen Devisen(konten) nicht verfügen. Angesichts dessen, daß nur etwa 5% der Anleger, die bisher im A-Markt investiert hatten, auch an den B-Markt gingen, ist es mit der Behavioral Hypothesis erklärbar (und mit der Differential Demand Hypothesis konsistent), daß die Bewertungsunterschiede auf dem B- und A-Markt nicht nivelliert wurden. Die Tatsache, daß sich die Zahl der Anleger auf dem B-Markt dennoch verdreifachte, ermöglicht es, die Reduzierung des B-Discounts um zwanzig Prozentpunkte zu erklären. Ein Blick auf den H-Markt legt nahe, daß ausländische Investoren infolge der nach Februar 2001 höheren Bewertung auf dem B-Markt verstärkt im H-Markt investierten, was zu einer Reduzierung des H-Discounts um acht Prozentpunkte führte.

⁵⁶ Der chinesische Kapitalmarkt war in den 1990er Jahren intransparenter als andere entwickelten oder sich entwickelnden Aktienmärkte – dies läßt sich am durchschnittlichen Fehler für Gewinn- oder Performance-Forecasts ablesen, der für chinesische Aktien doppelt so hoch war wie für Aktien anderer Länder, an. Vgl. Ang / Ma, 1999, S. 17, Tabelle 9.

6. Literaturverzeichnis

- Amihud, Yakov / Mendelson, Haim (1986):** Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, S. 223-249.
- Ang, James S. / Ma, Yulong (1999):** Transparency in Chinese stocks: A study of earnings forecasts by professional analysts, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, S. 129–155.
- Bailey, Warren / Jagtiani, Julapa (1994):** Foreign ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, S. 57-87.
- Bailey, Warren / Chung, Y. Peter / Kang, Jun-koo (1999):** Foreign Ownership Restrictions and Equity Price Premiums: What Drives the Demand for Cross-Border Investments?, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 34, S. 489-511.
- Chakravarty, Sugato / Sarkar, Asani / Wu, Lifan (1998):** Information asymmetry, market segmentation and the pricing of cross-listed shares: theory and evidence from Chinese A and B shares, in: *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 8, S. 325-355.
- Chan, Kalok / Menkveld, Albert J. / Yang, Zhishu (2002):** Evidence on the Foreign Share Discount Puzzle in China: Liquidity or Information Asymmetry?, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, S. 1-26.
- Chan, Kalok C. / Wang, Junbo / Wei, K. C. John (2004a):** Underpricing and long-term performance of IPOs in China, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, S. 409-430.
- Chan, Kalok / Menkveld, Albert J. / Yang, Zhishu (2004b):** Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, S. 1-26.
- Chen, Gong-Meng / Lee, Bong-Soo / Rui, Oliver M. (2001):** Foreign Ownership Restrictions and Market Segmentation in China's Stock Markets, in: *The Journal of Financial Research*, Vol. 24, S. 133-155.
- Chen, Gong-Meng / Lee, Bong-Soo / Rui, Oliver M. / Wu, Wenfeng (2004):** Revisiting B-share Discounts in the Chinese Stock Market, Working Paper, Hong Kong Polytechnic University, S. 1-34.
- Chen, Gong-Meng / Kim, Kenneth A. / Rui, Oliver M. (2005):** A note on price limit performance: The case of illiquid stocks, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, S. 81-92.
- Chui, Andy C. W. / Kwok, Chuck C. Y. (1998):** Cross-autocorrelation between A shares and B shares in the Chinese stock market, in: *The Journal of Financial Research*, Vol. 21, S. 333-353.
- CSRC (2001):** Notice on Issues related to Individual Domestic Residents Investing in Foreign Currency Stocks Listed in the Domestic Stock Markets (B-share Market), unter: <http://www.csrc.gov.cn/en/jsp/detail.jsp?infoid=1061948415100&type=CMS.STD> am 07.06.2005.
- Daniel, Kent / Hirshleifer, David / Subrahmanyam, Avanidhar (1998):** Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, in: *The Journal of Finance*, Vol. 53, S. 1839-1870.
- Domowitz, Ian / Glen, Jack / Madhavan, Ananth (1997):** Market Segmentation and Stock Prices: Evidence from an Emerging Market, in: *The Journal of Finance*, Vol. 52, S. 1059-1085.
- Eun, Cheol S. / Huang, Wei (2005):** Asset Pricing in China: Is There a Logic, Working Paper, College of Management, Georgia Institute of Technology.
- Fung, Hung-Gay / Lee, Wai / Leung, Wai Kin (2000):** Segmentation of the A- and B-Share Chinese Equity Markets, in: *The Journal of Financial Research*, Vol. 23, S. 179-195.
- Gordon, Roger H. / Li, Wei (1999):** Government as a Discriminating Monopolist in the Financial Market: The Case of China, Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 7110, unter: <http://www.nber.org/papers/w7110>.

- Grossman, Sanford J. / Stiglitz, Joseph E. (1980):** On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: *The American Economic Review*, Vol. 70, S. 393-408.
- Gunter, Frank R. (2004):** Capital flight from China: 1984-2001, in: *China Economic Review*, Vol. 15, S. 63-85.
- Harrison, J. Michael / Kreps, David M. (1978):** Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 92, S. 323-336.
- Heilmann, Sebastian (2001a):** Der Aktienmarkt der VR China (I): Staatliche Regulierung und institutioneller Wandel, in: *China Analysis* No. 3, S. 1-39, unter: <http://www.chinapolitik.de/studien/>.
- Heilmann, Sebastian (2001b):** Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln, in: *China Analysis* No. 4, S. 1-25, unter: <http://www.chinapolitik.de/studien/>.
- Heilmann, Sebastian (2004):** Das politische System der Volksrepublik China, 2. Auflage, Wiesbaden 2004.
- Hietala, Pekka T. (1989):** Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Market, in: *The Journal of Finance*, Vol. 44, S. 697-718.
- Hong, Harrison / Scheinkman José / Xiong, Wei (2005):** Asset Float and Speculative Bubbles, Working Paper, Princeton University.
- Huang, Guihai / Song, Frank M. (2005):** The financial and operating performance of China's newly listed H-firms, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, S. 53-80.
- Karolyi, G. Andrew / Li, Lianfa (2003):** A Resolution of the Chinese Discount Puzzle, Working Paper, Ohio State University, S. 1-37.
- Lam, Swee-Sum / Pak, Hoe-Soon (1993):** A Note on Capital Market Segmentation: The Tests and Evidence, in: *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 1, S. 263-267.
- Longstaff, Francis A. (1995):** How Much Can Marketability Affect Security Values?, in: *The Journal of Finance*, Vol. 50, S. 1767-1774.
- Mei, Jianping / Scheinkman, José A. / Xiong, Wei (2004):** Speculative Trading and Stock Prices: An Analysis of Chinese A-B Share Premia, Working Paper, Bendheim Center of Finance, Princeton University, S. 1-39.
- Miller, Edward M. (1977):** Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, in: *The Journal of Finance*, Vol. 32, S. 1151-1168.
- Pigou, A. C. (1920):** *The Economics of Welfare*, Cambridge University Press, U. K.
- PiBler, Knut Benjamin (2003):** Neue Chancen und Risiken für ausländische Investoren auf dem chinesischen Kapitalmarkt, in: *China aktuell*, S. 193-204.
- PiBler, Knut Benjamin (2004):** *Chinesisches Kapitalmarktrecht. Börsenrecht und Recht der Wertpapiergeschäfte mit Aktien in der Volksrepublik China*, Tübingen 2004.
- Scheinkman, José A. / Xiong, Wei (2003):** Overconfidence and Speculative Bubbles, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 111, S. 1183-1219.
- Statman, Meir / Thorley, Steven / Vorkink, Keith (2004):** Investor Overconfidence and Trading Volume, Working Paper, Brigham Young University, Marriott School of Management, S. 1- 42.
- Stulz, René M. / Wasserfallen, Walter (1995):** Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight, and Shareholder Wealth Maximization: Theory and Evidence, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, S. 1019-1057.
- Su, Dongwei / Fleisher, Belton M. (1999):** An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs, in: *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 7, S. 173-202.
- Sun, Qian / Tong, Wilson H. S. (2000):** The effect of market segmentation on stock prices: The China syndrome, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24, S. 1875-1902.

- Wang, Chang Yun / Cheng, Nam Sang (2004):** Extreme volumes and expected stock returns: Evidence from China's stock market, in: Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 12, S. 577-597.
- Wang, Steven Shuye / Jiang, Li (2004):** Location of trade, ownership restrictions, and market illiquidity: Examining Chinese A- and H-shares, in: Journal of Banking & Finance, Vol. 28, S. 1273-1297.
- Xu, Cheng Kenneth (2000):** The microstructure of the Chinese stock market, in: China Economic Review, Vol. 11, S. 79-97.

Appendix

Tabelle 1: Merkmalsausprägungen vor und nach dem Event auf dem B-Markt.

	Vor Event				Nach Event				t-Test vor-nach-Event		sd-Test vor-nach
	Arith. Mittel	Min	Max	Std. Abw.	Arith. Mittel	Min	Max	Std. Abw.	p-Value	t-Statistik	p-Value
Schlusskurs A	12,381	3,240	33,880	4,093	11,313	3,870	29,58	3,547	0,000	16,265	0,000
Schlusskurs B	2,893	0,510	28,480	2,727	6,188	2,230	47,36	4,529	0,000	-51,39	0,000
B-Discount	0,788	0,503	0,936	0,064	0,481	-0,022	0,771	0,108	0,000	202,11	0,000
Relative Umsätze B-A	0,548	0,000	17,318	0,932	0,841	0,000	149,33	2,461	0,000	-9,191	0,000

Erklärungen

Das Event ist die Aufhebung der Zugangsrestriktionen zum B-Markt für inländische Investoren.

B-Discount: $(A\text{-Aktienkurs} - B\text{-Aktienkurs}) / (A\text{-Aktienkurs})$

Relativer Umsatz A-B: $(B\text{-Handelsvolumen} / \text{Handelbare B-Aktien}) / (A\text{-Handelsvolumen} / \text{Handelbare A-Aktien})$

Tabelle 2: Merkmalsausprägungen vor und nach dem Event auf dem H-Markt.

	Vor Event				Nach Event				t-Test vor-nach-Event		sd-Test vor-nach
	Arith. Mittel	Min	Max	Std. Abw.	Arith. Mittel	Min	Max	Std. Abw.	p-Value	t-Statistik	p-Value
Schlusskurs A	8,408	2,590	25,63	3,877	7,564	1,96	18,85	3,413	0,000	9,696	0,000
Schlusskurs H	0,960	0,300	5,00	0,662	1,435	0,32	4,89	0,799	0,000	-27,17	0,000
H-Discount	0,873	0,508	0,971	0,081	0,803	0,461	0,947	0,076	0,000	37,535	0,001
Relative Umsätze H-A	1,008	0,000	66,64	2,348	2,748	0,000	73,96	5,879	0,000	-16,3	0,000

Erklärungen

Das Event ist die Aufhebung der Zugangsrestriktionen zum B-Markt für inländische Investoren.

H-Discount: $(A\text{-Aktienkurs} - H\text{-Aktienkurs}) / (A\text{-Aktienkurs})$

Relativer Umsatz A-H: $(H\text{-Handelsvolumen} / \text{Handelbare H-Aktien}) / (A\text{-Handelsvolumen} / \text{Handelbare A-Aktien})$