

Anleihenmärkte in China: Entwicklungsstand und Perspektiven

Svenja Schlichting

For quiet a long time, Chinese bond markets have been an underdeveloped and neglected segment of China's expanding capital markets, gaining much less attention than the flourishing equity markets of the nineties or the troubled Chinese banking sector. Despite their important role in capital market development, it was only very recently that – heavily influenced by the lessons learnt after the Asian Financial crisis - bond market development has been put on decision makers' agendas. Starting from there, this papers aims to analyze the development, structure and prevailing problems of government and corporate bond markets in China, arguing that bond markets show – in addition to more typical problems of emerging capital markets – some distinctive features resulting from their institutional, regulatory and political embeddedness in a socialist market economy. In order to understand bond markets' problems better, their overall context has to be taken into account as profound interconnections with the process of overall economic reform in China, fiscal and monetary policy making, as well as general financial sector development and problems in enterprise reform contributed to the problems they face today. The future of Chinas bond markets, though, it is argued, is likely to be much brighter, as changing needs within the economic reform process tend to foster a systematic and comprehensive bond market development policy in order to ensure and enhance steady and continuing economic growth. After all, bond markets will be an important component of mature capital markets in any market economy.

1 Einleitung: Eine neue Rolle für Anleihen im chinesischem Finanzsystem?

Die Märkte für festverzinsliche Anleihen (Bonds) sind ein vernachlässigtes und in vielerlei Hinsicht problematisches Segment des Kapitalmarktes in der Volksrepublik China (VRCh). Anleihen werden in der VRCh schon länger als Aktien emittiert, wurden aber durch die boomenden Aktienmärkte der 1990er-Jahre in den Hintergrund gedrängt. Als Folge einer inkonsistenten Haltung politischer Entscheidungsträger gegenüber der Marktentwicklung und -regulierung weisen die Märkte für Anleihen heute erhebliche strukturelle Probleme auf. Der Markt wird von *Staatsanleihen* dominiert, ihre Emission und der Handel mit ihnen haben sich aber erst seit wenigen Jahren an marktübliche Standards angenähert. *Unternehmensanleihen* machten Ende 2002 nur einen Prozentsatz von 2,8% am Gesamtvolumen der emittierten Anleihen aus.¹ Ihre Emission wurde bislang nur (wenigen) großen Staatsunternehmen gestattet und nach weitgehend administrativen Kriterien

¹ Vgl. Kim / Ho / St Giles (2003), S.27.

gestaltet.² Die Anleihemärkte können damit ihrer systemischen Bedeutung nicht gerecht werden und behindern eine Weiterentwicklung anderer Kapitalmarktsegmente.³

Nach einer ersten Phase unsystematischer und oft skandalgetriebener Regulierungspolitik⁴ scheinen in jüngerer Zeit systematischere Ansätze zur Marktentwicklung zu entstehen, die sich in einer Reihe von neueren Regulierungsentscheidungen widerspiegeln: Die Emission von Wandelanleihen (Convertible Bonds) wurde von den Zulassungsbehörden gegenüber der Erstemission von Aktien deutlich erleichtert⁵ und sog. Finanzanleihen (Financial Bonds) beleben zunehmend den Markt für Quasi-Staatsanleihen.⁶ 2003 gab es einige nennenswerte, große Emissionen von Unternehmensanleihen, wie z.B. durch China Netcom im Dezember. Darüber hinaus wurde auf der Nachfrageseite Versicherungsunternehmen 2003 erstmalig erlaubt, in einige ausgewählte Unternehmensanleihen zu investieren, und so die Nachfrage belebt. Die Neubewertung der Anleihemärkte spiegelt sich auch in Absichtserklärungen chinesischer Politiker wider, so u.a. schon in der Neujahrsansprache zum Jahr 2002 des damaligen Vorsitzenden der chinesischen Wertpapieraufsichtsbehörde (CSRC) Zhou Xiaochuan und innerhalb des zehnten Fünf-Jahres-Plans (2001-05).⁷

Um diese neueren Entwicklungen einordnen zu können, soll im Folgenden ein Überblick über die Entwicklung und Perspektiven der Anleihemärkte in China gegeben werden. Zunächst werden dazu die Märkte für Anleihen aus einer ökonomischen Perspektive betrachtet und die Entwicklung, der aktuelle Stand und die Probleme der Anleihemärkte dargestellt. Gemessen werden die Marktstruktur und -entwicklung dabei an Kriterien, die von tragenden Institutionen der internationalen Regulierungsöffentlichkeit, etwa OECD, IOSCO, IMF und Weltbank, unter den Aspekten allokativer Effizienz und weithin akzeptierter Standards umsichtiger Regulierung mit dem Ziel der Minderung systemischer Risiken angewandt werden.⁸

² Im vorliegenden Papier wird neben der üblichen Unterscheidung der Marktsegmente von Staatsanleihen und Unternehmensanleihen die Kategorie Quasi-Staatsanleihen benutzt. Sie soll den Leser dafür sensibilisieren, dass hinter den Unternehmensanleihen in der VRCh staatliche (tatsächliche oder vermeintliche) Garantien stehen und private Unternehmen bislang keine bzw. nur in allerjüngster Zeit sehr begrenzt Anleihen emittieren dürfen. Vgl. dazu Forsythe / Tian (2002), *Chinadaily* vom 7.1.2003. Die Emission von Wandelanleihen durch die private Minsheng Bank im Februar 2003 kann hier möglicherweise als Anfang einer Liberalisierung gelten, vgl. SCMP (2002a).

³ Zur Rolle von Anleihemärkten im Finanzsystem vgl. Herring / Chatusritipak (2000). Eine kritischere Perspektive liefert Bank for International Settlements (2002).

⁴ Als Beispiel kann hier der Fall Anshan Securities genannt werden, die über Bondgeschäfte stolperte und 2002 nach langwierigen Umstrukturierungsversuchen in Konkurs ging. Vgl. Yu / Lin (2002).

⁵ Im ersten Quartal 2003 wurde erstmalig durch die Emissionen von Wandelanleihen mehr Kapital aufgenommen als durch die Emission von (im Inland emittierten) Aktien, vgl. Slater (2003b).

⁶ Vgl. Newton / Subbaraman (2001).

⁷ Die chinesische Regierung hat zusätzlich auf multilateraler Ebene eine Vorreiterrolle in der Apec-Initiative zur Weiterentwicklung von Anleihemärkten übernommen, deren Hintergrund die Erfahrungen der Asienkrise und die darauf aufbauende Neubewertung von Anleihen als Finanzierungsinstrument und Kapitalmarktsegment sind, vgl. Asian Policy Forum / ADB Institute (2001), Herring / Chatusritipak (2000), IOSCO (2002), sowie Fabella / Madhur (2003).

⁸ Vgl. hierzu exemplarisch World Bank / IMF (2001), *Developing Government Bond Markets - A Handbook*. Hier werden im Rahmen einer technischen Analyse alle relevanten Teilbereiche der Entwicklung von Anleihemärkten aufgearbeitet. Vgl. auch Carmichael / Pomerleano (2002), Harwood (2000).

Die Darstellung ist gegliedert in eine getrennte Betrachtung von Staatsanleihen und Quasi-Staatsanleihen. In einem zweiten Schritt soll jeweils hinterfragt werden, wie die bestehenden Probleme entstanden sind und wie sie sich vor dem Hintergrund des Wirtschaftsreformprozesses in China verstehen lassen. Wie sind die Probleme auf den Märkten für Anleihen im Gesamtkontext der chinesischen Wirtschaftsreform zu erklären? Abschließend soll versucht werden, Perspektiven der zukünftigen Entwicklung dieser Märkte in Abhängigkeit vom Voranschreiten anderer Reformbereiche aufzuzeigen.

2 Der Markt für Staatsanleihen (Government Bonds)

2.1 Historischer Abriss: Von der administrativen Zuteilung zu einem Markt im eigentlichen Sinne

Staatsanleihen werden in der VRCh seit dem Jahr 1981, das die Wiedergeburt des chinesischen Kapitalmarktes markiert, über das Finanzministerium (MoF) emittiert.⁹ Sie sind so konzipiert, dass sie – wie in anderen Ländern auch – zur Deckung des Finanzierungsbedarfs der Regierung bzw. des Haushaltsdefizits beitragen, gleichzeitig aber makroökonomische Gleichgewichte nicht durch übermäßige Geldschöpfung und resultierende inflationäre Tendenzen gefährden. Die in Renminbi Yuan (RMB) denominierten inländischen Staatsanleihen (Treasury Bonds, T-Bonds) wurden zunächst mit einer Laufzeit von 10 Jahren emittiert. Die Emission wurde weitgehend als administrative Zuteilung organisiert, die Anleihen wurden zu festgesetzten Quoten, Preisen und Kuponhöhen ausgegeben und verteilten sich nach einem Plan zum Kauf auf Staatsunternehmen und Gebietskörperschaften. In den wesentlichen Strukturmerkmalen dieser Emissionen wurde vor allem der Finanzierungsbedarf der Zentralregierung berücksichtigt, deren Rückgriff auf die Gewinnübertragungen der Staatsunternehmen nach Reformbeginn stark eingeschränkt wurde, bevor ein effizientes Steuersystem etabliert werden konnte.¹⁰ Aufgrund des administrativen Zuteilungsverfahrens wirkten diese Anleihen wie Steuern, die verbindlich von der Regierung erhoben wurden. Ein Primärmarkt im eigentlichen Sinne entstand somit zunächst nicht. Des Weiteren war der Handel mit Anleihen untersagt, und sie blieben bis zu ihrer Fälligkeit in den Händen der Investoren. Somit kann man in dieser ersten Phase auch kaum von einem Sekundärmarkt sprechen. Planwirtschaftliche und administrative Prinzipien dominierten den Handel mit Staatsanleihen, wesentliche Strukturen und Akteure eines typischen entwickelten Kapitalmarktes waren noch nicht vorhanden.

In auffälligem Gegensatz zu den inländischen Verfahren der Anleiheemission stand die Tatsache, dass die chinesische Regierung schon seit Beginn der Reformpolitik auf internationalen Kapitalmärkten Anleihen emittiert und sich hierbei den Marktregeln und -konditionen der internationalen Finanzmärkte anpasst. Mit Hilfe internati-

⁹ Der Darstellung des historischen Abrisses wie auch der Probleme der Anleihemärkte aus ökonomischer Perspektive liegen vor allem folgende Quellen zu Grunde: World Bank (2001b), Rhee (2000), Nam / Park / Kim (2000), Green / Wall (2000) und Zhang / Hui (2000).

¹⁰ Zum dramatischen Rückgang der Quote von Staatseinnahmen zum Bruttosozialprodukt vgl. weiterführend z.B. World Bank (1996), S.39ff.

onal tätiger Investmentbanken und Emissionskonsortien wurden so schon bis 1998 internationale, in ausländischer Währung denominatede Anleihen im Werte von 4,6 Mrd. US\$ begeben.¹¹ Die langfristigen chinesischen Staatsanleihen in ausländischer Währung haben bislang ein Rating im Investmentbereich.¹²

Auf dem Markt für inländische Anleihen wurde ab 1988 der Handel mit Staatsanleihen erlaubt, u.a. um den florierenden Handel auf dem Schwarzmarkt zu unterbinden. Zusätzlich wurden Anleihen mit kürzeren Laufzeiten emittiert, um den Interessen der Investoren entgegenzukommen und ihre Inflationsrisiken zu mindern. Rechte zum Wiederverkauf, zum Handel und zur Besicherung wurden eingeräumt. Ab 1991 wurden neue Emissionskanäle aufgebaut und ein Primärhändlersystem parallel zur administrativen Zuteilung auf experimenteller Basis eingeführt. Kaufen konnten nun auch individuelle Investoren, denen bis 1992 gegenüber anderen Abnehmern begünstigte, vorteilhafte Kuponzahlungen auf so genannte *retail savings bonds* oder *saving certificates* angeboten wurden. Hierin lag ein Versuch, private Ersparnisse stärker zu mobilisieren. Ab 1994 stieg das Volumen der neuemittierten Staatsanleihen – noch verstärkt durch den einsetzenden Bedarf erste fällige Rückzahlungen zu finanzieren – stark an, als im Zuge einer Reform der Staatsfinanzierung die staatliche Kreditaufnahme bei der Zentralbank (d.h. im weitesten Sinne die Defizitfinanzierung durch Geldschöpfung) untersagt wurde. Ab 1995 wurden Auktionen, die in den meisten entwickelten Kapitalmärkten zentraler Bestandteil der Emission von Staatsanleihen sind, auf experimenteller Basis eingeführt.

Es kam in den folgenden Jahren zu Skandalen um den außerbörslichen Handel mit Staatsanleihen zwischen Geldinstituten (Interbanken-Handel), der 1995 gestoppt wurde. Danach war zunächst nur noch der Handel über die Börse möglich. 1997 wurde der Interbanken-Handel vor dem Hintergrund geld- und fiskalpolitischer Überlegungen wieder aufgenommen. Der Interbankenmarkt ist inzwischen der dominierende Markt für Emissionen und Sekundärhandel. Der Kreis der dort aktiven Institutionen wurde deutlich ausgedehnt und umfasst seit 1998 auch Versicherer und seit 2000 Finanzierungsgesellschaften.¹³

Das Emissionsvolumen von Staatsanleihen steigt beständig an – von 100 Mrd. RMB in 1998 über 110 Mrd. in 1999 zu 150 Mrd. in 2000 und 2001¹⁴ – und reflektiert den hohen und steigenden Finanzierungsbedarf der chinesischen Regierung. Die Laufzeiten reichen nun von einem Jahr bis zu 20 Jahren. Die Verlängerung der Fristen spiegelt den Bedarf der Regierung wider, langfristiges Kapital für soziale Sicherungssysteme und langfristige Investitionen aufzubauen (hierauf wird in Kapitel 2.4 genauer eingegangen). Insgesamt sind Bestrebungen erkennbar, in der Struktur der Emissionen den Anlegern stärker entgegen zu kommen. Die – im Allgemeinen liquiditätsfördernde – Einführung von Rückkäufen (*buy-backs*) sowie

¹¹ Vgl. Green / Wall (2000).

¹² Zurzeit A3 bzw. BBB, vgl. Webpages von Moody's und Standard & Poors: <http://www.moody.com/moodys/cust/staticcontent/2001900000433432/SovRatList.pdf>, Stand 2.5.2003 bzw. <http://www2.standardandpoors.com/NASApp/cs/ContentServer?pagename=sp/Page/FixedIncomeMainPg&r=1>, Stand 15.5.2003.

¹³ Vgl. *Caijing* (2002), darin "Evolution of the Bond Market".

¹⁴ Vgl. World Bank (2001a).

die Umstrukturierung existierender Emissionen (*switching*) wird derzeit diskutiert. Mit Einführung erster Investitionskanäle für internationale Anleger, wie dem Qualified Foreign Institutional Investor-System (QFII), werden auch ausländische Anleger unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen erwerben können.¹⁵

Staatsanleihen werden heute neben allgemeinen Emissionen auch für spezielle Verwendungszwecke emittiert (z.B. Infrastruktur-Bonds). Zum Teil werden diese Anleihen, wie beispielsweise diejenigen zur Finanzierung des Dreischluchtendamms, über Projektgesellschaften oder staatliche Geschäftsbanken abgewickelt. Hier verschwimmen die Unterschiede zwischen den klassischen Staatsanleihen und den so genannten Financial Bonds, auf die im dritten Kapitel noch stärker eingegangen werden soll.

2.2 Investoren, Instrumente und institutioneller Rahmen

Hinsichtlich der Investorenstruktur bleibt festzuhalten, dass – im Kontrast zur typischen Struktur der Anleger auf weiter entwickelten Kapitalmärkten, die von institutionellen Investoren dominiert werden – individuelle Anleger den überwiegenden Teil der chinesischen Staatsanleihen halten.¹⁶ Weitere wichtige Anleger sind Banken, die in den Staatsanleihen angesichts der Probleme auf der Passivseite ihrer Bilanzen und der Neubewertung von Kreditrisiken sichere Anlagen suchen. Sie engagieren sich – abgesehen von Geschäften, die ihrem Liquiditätsmanagement dienen – kaum auf dem Sekundärmarkt. Institutionelle Investoren – wie etwa Pensionsfonds mit ihrem hohen Bedarf an langfristigen sicheren Anlagen – spielen in China als Investoren noch eine untergeordnete Rolle.¹⁷ Soweit es sie gibt, sind sie oftmals an staatliche Banken angegliedert und operieren nicht allein unter Profitabilitäts Gesichtspunkten. Rentenfonds existieren noch nicht.¹⁸ Mit unabhängigen institutionellen Anlegern fehlen Akteure, die auf entwickelten Kapitalmärkten üblicherweise in großen Mengen Staatsanleihen nachfragen, ihre Portfolios professionell managen und dadurch die Markteffizienz verbessern.

Auf dem chinesischen Kapitalmarkt fehlt bislang auch eine Reihe von Finanzinstrumenten, vor allem Derivate, die zu einer erhöhten Effizienz der Intermediation, etwa durch Risikoaufteilung und -verkauf, beitragen. Es gibt Repo-Geschäfte und einen Terminhandel mit Anleihen, beide wurden aber infolge überwiegend spekulativer Geschäfte immer wieder kritisch betrachtet und zeitweise verboten. Eine kontinuierliche Weiterentwicklung der Finanzinstrumente steht noch aus.

¹⁵ Eine gute Darstellung der Möglichkeiten und Grenzen ausländischer Finanzinstitute und Anleger bietet Lardy (2001). Er verweist auch auf die Rolle der Anleiheemissionen durch die Asset Management Companies, die zum Auffangen der faulen Kredite der chinesischen Staatsbanken ins Leben gerufen wurden.

¹⁶ Vgl. OECD (2002), S.521.

¹⁷ Green verweist aber auf die hohe Bedeutung informeller (d.h. unregulierter) institutioneller Investoren auf dem Aktienmarkt, eine Beobachtung, die sich möglicherweise auf dem Markt für Staatsanleihen auch machen ließe, vgl. Green (2003), S.15-17.

¹⁸ Vgl. *Caijing* (2002). Die Forderung nach der Einführung von Fonds auf der Grundlage von Anleihen wird hier als Reformvorschlag für eine Belebung und Konsolidierung des Marktes genannt. "Anleihenorientierte Fonds", wie etwa der Ronghua Fond der China Dragon Fund Management Co. Ltd, wurden 2003 zum ersten Mal aufgelegt.

Der institutionelle Rahmen für die Emission und den Handel von Staatsanleihen ist komplex, und eine Vielzahl von institutionellen Ebenen ist in die Regulierung involviert: Die Planung und Vorbereitung der Emissionen von Staatsanleihen unterliegt dem Finanzministerium (MoF), das zusammen mit der State Economic Trade Commission (SETC) einen Ausgabeplan erarbeitet. Dieser wird jedes Jahr auf politischer Ebene vom Nationalen Volkskongress (NVK) bestätigt. Die Regulierung der Märkte unterliegt der chinesischen Wertpapierregulierungsbehörde CSRC. Die Zentralbank (People's Bank of China – PBoC) kommt zusätzlich da ins Spiel, wo geldpolitische Fragestellungen und Maßnahmen eine Rolle spielen.¹⁹ Die Überwachung des Sekundärhandels, gerade außerhalb der Börsen, bleibt eine Grauzone, da die PBoC hier in der Vergangenheit kaum Kapazitäten aufweisen konnte und die CSRC nur den börslichen Handel überwacht.

2.3 Probleme auf dem Markt für Staatsanleihen

Als erstes Problem auf dem Markt für Staatsanleihen fällt das derzeitige Emissionsverfahren ins Auge: Die Kuponhöhe der Emissionen wird knapp oberhalb der Verzinsung von Spareinlagen administrativ festgesetzt.²⁰ Solange die Zinssätze nicht liberalisiert sind, bedeutet dies, dass der Preis, den die Regierung für die Nutzung von Kapital an die Investoren zahlt, nicht frei nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Die Bestimmung des Emissionskurses erfolgt durch eine Mischung von administrativer Vorgabe und Auktion.²¹ Der Handel mit noch nicht emittierten Anleihen (When-Issued-Trading) ist bislang nicht zulässig, würde aber nach Einschätzung von Fachkreisen Preis- und Liquiditätsrisiken der Bieter (Emissionskonsortien) in der Auktion mindern und die Erträge der Emissionen erhöhen.²² Aus der Sicht der Anleger bzw. potenzieller Investoren könnte die Einführung bzw. die Bekanntgabe eines langfristigen (jährlichen) Auktionsplanes, der einen verlässlichen, kontinuierlichen Pfad an Anlagemöglichkeiten schaffen würde, dazu beitragen, Marktunsicherheiten zu mindern. Hierauf aufbauend könnte sich dann eine glaubwürdige langfristige Zinsertragskurve (Benchmark Yield Curve) entwickeln, die für den Kapitalmarkt positive externe Informationseffekte bietet, indem sie die Kosten der risikolosen Anlage offenbart.

¹⁹ Vgl. Zhang / Hui (2000) S.181.

²⁰ Schritte zur Zinsliberalisierung werden in der VRCh bereits seit Jahren heftig diskutiert, vgl. Nasution (2000). Laut der Investmentbank Lehman Brothers gab es ab 2000 einen von der chinesischen Zentralbank angekündigten Zeitrahmen von drei Jahren, in dem freie Zinsen etabliert werden sollten, vgl. Newton / Subbaraman (2001), S.62. Shih weist in einer ersten, vorläufigen Fassung eines Arbeitspapiers darauf hin, dass Zhu Rongji die Pläne selbst wieder eingeschränkt hat, vgl. Shih (2003) forthcoming.

²¹ Einem Bericht in der *South China Morning Post* vom 28. November 2002 zufolge gibt es darüber hinaus (tatsächliche oder vermeintliche) Rückfälle in die Zeiten *administrativer Zuteilung* von Bonds: SCMP berichtete, dass das chinesische Finanzministerium die vier großen staatseigenen Banken angewiesen habe, Staatsanleihen im Werte von 40 Mrd. RMB Yuan zu kaufen, um den Erfolg der Emission zu sichern. Das Vorgehen löste in Fachkreisen Unglauben und Erstaunen aus, vgl. SCMP (2002b) vom 28.11.2002.

²² Vgl. Konferenzpapiere zur 3. OECD/World Bank Conference on Bond Market Development, 2002, Teil 1, S.13.

Der Markt ist bislang einer großen räumlichen und institutionellen Segmentierung ausgesetzt, die die Verfügbarkeit von Anleihen aus der Sicht des Anlegers vermindert. Der Handel an der Börse und auf dem Interbankenmarkt ist strikt getrennt. Es fehlt eine einheitliche Handelsinfrastruktur (Clearing und Settlement System), wodurch Transaktionsrisiken zunehmen. Seit Beginn des Jahres 2002 wird über eine Fusion der Marktsegmente nachgedacht,²³ die gerade individuelle Investoren stärker in den aktiven Handel integrieren soll. Erste Versuche, ihnen über Konten bei den Geschäftsbanken den Zutritt zum OTC-Markt zu ermöglichen, haben aber nur eine schwache Nachfrage angezogen.²⁴

Das Hauptproblem des Sekundärmarktes für Staatsanleihen ist seine geringe Liquidität, die vor allem auf die Segmentierung des Marktes sowie auf geringe Handelsanreize der Marktakteure zurückzuführen ist. Die Anreizstrukturen der Banken bleiben ohne deren vollständige Restrukturierung und Kommerzialisierung (ggf. inkl. Privatisierung) problematisch. Gleiche oder sehr ähnliche Erwartungen und Anlagestrategien führen zu geringen Handelsanreizen. Für Intermediäre (z.B. *Primary Dealers*, *Underwriter*) gibt es kaum Anreize in einen Preiswettbewerb einzutreten.²⁵ Auf dem Sekundärmarkt wirkt sich zusätzlich besonders stark aus, dass nur eine geringe Anzahl von Derivaten zur Verfügung steht und die Markttransparenz relativ gering ist. Mehr Informationen in Echtzeit werden benötigt.

Problematisch für den Markt der Staatsanleihen ist auch die derzeitige Struktur der Besteuerung. Hier sind insbesondere die Stempelsteuern (*Stamp duties*) auf den Primär- und Sekundärmärkten sowie die Kapitalertragssteuern zu nennen: Kapitalerträge werden je nach Art der Finanzanlage unterschiedlich besteuert, d.h. Investoren zahlen normalerweise auf Zinsen und Dividendenzahlungen pauschal 20% Steuern, obwohl z.B. Erträge auf Depositen (Spareinlagen bei Geschäftsbanken) steuerfrei bleiben.²⁶

Für die Entwicklung einer höheren Liquidität der Märkte für Staatsanleihen sind außerdem die Geldmärkte, Ecksteine jeder effizienten Finanzintermediation, wichtig. Sie schaffen kurzfristige Refinanzierungsmöglichkeiten, auch für Finanzinstitutionen, und helfen Management- und Liquiditätsrisiken zu vermindern. Es zeigt das Verhältnis von Kassa- zu Pensionsgeschäften (Repos) auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen, dass der Repo-Markt ein wichtiges Segment des chinesischen Geldmarktes geworden ist: Repo-Geschäfte überwiegen Kassageschäfte bei weitem, ein Umstand, der darauf hinweist, dass die Banken auf diesem Markt ihre Refinanzierung sichern.²⁷ Dennoch gilt der chinesische Geldmarkt noch als unterentwickelt und segmentiert.²⁸ Seine weitere Entwicklung ist für die Entwicklung der Liquidität auf den Anleihenmärkten von großer Bedeutung.

²³ Vgl. SCMP (2002c) vom 6.12.2002.

²⁴ Vgl. Li (2002).

²⁵ Vgl. Nam / Park / Kim (2000), S.85.

²⁶ Vgl. Rhee (2000), S.80.

²⁷ Vgl. *Caijing* (2002).

²⁸ Zur Entwicklung und allgemeinen Problemen der chinesischen Geldmärkte sowie zur Bedeutung von Interbanken-Repo-Geschäften vgl. Duo (2002) und Li / Peng (2002).

Für eine Weiterentwicklung des Marktes für Staatsanleihen werden zusätzlich neue Investoren und Intermediäre gebraucht, die institutionell unabhängig und deren Anreize primär gewinnorientiert sind. Insbesondere die mögliche Rolle zukünftiger ausländischer und institutioneller Investoren hierbei wird immer wieder diskutiert.²⁹ Ausländische Finanzinstitute können erst seit 1998 auf sehr begrenzter Basis am Interbanken-Handel von Staatsanleihen teilnehmen, aber es besteht Aussicht auf eine weitere Öffnung, nicht zuletzt im Zuge des WTO-Beitritts, der Einführung des QFII-Investitionsschemas für ausländische Anleger und der Liberalisierung der chinesischen Fonds-Branche. Die Entwicklung von institutionellen Investoren stellt in vielen Emerging Markets eine eigene Herausforderung in der Kapitalmarktentwicklung dar.³⁰ Wichtig ist hierbei besonders ein Abbau übermäßiger staatlicher (regulativ) vorgegebener Investitionsrestriktionen, denen institutionelle Investoren unterliegen (Statutory Restrictions) bei gleichzeitiger Weiterentwicklung des regulatorischen Rahmens.³¹

Zusammenfassend lässt sich aus dieser Auflistung erkennen, dass der inländische Markt für Staatsanleihen nach Volumen und Entwicklung seit Beginn der 1980er-Jahren beachtliche Fortschritte gemacht hat, aus ökonomischer Perspektive aber eine Reihe von Problemen – gemessen an einem effizienten, stärker an OECD-Standards angenäherten Markt – noch nicht bewältigt wurde. Während es im Hinterkopf zu behalten gilt, dass einige dieser Probleme auch auf anderen Emerging Financial Markets anzutreffen sind (etwa mangelnde Transparenz, erhöhte Risiken und eine weniger umfassende Infrastruktur),³² soll auf dieser Problemanalyse aufbauend im Folgenden untersucht werden, in welchem Kontext in China der Markt für Staatsanleihen (ent-)steht. Es soll argumentiert werden, dass innerhalb der ökonomischen Übergangsordnung in China zwei Bereiche für das Verständnis dieses Marktsegmentes wichtig sind: erstens die allgemeine Wirtschaftsreformpolitik und ihre Auswirkung auf den Finanzsektor und zweitens die Reform des Haushalts der chinesischen Regierung.

2.4 Hintergründe

2.4.1 Der Markt für Staatsanleihen im Kontext der chinesischen Wirtschaftsreformen und ihrer Auswirkungen auf den Finanzsektor

Um zu verstehen, wie die Probleme auf dem Markt für Staatsanleihen entstanden sind, muss man diesen Bereich in den Kontext der Wirtschaftsreformpolitik und bestehenden ökonomischen Übergangsordnung in der VR China einordnen. China weist, aufbauend auf der gewählten graduellen Reformstrategie, auch 25 Jahre nach dem Beginn der Reformpolitik eine Wirtschaftsordnung auf, in der Staat und Wirtschaft unvollständig getrennt wurden. Anders als in einigen osteuropäischen Trans-

²⁹ Vgl. Litan / Masson / Pomerleano (2001).

³⁰ Vgl. World Bank (2001a).

³¹ Vgl. World Bank (2001a) sowie Kim / Ho / St Giles (2003).

³² Hinweise auf typische Entwicklungsprobleme von Kapitalmärkten in Emerging Markets und Transformationsökonomie liefern u.a. Blommestein (1997), Ingves (2002) und Kawalec / Kluza (2000).

formationsökonomien, in denen makroökonomische Schlüsselgrößen, wie die Zinssätze, früh liberalisiert und Staatsunternehmen und -banken zu Beginn des Reformprozesses privatisiert wurden (*big bang*-Ansatz), waren der graduelle Reformansatz, die experimentelle Natur vieler Reformmaßnahmen und vor allem das Fehlen eines umfassenden und konsistenten Reformplans wesentliche Merkmale des chinesischen Reformprozesses. Die graduelle und experimentelle Reformstrategie und insbesondere die damit verbundene fortbestehende administrative Kontrolle der Zinssätze sowie die wichtige Rolle der (staatlichen) Banken im Finanzsektor bilden heute die Rahmenbedingungen des Marktes für Staatsanleihen: Der Bankensektor wurde von der chinesischen Regierung lange Zeit als strategische Schlüsselgröße gesehen und hat den graduellen Reformkurs erst ermöglicht. Das Ziel einer marktorientierten Finanzsektorreform wurde anderen Zielen, insbesondere der Unterstützung von Staatsunternehmen untergeordnet. Während die Kosten der Wirtschaft- und Unternehmensrestrukturierung so in sozial und politisch akzeptablen Grenzen gehalten werden konnten, zeigen sich die Probleme dieser Strategie in den strukturellen Problemen des Finanzsektors, und damit auch auf dem Markt für Staatsanleihen. Hier ist vor allem die Struktur und Staatsnähe der Finanzmarktakteure zu nennen. Zusätzlich scheint vor dem Hintergrund der graduellen Reform und der prioritären Behandlung der Staatsunternehmen eine umfassende Kapitalmarktentwicklungsstrategie bislang nicht oder nur ansatzweise verfolgt worden zu sein.³³ Dies kann u.a. das Fehlen klarer regulativer Kompetenzen erklären.

Während also die inkrementelle, geradezu zögerliche Entwicklung des Marktes für Staatsanleihen und insbesondere seine Segmentierung vor dem Hintergrund der allgemeinen Reformpolitik verständlicher werden und sich die Begrenzungen seiner Entwicklung aus den Prioritäten in der Reformpolitik ableiten lassen, ist zu bedenken, dass auch die großen Emissionsvolumina durch die hohe Bedeutung des Staates in der chinesischen Wirtschaft zu erklären sind. Zusätzlich zu dem oben angedeuteten weiterhin hohen Anteil von Staatsunternehmen an der Wirtschaftsleistung ist hierbei die zentrale Rolle staatlicher Investitionen für die Generierung von Wirtschaftswachstum zu nennen.³⁴ Die chinesische Regierung hat sich einer schuldenfinanzierten expansiven Fiskalpolitik verschrieben. Die hohen Staatsausgaben werden, gerade im Bereich der wichtigen Infrastrukturinvestitionen, durch die Emission von Staatsanleihen gegenfinanziert und sind als treibender Faktor für die hohen Emissionsvolumina zu sehen.³⁵ Probleme und Struktur des Marktes für Staatsanleihen erscheinen vor diesem Hintergrund primär als Folge der allgemeinen Wirtschaftsreformpolitik und insbesondere mangelnder (früh gesetzter) politischer Prioritäten im Bereich der Kapitalmarktentwicklung. Solche Erklärungsansätze übersehen aber seine direkten Auswirkungen auf das Budget der (Zentral-)Regie-

³³ Vgl. zu den Problemen auf dem Aktienmärkten z.B. Green (2003), Walter / Howie (2003) sowie Heilmann (2001a, 2001b).

³⁴ Als andere wichtige Faktoren für das Wirtschaftswachstum sind die hohen Exporte und Investitionen aus dem Ausland sowie boomende Sektoren wie die Immobilien- und Automobilbranche zu nennen.

³⁵ Der Finanzierungsbedarf erklärt auch z.T. die Fortschritte in der Marktentwicklung: Die Zentralregierung hatte vergleichsweise große Anreize, sich z.B. durch die stärkere Berücksichtigung der Interessen von Investoren in der Anleihengestaltung Zugang zu einem größeren Volumen an Ersparnissen zu erschließen.

rung und daraus resultierende Dynamiken und Interessen. Sie erfassen damit nur einen Teil der relevanten Antriebskräfte.

2.4.2 Verflechtungen mit der Haushaltspolitik: Neue Refinanzierungsparameter des Staates in der Marktwirtschaft

Im Laufe des Wirtschaftsreformprozesses in der VR China und des Übergangs von einer Planwirtschaft zu einer Marktwirtschaft gilt es, die Finanzierung und den Haushalt der (Zentral-)Regierung neu zu strukturieren. Haushalts- und Steuerwesen müssen an die neue Wirtschaftsordnung angepasst werden. Der Handlungsdruck, der unter der selbstgesetzten Prämisse einer wachstumsorientierten Reformpolitik für die Zentralregierung entsteht, und die daraus resultierende, oben schon angesprochene expansive Fiskalpolitik verstärken dabei angesichts der begrenzten Steuereinnahmen den Bedarf einer kostengeringen Defizitfinanzierung. Die Regierung braucht zur Finanzierung ihrer Ausgaben verfügbare und kostengünstige Refinanzierungsquellen, unter denen im Inland die in RMB denominierten Staatsanleihen den größten Teil ausmachen. Die ausbleibende Zinsliberalisierung stellt sich in diesem Zusammenhang als eine Begrenzung der Depositenzinsen dar, von denen die Zentralregierung in finanzieller Hinsicht profitiert, da ihre Anleihen ebenfalls verhältnismäßig geringe Zinsen aufweisen können und trotzdem aus der Sicht der Sparer attraktive Anlagemöglichkeiten sind. Die Abwicklung der Defizitfinanzierung über Märkte, die durch institutionelle Abhängigkeitsstrukturen und eine große Nähe zwischen Finanzinstitutionen und staatlichen Institutionen geprägt sind (so genannte *captive markets*), erscheint dabei zusätzlich einfach, da das Verkaufsrisiko der Zentralregierung gemildert wird. Die häufige Überzeichnung der Emissionen von Staatsanleihen lässt sich in diesem Zusammenhang als Anzeichen einer fortgesetzten finanziellen Repression³⁶ interpretieren. Durch die niedrigen Preise der Staatsanleihen kommt es andererseits zu einer Überbereitstellung von Staatsanleihen und einer Verdrängung anderer Emittenten (z.B. Unternehmen).³⁷

Durch den auf lange Sicht hohen oder noch wachsenden Bedarf der chinesischen Regierung, eine expansive Fiskalpolitik zu betreiben, das Haushaltsdefizit zu decken und dafür Anleihen zu emittieren, sieht sich die chinesische Regierung vor einen beträchtlichen Interessenkonflikt zwischen eigenen finanziellen Interessen und Zielen der Kapitalmarkt- und Finanzsektorentwicklung gestellt. Bisher profitiert der Staat in doppelter Hinsicht von der Begrenzung alternativer Sparprodukte und den niedrigen (Depositenzinsen): Sowohl die Einlagen bei den staatlichen Geschäftsbanken als auch die Nachfrage nach Staatsanleihen werden gesichert.

³⁶ Vgl. dazu McKinnon (1973) und Shaw (1973), außerdem McKinnon (1993), der sich über den Bedarf eines effizienten Steuersystems vor Beginn einer finanziellen Liberalisierungspolitik ausspricht.

³⁷ Vgl. EIU Finance Outlook (2002).

2.5 Perspektiven

2.5.1 Verflechtungen mit der Geldpolitik: Anreize zur Reform?

Der Markt für Staatsanleihen ist eng mit der Geldpolitik, ihren Instrumenten und den durchführenden Institutionen verflochten. In einer Wirtschaft mit freien Zinsen und einer indirekten Geldpolitik sind Offenmarktgeschäfte der Zentralbank ein wichtiges Instrument zur indirekten Geldmengensteuerung. Hierfür ist ein aktiver, liquider Markt für Staatsanleihen eine wichtige Voraussetzung: Im Zuge der Offenmarktpolitik kauft und verkauft die Zentralbank Anleihen und entzieht oder mehrt so Liquidität auf dem Geld- und Kapitalmarkt. Ein entwickelter Schuldenmarkt kann außerdem durch die Etablierung einer Zinsertragskurve für risikolose Anleihen wesentlich zu einer risikoärmeren Liberalisierung der Zinsen beitragen.³⁸ Die Zentralbank hat daher ein Interesse an der Fortentwicklung des Marktes für Staatsanleihen sowie auch an der Entwicklung effizienter Geldmärkte, für die eine verstärkte Emission kurzfristiger Staatsanleihen (*treasury bills*) einen wesentlichen Schritt darstellt.

Unter geldpolitischen Gesichtspunkten ist eine an der Entwicklung des Kapitalmarktes orientierte Politik wünschenswert, um langfristig eine konsistente und effektive marktwirtschaftlich orientierte Geldpolitik gewährleisten zu können und um weitere Liberalisierungsschritte durchzuführen, die bereits seit längerer Zeit im reformpolitischen Kontext diskutiert werden.³⁹ Nur solange die Zentralbank bzw. Bankenaufsicht noch über andere Kanäle der Beeinflussung der Kreditinstitute und der (direkten) Geldmengensteuerung verfügt, kann sie überhaupt auf dieses wichtige Instrument verzichten.

2.5.2 Bedeutung der Staatsanleihen für die Kapitalmarktentwicklung

Die systemische Bedeutung des Marktes für Staatsanleihen erwächst aus seiner Bereitstellung einer (nahezu) risikolosen Anlagemöglichkeit, deren Verzinsung in Abhängigkeit von ihrer Laufzeit (Yield Curve) wichtige Informationen für den Kapitalmarkt bereitstellt. Damit ist der Markt für Staatsanleihen Ausgangspunkt für die Bewertung anderer Anleihen, Aktien und Derivate und viele Geschäfte professioneller Anleger.

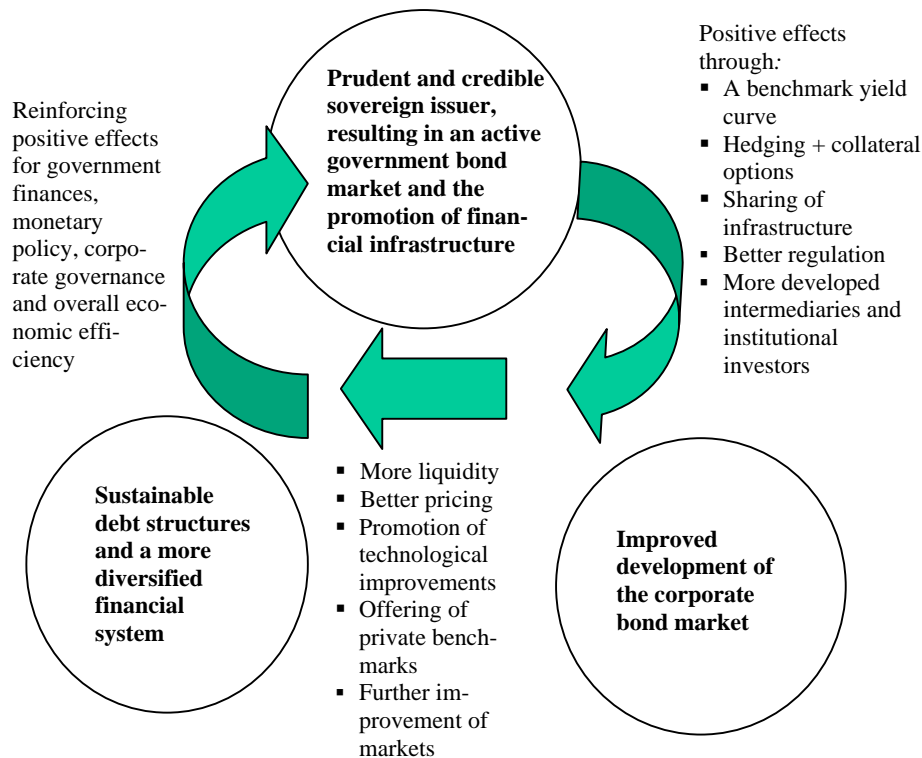
Wie oben bereits dargestellt, zeichnet sich die Übergangsordnung in China durch eine hohe Bedeutung des Staates in der Wirtschaft aus. Dieser Umstand sollte aber nicht übersehen lassen, dass die chinesische Regierung erhebliche Anstrengungen unternimmt, sich aus bestimmten Bereichen des wirtschaftlichen Lebens zurückzuziehen und gerade im Bereich der sozialen Sicherung Verantwortung an einzelne Unternehmen und Bürger abzugeben. Für den Aufbau einer privatwirtschaftlich organisierten sozialen Sicherung, insbesondere im Bereich der Alterssicherung, ist aber ein entwickelter Kapitalmarkt eine wichtige Voraussetzung. Die Möglichkeiten der chinesischen Regierung zum Aufbau neuer sozialer Sicherungssysteme hängt

³⁸ Vgl. Shih (2003) forthcoming.

³⁹ Anhand der beiden Linien der Fiskal- und Geldpolitik lassen sich möglicherweise innerhalb der chinesischen Institutionen Agenten einer Fortentwicklung der Anleihemärkte identifizieren. Hier kann man weitere Forschungsfragen ableiten.

u.a. von der Entwicklung institutioneller Investoren, wie etwa Pensionsfonds, ab.⁴⁰ Die chinesische Regierung hat in dieser Hinsicht ein starkes Interesse an der Entwicklung der Basis institutioneller Investoren und der Kapitalmarktstrukturen, von denen ihre Entwicklung maßgeblich abhängt. Abbildung 1 stellt, stark vereinfacht, die positiven, sich selbstverstärkenden Effekte eines entwickelten Marktes für Staatsanleihen dar.

Abb. 1: Idealtypische Selbstverstärkung positiver Effekte auf dem Markt für Staatsanleihen, dem Markt für Unternehmensanleihen und im Finanzsystem



Quelle: OECD / World Bank 2002.

3 Märkte für Quasi-Staatsanleihen: Financial Bonds und Corporate Bonds

Ein besonderes Merkmal der Anleihemärkte in China ist, wie oben bereits gesagt, die große Bedeutung der Staatsanleihen gegenüber anderen Anleiheklassen sowie

⁴⁰ Vgl. Kim / Ho / St Giles (2003).

die Tatsache, dass Unternehmensanleihen im Wesentlichen nur von großen Staatsunternehmen ausgegeben werden durften, für die (vermeintliche oder tatsächliche) Staatsgarantien bestehen. Der Anleihemarkt insgesamt hat damit in erster Linie dem öffentlichen Sektor im weiteren Sinne gedient⁴¹ und es fehlt ein Markt für Anleihen privater Unternehmen.

3.1 Historischer Abriss: Die Entwicklung des Marktes für Quasi-Staatsanleihen

Nach dem Beginn der Emission von Staatsanleihen durch das Finanzministerium wurden ab 1984 auch festverzinsliche Unternehmensanleihen Mitarbeitern und Kunden von ausgesuchten Staatsunternehmen zugeteilt. Viele Unternehmen wurden ermuntert, auf diese Weise kurzfristiges Betriebskapital zu erheben, um dem gestiegenen Bedarf im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs gerecht werden zu können und Planungsschwächen des zentralen Kreditplans kurzfristig aufzufangen. Ab 1986 konnten zusätzlich zu Unternehmen auch Finanzinstitutionen (darunter fielen zunächst die staatlichen Geschäftsbanken und Finanzinstitutionen aus dem Nichtbanken-Bereich) Anleihen emittieren und der Kreis von möglichen Investoren wurde erweitert. Während die Anleihen, die von Unternehmen ausgegeben wurden, Enterprise-Bonds genannt wurden, emittieren Finanzinstitutionen Financial Bonds.⁴² Durch diese – gewissermaßen künstliche – Unterscheidung wird der Markt für Quasi-Staatsanleihen segmentiert: Financial Bonds stellen eine Zwischengruppe zwischen Staats- und Unternehmensanleihen dar. Die Einnahmen der F-Bonds sind meist für die Kapitalaufnahme der Staatsbanken und im Falle der Policy-F-Bonds für spezielle Kreditlinien der chinesischen Policy-Banken gedacht.⁴³

E-Bonds konnten auf zentraler oder lokaler Ebene emittiert werden, unterliegen aber einem starren Zulassungsprozess, der nach Zahlungsschwierigkeiten einiger Unternehmen Ende der 1980er- und Anfang der 1990er-Jahre im Jahr 1993 eingeführt wurde. Für die lokale Ebene sind sie besonders wichtig, da die untergeordneten Verwaltungsebenen in China bislang keine Staatsanleihen emittieren können.⁴⁴ Vor dem Hintergrund der finanziellen Beziehungen zwischen zentraler und lokaler Ebene in China stellt sich diese Konstruktion aber als sehr problematisch dar.⁴⁵ Ein international bekanntes Beispiel, das zugleich die intransparente und unklare Natur der staatlichen Garantien für Quasi-Staatsanleihen illustriert, ist der Fall GITIC, der eine Wende in der chinesischen (Finanzmarkt-)Politik markiert.⁴⁶

⁴¹ Vgl. Kim / Ho / St Giles (2003), S.25.

⁴² Diese werden im Englischen, in Abgrenzung von den Staatsanleihen (T-Bonds) als E-Bonds und F-Bonds abgekürzt. Diese Kurzform wird häufig auch in deutschen Texten übernommen.

⁴³ Vgl. Zhang / Hui (2000) S.166.

⁴⁴ Vgl. Zhang / Hui (2000) S.164.

⁴⁵ Diese Konstruktion eröffnet in der finanziell prekären Situation den Provinz- und Lokalregierungen die Möglichkeit, sich die ihnen untergeordneten Unternehmen zu finanzieren. Vgl. grundsätzlich hierzu Kang (2002).

⁴⁶ Der Zusammenbruch der GITIC zeigte, dass die Zentralregierung regulative Kompetenz beansprucht und dass sie im Zweifelsfall nicht für die Schulden der Provinzregierungen einsteht. Zum anderen hat sie internationalen wie nationalen Anlegern die Fragilität der rechtlichen Grundlagen des chinesischen Marktes aufgezeigt.

Tab. 1: Emissionen inländischer Anleihen zwischen 1990 und 2001, in Millionen Yuan RMB

| Jahr | T-Bonds | | | F-Bonds | | |
|------|-----------|--------------------|-------------|-----------|--------------------|-------------|
| | Emittiert | Zurück- gezahlt | Neuer Saldo | Emittiert | Zurück- gezahlt | Neuer Saldo |
| 1990 | 19,723 | 7,622 | 89,034 | 6,440 | 5,007 | 8,488 |
| 1991 | 28,125 | 11,160 | 105,999 | 6,691 | 3,367 | 11,812 |
| 1992 | 46,078 | 23,805 | 128,272 | 5,500 | 3,000 | 14,312 |
| 1993 | 38,131 | 12,329 | 154,074 | | 3,429 | 10,883 |
| 1994 | 113,755 | 39,189 | 228,640 | | 1,354 | 9,529 |
| 1995 | 151,086 | 49,696 | 330,030 | | | 170,849 |
| 1996 | 184,777 | 78,664 | 436,143 | 105,560 | 25,450 | 250,959 |
| 1997 | 241,179 | 126,429 | 550,893 | 143,150 | 31,230 | 362,880 |
| 1998 | 380,877 | 206,086 | 776,570 | 195,023 | 32,040 | 512,113 |
| 1999 | 401,500 | 123,870 | 1054,200 | 180,089 | 47,320 | 644,748 |
| 2000 | 465,700 | 217,900 | 1302,000 | 164,500 | 70,902 | 738,328 |
| 2001 | 488,400 | 228,600 | 1561,800 | 259,000 | 143,880 | 853,448 |

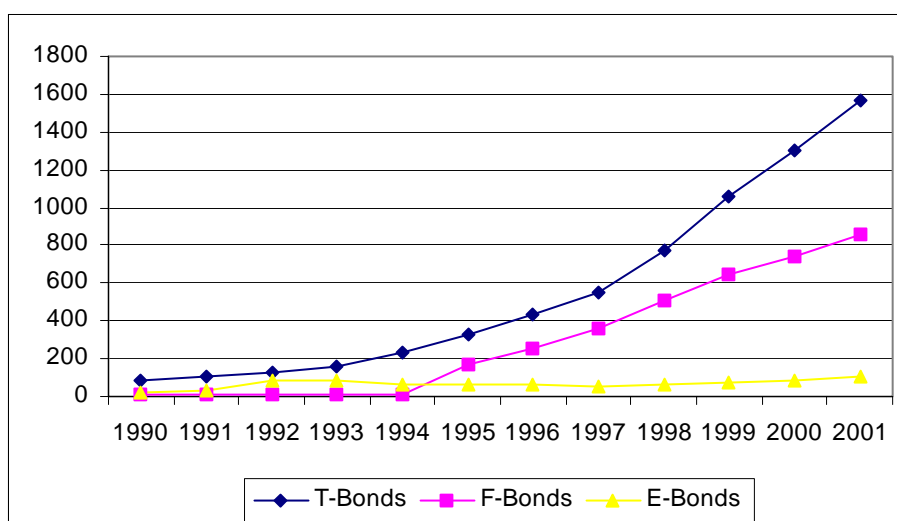
| Jahr | E-Bonds | | |
|------|-----------|---------------|-------------|
| | Emittiert | Zurückgezahlt | Neuer Saldo |
| 1990 | 12,637 | 7,729 | 19,544 |
| 1991 | 24,996 | 11,431 | 33,109 |
| 1992 | 68,371 | 19,276 | 82,204 |
| 1993 | 23,584 | 25,548 | 80,240 |
| 1994 | 16,175 | 28,204 | 68,211 |
| 1995 | 30,080 | 33,630 | 64,661 |
| 1996 | 26,892 | 31,780 | 59,773 |
| 1997 | 25,523 | 21,981 | 52,102 |
| 1998 | 14,789 | 10,525 | 67,693 |
| 1999 | 15,820 | 5,650 | 77,863 |
| 2000 | 8,300 | | 86,163 |
| 2001 | 14,700 | | 100,863 |

Quelle: China Securities Regulatory Commission (2002), *China Securities and Futures Statistical Yearbook 2002*, S.98.

Genehmigt wurden die Emissionen von Unternehmensanleihen auf zentralstaatlicher Ebene ab 1993 durch die People's Bank of China und die Staatliche Entwicklungs- und Planungskommission, bis 1998 im Einklang mit dem staatlichen Kreditplan und politischen Zielsetzungen. Es wurde – wie bei den Staatsanleihen – darauf geachtet, dass Anleiheemissionen nicht die traditionell starke Rolle der Spareinlagen bei Banken gefährdeten. Aufgrund der restriktiven Haltung gegenüber E-Bonds und der Begrenzungen, die sich aus dem Company Law von 1995 ergeben,⁴⁷ wurden bis Ende der 1990er-Jahre immer weniger E-Bonds emittiert. Im Bereich der Quasi-Staatsanleihen sind daher Policy-F-Bonds zur wichtigsten Untergruppe geworden. Diese Anleihen werden, wie andere F-Bonds auch, nur im Interbankenmarkt gehandelt, an dem hauptsächlich Geschäftsbanken und Versicherungsinstitutionen teilnehmen. Sie handeln dabei vor allem unter Liquiditätsgesichtspunkten, sodass die Bedeutung der F-Bonds für Offenmarktgeschäfte steigt.

Die meisten Unternehmensanleihen haben eine Laufzeit von zwei bis drei Jahren. Anleihen dürfen nur für produktive Investitionen, nicht aber zur Deckung von Schulden und Zinsverbindlichkeiten, emittiert werden. Zum Anleihemarkt gehören auch kurzfristige Anleihen, wie beispielsweise die Short Term Enterprise Financing Bills.

Abb. 2: Entwicklung der Anleihen im Vergleich: Ausstehende Anleihen 1990-2001, in Millionen Yuan RMB



Quelle: China Securities Regulatory Commission (2002), *China Securities and Futures Statistical Yearbook 2002*, S.98.

⁴⁷ Vgl. Kim / Ho / St Giles (2003) S.31.

Privaten Unternehmen bleibt der Zugang zum Anleihenmarkt bislang, wie bereits dargestellt, weitgehend verwehrt.⁴⁸ Die Emission von Wandelanleihen durch die Minsheng Bank im Februar 2003 markiert hier möglicherweise eine Wende in der Zulassungspolitik. Es gilt aber zu bedenken, dass die Emission von Wandelanleihen nur bei bereits erfolgter Börsennotierung möglich ist und bislang nur verhältnismäßig wenige private Unternehmen an den chinesischen Börsen notiert wurden.

3.2 Probleme auf dem Markt für Quasi-Staatsanleihen

In entwickelten Kapitalmärkten tragen Anleihemärkte und insbesondere die Märkte für Unternehmensanleihen in erster Linie zur Diversifizierung der Finanzintermediation bei. Der Markt für Unternehmensanleihen in China kann aufgrund seiner begrenzten Größe dieser Aufgabe noch nicht gerecht werden. Insbesondere der niedrige Anteil der E-Bonds zeigt die geringe Bedeutung der direkten Schuldenfinanzierung für chinesische Unternehmen. Ursache hierfür ist zum Teil die administrative Natur des Zulassungsprozesses zur Emission von Unternehmensanleihen. Eine Verbesserung könnte vor allem durch die Einführung ausschließlich kommerzieller Kriterien für die Zulassung bei gleichzeitiger Verbesserung der verfügbaren Informationen über emittierende Unternehmen erreicht werden.

Die Probleme und Entwicklungsbegrenzungen des Marktes für Unternehmensanleihen sind aber nicht losgelöst von den Problemen der emittierenden Unternehmen, insbesondere im Bereich Corporate Governance und der Bereitstellung von verlässlichen und vollständigen Unternehmensinformationen zu sehen. Die Entwicklung des Anleihemarktes hängt substantiell von der Qualität der emittierenden Unternehmen ab. In anderen Worten: Aus ökonomischer Perspektive ist als erste Voraussetzung einer Weiterentwicklung des Marktes eine Erweiterung und qualitative Verbesserung des Angebotes an Unternehmensanleihen zu nennen.

Zeitpunkt und Gestaltung der Emission, also Laufzeit und Höhe der Verzinsung, müssten darüber hinaus vom emittierenden Unternehmen bestimmt werden können, um eine risikogewichtende unternehmensspezifische Preisbildung für die Anleihen zu ermöglichen. Die Bonität und Ertragskraft der emittierenden Unternehmen würde so zur entscheidenden Größe, und der Kapitalmarkt könnte dann seine Bewertungsfunktionen hinsichtlich der Kapitalstruktur, Ertragskraft und Managementqualität sowie einer angemessenen Unternehmensführungsstruktur ausüben.

Zusätzlich ist als Problem des Marktes für Quasi-Staatsanleihen das Fehlen einer unterstützenden Marktinfrastruktur zu nennen: Die Fähigkeiten für eine effektive Bonitätsprüfung bei chinesischen Finanzmarktakteuren (in In-House-Abteilungen von Banken oder durch unabhängige Institutionen) fehlen bislang vielfach. Seit 1987 gibt es Rating-Agenturen, die aber z.T. der Zentralbank oder Staatsbanken zugeordnet sind bzw. gehören.⁴⁹ Investoren richten sich bislang offenbar kaum nach diesen Ratings, die z.T. nur denjenigen Regulierungsbehörden gegenüber offenbart werden, die administrativ über die Emission entscheiden. Rating-Agenturen können

⁴⁸ Vgl. Kim / Ho / St Giles (2003) S.28.

⁴⁹ Vgl. Zhang / Hui (2000) S.180.

daher bislang als Beispiel für den oben schon erwähnten Mangel an unabhängigen und erfahrenen Kapitalmarktakteuren gesehen werden.

Für den Markt wirkt sich ebenfalls problematisch aus, dass auf der Nachfrageseite die derzeitigen Investoren – wie bei den Staatsanleihen auch – hauptsächlich Einzelpersonen sind: Individuelle Investoren üben über ihr Portfoliomanagement nicht in dem Maße marktdisziplinierende Wirkungen aus wie institutionelle Investoren.⁵⁰

Auf dem Sekundärmarkt besteht in erster Linie ein Liquiditätsproblem, das aus der Struktur der Primärmärkte hervorgeht. Der Markt ist zwischen E- und F-Bonds segmentiert, und der Handel über die Börsen unterliegt Zulassungsbedingungen.⁵¹

Durch zusätzlich aufgestellte gesetzliche Begrenzungen, welche Investoren welche Anleihen halten können, werden Angebot und Nachfrage auf den Sekundärmärkten weiter beschränkt. F-Bonds werden weit häufiger gehandelt, aber hierin spiegelt sich primär die oben schon angesprochene Ersatzfunktion wider, die dieser Handel für den unterentwickelten Geldmarkt übernimmt.

3.3 Hintergründe

Wie bei den Staatsanleihen auch sind die Probleme des Marktes für Unternehmensanleihen nur im größeren Kontext des chinesischen Wirtschaftsreformprozesses und der fortgesetzten hohen Bedeutung des Staates in der ökonomischen Übergangsordnung zu erklären. Aufbauend auf den Erklärungsansätzen aus Kapitel 2.3.1, die hier nicht wiederholt werden sollen, kann der hohe Anteil der F-Bonds an den Quasi-Staatsanleihen, über die ein Teil der Finanzierung zentralstaatlicher Politik abgewickelt wird, erklärt werden. Für den Bereich der Unternehmensanleihen gilt es dagegen, in erster Linie die Hintergründe der bislang geringen Bedeutung dieses Marktsegmentes aufzuzeigen. Man kann in diesem Zusammenhang argumentieren, dass Unternehmensanleihen angesichts der bankzentrierten Struktur des Finanzsektors (und der ungelösten Probleme im Bankensektor) kaum politische Priorität für die Regierung besaßen. Für die (Staats-)Unternehmen erschien aufgrund der relativ hohen Kosten der direkten Fremdfinanzierung eine Aktienemission gegenüber einer Anleiheemission vorteilhaft, d.h. kostengünstig,⁵² sodass weder die Regierung noch die (Staats-)Unternehmen ein starkes Interesse an der Marktentwicklung gehabt haben.

Um zu verstehen, warum bislang in erster Linie Staatsunternehmen Anleihen emittieren, gilt es zwei Aspekte zu bedenken: Wichtiger Bestandteil der graduellen Wirtschaftsreformpolitik in der VR China ist die langsame und schrittweise Reform des Unternehmenssektors sowie – begründet durch das Erfordernis, die sozialen und politischen Kosten der Reform der Staatsunternehmen in akzeptablen Grenzen zu halten – das Fortbestehen großer, z.T. maroder Staatsunternehmen. Durch das lang-

⁵⁰ Vgl. Asiamoney (1999) und World Bank (2001a). Vgl. kritischer zur Rolle von Institutionellen Investoren: *Economist* (2002).

⁵¹ Vgl. *Caijing* (2002).

⁵² Dies deckt sich mit der Einschätzung, dass Wandelanleihen wie Aktien oftmals als kostenlose Bereitstellung von Kapital bewertet werden, da keine fixen Zinszahlungen anfallen. Angesichts der in China stark konzentrierten Eigentumsstrukturen werden Verwässerungen der Besitzrechte weniger stark beachtet, vgl. Slater (2003a).

same Vorgehen ist die Reform des Unternehmenssektors bislang nicht abgeschlossen und es haben sich auf Grundlage der bisherigen Politik vergleichsweise wenige große private Unternehmen entwickeln können. In anderen Worten: Angesichts der Unternehmensstruktur erscheinen vor allem große Staatsunternehmen für die Emission von Unternehmensanleihen in Frage zu kommen.

Dazu kommt, dass auch 25 Jahre nach Beginn des Wirtschaftsreformprozesses große Probleme in den Unternehmen selbst bestehen, insbesondere in den Bereichen Management und Corporate Governance sowie hinsichtlich der Transparenz von Unternehmensinformationen und der Rechnungslegungsstandards. Staatliche wie nicht-staatliche Unternehmen scheinen bislang nicht uneingeschränkt in der Lage zu sein, die für eine Anleihenemission notwendigen Informationen bereitzustellen. Die chinesische Regierung führt hier bislang durch ihre strikten administrativen Zulassungsbedingungen eine Art Qualitätsauswahl durch und transferiert gleichzeitig Risiken durch die Übernahme von Garantien.

Es klingen also zwei Teilprobleme im Bereich der Unternehmensreform als Hintergrund der geringen Bedeutung von Unternehmensanleihen im chinesischen Kapitalmarkt an: Zum einen die Bevorzugung staatlicher Unternehmen bei der Allokation von Kapital, die über die Zulassungspraxis im Bereich der Unternehmensanleihen praktiziert wird.⁵³ Zum anderen die bestehenden Probleme im Unternehmenssektor selbst, die sich insbesondere im Bereich der Verfügbarkeit und Verlässlichkeit von Unternehmensinformationen negativ für die Kapitalmärkte auswirken. Ein Voranschreiten der Reform des Unternehmenssektors und darauf aufbauend des chinesischen Bankensektors sowie eine höhere Bedeutung (finanziell gesunder) privater Unternehmen würde die Grundlage für die Lösung anderer Problemsymptome des Marktes für Unternehmensanleihen schaffen: Die Zulassung privater Unternehmen und die Klärung von Eigentums-, Verantwortlichkeits- und Garantiebeziehungen im Bereich der Staatsunternehmen würde eine echte Differenzierung der Anleihen nach Risiko erlauben.

3.4 Perspektiven

Der geringe Anteil der Unternehmensanleihen an den Anleihenmärkten insgesamt lässt auf das Potenzial eines großen Wachstumsprozesses des Marktes für Unternehmensanleihen schließen, das je nach seinem regulativen Umfeld und der Entwicklung des Unternehmenssektors genutzt werden kann. Der beachtliche Finanzierungsbedarf, dem China sich in den nächsten Jahren gegenüber sehen wird (z.B. im Bereich des Infrastrukturaufbaus), wird kaum ohne private Beteiligung zu bewerkstelligen sein. Finanziert werden solche Maßnahmen häufig beispielsweise über Projektfinanzierungsmodelle (z.B. Build, Operate, Transfer), die zum großen Teil über Anleihen Kapital aufnehmen. Der internationalen Investmentbank Lehman Brothers zufolge wird die zukünftige Nachfrage für Infrastrukturinvestitionen in den

⁵³ Das Phänomen der politisch kontrollierten Kapitalallokation in China ist auch für andere Kapitalmarktsegmente und den Bankensektor beobachtet worden. Der Zugang zu Krediten für offensichtlich marode Staatsunternehmen ist insbesondere im Zusammenhang des Problems der faulen Kredite der Banken (*non-performing loans*) diskutiert worden.

nächsten zehn Jahren auf etwa 75 Mrd. US\$ geschätzt.⁵⁴ Einen weiteren großen Bereich der (potenziellen) Anleihefinanzierung bieten die Instrumente der Asset Backed Securities und insbesondere die Mortgage Backed Securities, die in China vor dem Hintergrund des niedrigen, aber schnell anwachsenden privaten Wohneigentums eine große Rolle spielen. Die Konsolidierung der Märkte für Unternehmensanleihen ist hierfür Bedingung und erfordert eine aktive und konsequente Marktentwicklung.

Unter welchen Bedingungen werden sich aber die dazu notwendigen weiteren Reformen im Unternehmenssektor durchsetzen? Welche Anreize hat die chinesische Regierung, darüber hinaus die Märkte für Unternehmensanleihen stärker zu entwickeln und eine konsequente Marktentwicklungsstrategie umzusetzen? Diese Fragen können im Rahmen dieses Papiers nicht abschließend beantwortet werden, wenn gleich vermutet werden kann, dass der Bedarf, zukünftiges Wirtschaftswachstum zu sichern und damit letztlich auch die Legitimität des politischen Systems aufrechtzuerhalten, eine wichtige Rolle spielt. Vor dem Hintergrund der steigenden direkten und indirekten Kosten der bisherigen Unternehmensreformpolitik scheinen sich die Interessengleichgewichte innerhalb der Regierung zugunsten einer effizienzorientierten Reform im Unternehmens- und Finanzsektor verschoben zu haben. Erste Anzeichen hierfür sind bereits zu finden: Eine stärkere Privatisierung von Staatsunternehmen über die Aktienmärkte hat ebenso begonnen wie eine Beschleunigung in der Bankenreform.⁵⁵

4 Zusammenfassung

1.) Die Märkte für Staats- und Unternehmensanleihen in der VRCh sind gemessen an internationalen Standards unterentwickelt. Ihre Geschichte und Struktur zeigen, dass ihrer systematischen Entwicklung innerhalb der Reformpolitik bislang nur geringer Stellenwert eingeräumt wurde. Als Folge der bemerkenswert geringen Bedeutung der Enterprise Bonds steht die direkte Fremdfinanzierung vielen chinesischen Unternehmen nur sehr eingeschränkt zur Verfügung.

2.) Die Problemsymptome deuten darauf hin, dass die Entwicklung der Anleihemärkte nur im Gesamtzusammenhang der Finanzsektor- und Unternehmensreform in China verstanden werden kann: Neben für Emerging Markets typischen Problemen in der Marktentwicklungsphase zeigen sich auf den chinesischen Anleihemärkten die Folgen einer strategische Nutzung des Finanzsektors für die Umsetzung der graduellen Wirtschaftsreformpolitik, insbesondere im Unternehmenssektor. Hieraus kann geschlossen werden, dass – zumindest bis zum Jahre 2002 – eine konsequente, an Zielen der Markteffizienz, -stabilität und -fairness orientierte Politik sich gegenüber anderen Zielen der Regierung nur begrenzt durchsetzen konnte.

3.) Die Weiterentwicklung beider Teilmärkte für Anleihen wird durch die Probleme im (staatlichen) Bankensektor, die fehlende Zinsliberalisierung und staatliche Eingriffe in die Zulassungsentscheidungen behindert. Die systemischen Probleme, die sich hieraus ergeben, sind gravierend: Eine ausreichende, nach ihrer Risikostruktur

⁵⁴ Vgl. Newton / Subbaraman (2002) S.67.

⁵⁵ Vgl. zur Privatisierung Green (2003).

ausdifferenzierte Menge von Anlagemöglichkeiten wird nicht bereitgestellt und die Weiterentwicklung anderer Kapitalmarktsegmente behindert.

4.) Durch eine konsequentere Marktentwicklung könnten erhebliche ökonomische Potenziale freigelegt werden, die insbesondere in einer effizienteren Ressourcenallokation begründet liegen und die mittel- bis langfristig dringend zur Aufrechterhaltung der Wachstumsdynamik in China gebraucht werden. Voraussetzung für eine Entpolitisierung der Ressourcenallokation und eine Minderung systemischer Risiken im Finanzsektor ist aber ein Voranschreiten der Unternehmenssektorreform und der Reform des staatlichen Bankensektors.

5.) Die derzeitigen Probleme auf dem Markt für Staats- und Unternehmensanleihen zeigen exemplarisch die Spannungen, die sich beim Übergang in die Marktwirtschaft aus der Sicht des Staates ergeben: Der Staat muss seinen eigenen Handlungsspielraum konsequent begrenzen und auf Grundlage neuer Spielregeln den Umgang mit privatwirtschaftlichen Akteuren erlernen. Es gilt, die neue Rolle des Staates so zu definieren, dass er in der Lage ist, die Doppelfunktion als Marktregulierer und Marktakteur zu erfüllen und hieraus entstehende Interessenkonflikte produktiv zu lösen. Für diesen Prozess ist die erfolgreiche Umstrukturierung der Staatsfinanzen eine wichtige Voraussetzung.

Literatur

- ADB (2000a), *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 4 - People's Republic of China*, Manila
- ADB (2000b), *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 1 - An Overview*, Manila
- Asiamoney (1999), *Asia's Troubled Domestic Debt Markets*, Zugang im Internet, URL: <http://www.euromoney.com/contents/publications/asiamoney/am.99/am.99.04/am.99.04.4.html>, Stand 17.5.2003
- Asian Policy Forum / ADB Institute (2001), *Designing New and Balanced Financial Market Structures in Post-Crisis Asia*, Manila
- Bank for International Settlements (2002), *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, June 2002, Basel
- Blommestein, Hans J. (1997), *Institutional Investors, Pension Reforms and Emerging Securities Markets*, Inter-American Development Bank Working Paper 39, Paris
- Caijing (2002), "Time is ripe to unify, Diversify bond market", Heft vom 5. März 2002, Zugang im Internet URL: <http://www.chinaonline.com/caijing/cs-protected/020308/C02030730.asp>, Stand 17.5.2003
- Carmichael, Jeffrey und Michael Pomerleano (2002), *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions*, World Bank, Washington DC
- China Securities Regulatory Commission (2002), *China Securities and Futures Statistical Yearbook 2002*, Beijing
- Duo, Xie (2002), "Analysis of the Development of China's Money Market", in: *China & World Economy*, Number 1, 2002, S.29-37
- Economist (2002), "Shareholder Activism: Will the owners please stand up?", 31.10.2002; Zugang im Internet URL: http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=S%27%29H%3C%2EPA3%2B%21%40%234%0A, Stand 17.5.2003
- EIU, *Finance Outlook*, vom 6.11.2002, Zugang im Internet URL: <http://www.chinaonline.com/eiu/cs-protected/C02110637.asp>, Stand 17.5.2003
- Fabella, Raul u. Srinivasa Madhur (2003), *Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges*, ADB Economics Research Department Series No 35, Manila
- Forsythe, Michael und Tian Ying (2002), "China May Allow Private Companies to Sell Bonds", in: *China daily* vom 7.1.2003

- Green, Stephen (2003), *China's Stock Market: Eight Myths and Some Reasons to be Optimistic, A Report from the China Project*, Royal Institute of International Affairs, London
- Green, Stephen and Wall, David (2000), *This little piggy becomes a market: The Challenges of Chinese Capital Market Liberalisation*, OECD, Paris
- Harwood, Alison ed. (2000), *Building Local Bond Markets, An Asian Perspective*, IFC, Washington
- Heilmann, Sebastian (2001a), *Der Aktienmarkt der VR China (I): Staatliche Regulierung und Institutioneller Wandel*, China Analysis No. 3, Trier
- Heilmann, Sebastian (2001b), *Der Aktienmarkt der VR China (II): Schlüsselakteure und inoffizielle Spielregeln*, China Analysis No. 4, Trier
- Herring, Richard J. und Nathorn Chatusripitak (2000), *The Case of the Missing Bond Market and Why it Matters for Financial Development*, ADB Institute Working Paper 11, Manila
- Ingves, Stefan (2002), *Meeting the Challenges for the Chinese Financial Sector: What have we Learned from other Countries?*, Second China Financial Forum, IMF, Washington DC
- IOSCO (2002), *The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries, Emerging Markets Committee*, Zugang im Internet URL: <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD127.pdf>
- Kang Jia (2002), *Study on Local Government Public Debt Financing in the People's Republic of China*, Conference Paper, ADB, Manila
- Kawalec, Stefan und Krzysztof Kluza (2000), *Challenges of the Financial System Development in Transition Economies*, Seminar Paper IWF/World Bank Meeting, Draft, Washington DC
- Kim, Y.H. ed.(2001), *Government Bond Market Development in Asia*, ADB, Manila
- Kim, Yongbeom, Irene Ho und Mark St Giles (2003), *Developing Institutional Investors in People's Republic of China*, World Bank Country Study Paper, Washington, DC
- Lardy, Nicholas (2001), *Foreign Financial Firms in Asia. Brookings Institution*, Zugang im Internet URL: <http://www.Brookings.org/dybdocroot/view/papers/lardy/20010720.htm>, Stand 29.5.2002
- Li Shufeng (2002), "Book-entry bonds sale very slow, bank interest more appealing", in: *Caijing* 20. Juni 2002, Zugang im Internet URL: <http://www.chinaonline.com/caijing/cs-protected/020620/C02062030.asp>, Stand 17.5.2003
- Li Yang und Peng Xingyun (2002), "The Money Market in China: Theory and Practice", in: *China & World Economy*, Number 3, 2002, S.3-10
- Litan, Robert, Paul Masson und Michael Pomerleano (2001), *Open Doors, Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries*, Washington DC
- McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington DC
- McKinnon, Ronald (1993), *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore and London
- Nam, Sang-Koo, Kyung Suh Park und Yu-Kyung Kim (2000), "Agenda for Capital Market Reforms in China", in: ADB (2000), *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 4 - People's Republic of China*, Manila
- Nasution, Anwar (2000), "Recent Issues in the Management of Macroeconomic Policies: The People's Republic of China", in: ADB (2000), *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 4 - People's Republic of China*, Manila
- National Bureau of Statistics of China (2002), *Statistical Yearbook 2002*, Beijing
- Newton, Alistair und Robert Subbaraman (2001), *China: Gigantic Possibilities, Present Realities*, Lehman Brothers, London
- OECD (2002), *China in the World Economy, The Domestic Policy Challenges*, Paris
- Rhee, S. Ghon (2000), "Rising to Asia's Challenge: Enhanced Role of Capital Markets", in: ADB (2000): *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets: Volume 1 - An Overview*, Manila
- SCMP (2002a), "Bank's convertible Bond Issue breaks new Ground", 27.11.2002
- SCMP (2002b), "Top Banks must buy Beijing Bonds", 28.11.2002
- SCMP (2002c), "Mainland Moves closer to unifying its fragmented debt market", 6.12.2002
- Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York
- Shih, Victor (2003), forthcoming: *Dishonest Technocrats: The Height of Central Power and the Pathologies of the 1998 Banking Reform*. Extremely rough draft for discussion, Zugang im Internet URL: <http://www.fas.harvard.edu/~postcomm/papers/2001-02/victor.pdf>, Stand 15.4.2003
- Slater, Dan (2003a), *Chinese Convertible Bonds, Treat with Care*, 5. Juni 2003, Zugang im Internet URL: <http://www.financeasia.com/articles/E867A3D6-642E-11D7-81FA0090277E174B.cfm>, Stand 14.11.03
- Slater, Dan (2003b), *China's Corporate Bond Market Poised to Boom, says China Expert*, 20. August 2003, Zugang im Internet URL: <http://www.financeasia.com/Articles/924C4916-A5D3-11D6-81E50090277E174B.cfm>, Stand 14.11.03

-
- Walter, Carl und Fraser Howie (2003), *Privatizing China. The Stock Markets and Their Role in Corporate Reform*, Singapore
- World Bank (1996), *The Chinese Economy. Fighting Inflation, Deepening Reforms. A World Bank country Study*, Washington DC
- World Bank (2001a), *Institutional Investors: Catalysts for China's Capital Markets*, Unpublished Revised Draft, Washington DC
- World Bank (2001b), *The China Government Bond Market, Financial Sector Technical Assistance Project Paper*, Unpublished, Washington DC
- World Bank / International Monetary Fund (2001): *Developing Government Bonds: A Handbook*, Washington DC
- Yu Ning, Lin Huawei (2002), "Anshan Securities, to be or not to be", in: *Caijing* 5. September 2002, Zugang im Internet URL: <http://www.chinaonline.com/caijing/cs-protected/020905/C02091038.asp>, Stand 17.5.2003
- Zhang Mingli u. Hui Liu (2001), "People's Republic of China", in: Y.H. Kim ed. (2001), *Government Bond Market Development in Asia*, ADB, Manila

Konferenzmaterialien

- OECD / World Bank (2002), *Annual Bond Market Conference March 7-8 th 2002: Developing Corporate Bond Markets*, Washington, DC