



**2de Licentiaat
Academiejaar 2003- 2004**

De Chinese aandelenbeurzen van Shenzhen en Shanghai

Eindverhandeling voorgedragen door
Steven ANTHONIS – WWW.STEVENANTHONIS.BE
tot het behalen van het diploma van
licentiaat in de handelswetenschappen
o.l.v. **Tim BENIJTS**

WOORD VOORAF

Toen ik drie jaar geleden een artikel las over de Chinese aandelenbeurzen, had ik meteen een interessant onderwerp gevonden voor mijn eindverhandeling. Ik ben namelijk sinds mijn achttiende geboeid door de bewegingen die zich op de internationale aandelenmarkten afspelen. Dankzij het artikel was mijn interesse geprikkeld, waardoor ik met veel enthousiasme aan deze eindverhandeling kon beginnen.

Onderhavig werk had echter niet tot stand kunnen komen zonder de opbouwende kritiek en de talrijke suggesties van mijn promotor, de heer Tim Benijts. Graag zou ik van deze gelegenheid gebruik willen maken om hem te bedanken voor de goede begeleiding en de snelle feed back op mijn ingediende teksten.

| | |
|--|-----------|
| INLEIDING..... | 1 |
| 1. ONTSTAAN EN EVOLUTIE VAN DE CHINESE BEURZEN | 5 |
| 1.1 De Chinese beursgeschiedenis voor 1978..... | 5 |
| 1.2 De overstap op een gemengde economie (1978 - 1986)..... | 5 |
| 1.3 De Chinese beleggers ontdekken aandelen (1987 - 1990)..... | 8 |
| 1.4 De evolutie van de Chinese beurzen (1990 - 2003)..... | 9 |
| 1.5 Besluit | 14 |
| 2. DE INSTITUTIONELE HERVORMINGEN | 15 |
| 2.1 De eerste voorzichtige pogingen tot regelgeving (1986 - 1992)..... | 15 |
| 2.2 De CSRC als regulator van de effectenindustrie (1992 - 2003)..... | 18 |
| 2.2.1 De beginjaren: de strijd om macht (1992 - 1994)..... | 19 |
| 2.2.2 Een schandaal zorgt voor een stroomversnelling (1995 - 1999) | 21 |
| 2.2.3 De CSRC verbetert het klimaat voor beleggers (2000 - 2003) | 24 |
| 2.3 Besluit | 27 |
| 3. HET EIGENDOMSPROBLEEM EN DE IMPLICATIES | 28 |
| 3.1 Het eigendomsprobleem | 28 |
| 3.2 Implicaties van het eigendomsprobleem..... | 31 |
| 3.2.1 Overschatting van de marktkapitalisatie | 31 |
| 3.2.2 Uitbuiting ondernemingen door de Legal Person aandeelhouder.... | 32 |
| 3.2.3 Lage pay out ratio dividenden | 33 |
| 3.2.4 Politieke inmenging | 34 |
| 3.2.5 Onbetrouwbare boekhouding | 35 |
| 3.3 Besluit | 38 |
| 4. DE CHINESE BELEGGERS..... | 39 |
| 4.1 Beursvennootschappen | 39 |
| 4.2 Institutionele beleggers | 41 |
| 4.2.1 Beleggingsfondsen..... | 41 |
| 4.2.2 Verzekeraars | 44 |
| 4.2.3 Pensioenfondsen | 45 |
| 4.3 Particulieren | 46 |
| 4.3.1 Wie zijn de particuliere beleggers?..... | 47 |
| 4.3.2 Officieel aantal beleggers is sterk overdreven..... | 47 |
| 4.4 Besluit | 51 |

| | |
|--|-----------|
| 5. OPLOSSINGEN VOOR HET EIGENDOMSPROBLEEM..... | 53 |
| 5.1 De verkoop van State Shares op de markt | 53 |
| 5.1.1 Financiële incentives om de State Shares te verkopen | 53 |
| 5.1.2 Twee mislukte experimenten..... | 55 |
| 5.1.3 Een noodzakelijke uitbreiding van de vraag | 56 |
| 5.2 De verkoop van Legal Person Shares aan de private sector | 58 |
| 5.2.1 De ontwikkeling van de private sector..... | 58 |
| 5.2.2 Positieve effecten door de verkoop aan de private sector | 60 |
| 5.3 Besluit | 62 |
| 6. ALGEMEEN BESLUIT | 64 |
| BIBLIOGRAFIE | 69 |

LIJST VAN TABELLEN

| | |
|--|----|
| Tabel 1: De grootste aandelenmarkten in Azië volgens marktkapitalisatie | 11 |
| Tabel 2: De 10 grootste aandelenmarkten volgens marktkapitalisatie..... | 12 |
| Tabel 3: De verschillende categorieën van aandelen | 12 |
| Tabel 4: Klassen van aandelen..... | 29 |
| Tabel 5: Balans volgens Fund Accounting..... | 30 |
| Tabel 6: Creatie vennootschap met <i>Fund Accounting</i> | 30 |
| Tabel 7: Kapitaalstructuur op het einde van 2003 | 31 |
| Tabel 8: Autonomie beslissingsprocessen Chinese genoteerde bedrijven | 34 |
| Tabel 9: Hoe geloofwaardig is de boekhouding van de ondernemingen?..... | 36 |
| Tabel 10: Activa van Chinese beursvennootschappen en internationale beurshuizen op het einde van 1999, in miljarden dollars. | 40 |
| Tabel 11: Aantal geopende <i>share accounts</i> (1991 – september 2002) | 48 |
| Tabel 12: Overheidstekort in % van het BBP (1996 – 2000)..... | 54 |

LIJST VAN GRAFIEKEN

| | |
|--|----|
| Grafiek 1: Aantal genoteerde Chinese bedrijven op de Chinese beurzen | 10 |
| Grafiek 2: Chinese marktkapitalisatie in miljard yuan..... | 11 |
| Grafiek 3: Aantal miljoenen accounts | 47 |

LIJST VAN AFKORTINGEN

| | |
|--------------|--|
| BBP | Bruto Binnenlands Product |
| CSRC | China Securities Regulatory Commission |
| IPO | Initial Public Offering |
| LP | Legal Person |
| MOF | Ministry of Finance |
| MOPS | Ministry of Public Security |
| OTC | Over The Counter |
| PBOC | People's Bank of China |
| QFII | Qualified Foreign Institutional Investor |
| SCRES | State Committee for the Restructuring of the Economic System |
| SCSC | State Council Securities Committee |
| SISCO | Shanghai International Securities Company |
| SOET | State Office of Economics and Trade |
| SPC | State Planning Commission |
| TVE | Township and Village Enterprise |
| USD | United States Dollar |
| WHO | Wereld Handels Organisatie |
| WTO | World Trade Organization |

INLEIDING

Na de crash van de technologiewaarden en de uiteenspatting van de internetzeepbel werden de beleggers geconfronteerd met dalende aandelenkoersen. De Nasdaq Composite verloor 40% in het jaar 2000 en kon het verlies beperken tot 15% in 2001, maar in 2002 speelde de index nogmaals 32,5% kwijt. Deze resultaten dwongen de speculatieve belegger om op zoek te gaan naar andere beloftevolle groeiverhalen, waardoor de aandacht opnieuw gevestigd werd op de *emerging markets*. Binnen deze categorie valt China op omwille van de sterke economische groei en het enorme potentieel van een markt die bijna 1,5 miljard consumenten telt. De beleggers die in het Chinese groeiverhaal willen investeren gaan op zoek naar mogelijkheden en komen tot de vaststelling dat het land maar liefst twee aandelenbeurzen telt: één in Shenzhen en één in Shanghai. In het Westen is er echter bitter weinig informatie beschikbaar over deze Chinese aandelenbeurzen. Wat moeten we denken over deze beurzen? Bieden ze werkelijk beleggingsopportunities of is de markt nog niet voldoende ontwikkeld? Welke zijn de hinderpalen die de verdere groei van deze markten beperken? Zijn er oplossingen voor deze hinderpalen? Onderhavig werk tracht de evolutie van de aandelenbeurzen en de institutionele omgeving te verduidelijken en onderzoekt de problemen waarmee deze markten te kampen hebben.

Om deze vragen te beantwoorden werd een literatuuranalyse aangevat. Er werd vooral gesteund op de gepubliceerde werken van drie auteurs. Enerzijds zijn dit de academische bijdragen van Stephen Green, hoofd van *The Asia Programme* bij *The Royal Institute of International Affairs* te Londen. Anderzijds zijn dit de boeken die door Carl E. Walter en Fraser J.T. Howie gezamenlijk werden gepubliceerd. Walter is *Chief Operating Officer* van JP Morgan China en Howie is onafhankelijk financieel analist in Peking. Uiteraard werden er ook nog werken geraadpleegd van andere auteurs of instellingen zoals de Wereldbank. De cijfergegevens zijn vaak afkomstig uit de geraadpleegde literatuur aangezien het bemachtigen van Chinese statistische data erg moeilijk is. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat China werk maakt van een betere toegankelijkheid tot deze gegevens. Sinds kort bieden de websites van de Chinese officiële instanties en van de beurzen beperkte gegevens aan in het Engels. De vraag of deze gegevens betrouwbaar zijn blijft echter onbeantwoord. De weinige statistische bronnen hanteren vrijwel steeds licht andere cijfers, waardoor er rekening moet gehouden worden met een beperkte foutenmarge.

Bij de opbouw van dit werk werd ervoor geopteerd om in de eerste twee hoofdstukken een overzicht te geven van de ontwikkeling van de markten en de regelgevende structuur. Hoofdstuk 3 bespreekt vervolgens het eigendomsprobleem waarmee de markten te kampen hebben. Dit heeft belangrijke consequenties voor de Chinese beleggers, die in het vierde hoofdstuk aan bod komen. Tenslotte belicht het laatste hoofdstuk de pogingen die reeds ondernomen zijn om dit eigendomsprobleem op te lossen.

In het eerste hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de beursgeschiedenis en de beslissing om de overstap te maken naar een gemengde economie. Waarom werden er vennootschappen opgericht in een communistisch land, waar volgens de doctrine alle eigendom aan de staat toebehoort? Het corporatisatieproces wordt kort besproken en de doelstellingen van het aandelenexperiment komen vervolgens aan bod. Daarna wordt de houding vanwege de Chinese beleggers tegenover aandelen toegelicht. In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt de evolutie van de Chinese aandelenbeurzen tussen 1990 en 2003 geïllustreerd. De groei in de marktkapitalisatie en het aantal genoteerde bedrijven wordt kort toegelicht. De Chinese aandelenbeurzen worden qua marktkapitalisatie vergeleken met de belangrijkste beurzen van de wereld en de beurzen uit de Aziatische regio. Tenslotte worden de verschillende categorieën van aandelen verduidelijkt. De spreiding van de genoteerde bedrijven over de verschillende sectoren of de evolutie van de beursindici komt echter niet aan bod. Ook wordt de prijsvorming op de Chinese markten niet besproken.

Het tweede hoofdstuk belicht de institutionele hervormingen die reeds doorgevoerd zijn. In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt de eerste fase toegelicht, die zich afspeelde van 1986 tot 1992. De eerste voorzichtige pogingen tot regelgeving worden kort aangehaald en de bevoegdheid van de Chinese centrale bank wordt toegelicht. De inmenging van de lokale overheid komt aan bod. Daarna wordt uitgelegd waarom de centrale overheid op het einde van 1990 de formele oprichting van de beurzen van Shenzhen en Shanghai goedkeurde. Tenslotte wordt de verdere inmenging van de centrale overheid kort toegelicht. In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt de tweede fase besproken, die aanvatte in 1992. De reden voor de oprichting van de Chinese beurswaakhond (CSRC) komt aan bod. Vervolgens wordt verduidelijkt dat de CSRC aanvankelijk zeer weinig macht genoot. Daarna wordt het SISCO schandaal besproken, dat de aanzet vormde voor een verstrakking van het beleid en de invoering van de *Securities Law*. Tenslotte worden enkele belangrijke

beslissingen van de CSRC toegelicht, die genomen werden in de periode 1999 tot 2003.

Vanuit deze optiek lijkt China een goede beleggingsopportunity te bieden. De snelle ontwikkeling van de markten en de totstandkoming van de regelgevende structuur stellen de meeste beleggers gerust. Het eigendomsprobleem wordt echter vaak over het hoofd gezien maar is wel cruciaal om de Chinese beurs te begrijpen: het vormt namelijk een belangrijke hinderpaal die de verdere groei van de Chinese aandelenmarkten belemmert. In hoofdstuk drie wordt dit eigendomsprobleem omschreven en wordt toegelicht dat de overheid nog een belangrijk aandeel aanhoudt in de genoteerde bedrijven. Tevens wordt geanalyseerd hoe het probleem ontstaan is door de Communistische ingesteldheid en het gebruik van de *Fund Accounting*. Vervolgens worden de belangrijke implicaties van dit eigendomsprobleem aangehaald. Vooreerst wordt toegelicht waarom de marktkapitalisatie overschat wordt. Daarna komen de misbruiken van de hoofdaandeelhouders aan bod. Vervolgens wordt verduidelijkt waarom de Chinese bedrijven een laag dividend of zelfs geen dividend uitbetalen. Tenslotte wordt dieper ingegaan op de onbetrouwbaarheid van de boekhouding.

Het eigendomsprobleem is tevens verantwoordelijk voor de afwezigheid van lange termijn beleggers. Hoofdstuk vier geeft weer welke types van beleggers er actief zijn op de Chinese aandelenmarkten. Ten eerste zijn er de beursvennootschappen die handelen voor eigen rekening. Ten tweede zijn er de institutionele beleggers, die verder kunnen onderverdeeld worden in de beleggingsfondsen, de verzekeraars en de pensioenfondsen. Bij de beleggingsfondsen worden zowel de officiële fondsen als de private fondsen kort besproken. Tevens worden de problemen aangehaald die de groei van de fondsenindustrie onder druk zet. Bij de verzekeraars wordt de strikte regelgeving besproken en bij de pensioenfondsen wordt de problematiek van de vergrijzing aangehaald. Tenslotte komen de particuliere beleggers aan bod. Vooreerst wordt het profiel van de gemiddelde belegger geïllustreerd, waarna kritische bedenkingen gemaakt worden bij het officiële aantal beleggers.

Hoofdstuk vijf geeft tenslotte een overzicht van de mogelijke oplossingen voor het eigendomsprobleem. Het eerste deel van dit hoofdstuk bespreekt de verkoop van *State Shares* op de aandelenmarkt. Vooreerst worden de prikkels besproken die de beleidsmakers ertoe dwingen om de verkoop van hun aandelenpakket te overwegen. Daarna worden er twee experimenten

aangehaald die reeds uitgeprobeerd zijn om de *State Shares* op de markt te verkopen. Tenslotte wordt uitgelegd dat de vraag naar aandelen moet gestimuleerd worden om een aanbodoverschot te vermijden. Het tweede deel van dit hoofdstuk bespreekt de verkoop van *Legal Person Shares* aan de private sector. Vooreerst wordt er dieper ingegaan op de ontwikkeling van de private sector. Daarna wordt uitgelegd waarom de private sector geïnteresseerd is in de *Legal Person Shares*. Tenslotte worden de positieve effecten van zulke eigendomstransfer belicht.

1. ONTSTAAN EN EVOLUTIE VAN DE CHINESE BEURZEN

In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de beursgeschiedenis en de beslissing om de overstap te maken naar een gemengde economie. Het corporatisatieproces wordt kort besproken en de doelstellingen van het aandelenexperiment komen vervolgens aan bod. Tenslotte wordt de houding vanwege de Chinese beleggers tegenover aandelen toegelicht.

In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt de evolutie van de Chinese aandelenbeurzen tussen 1990 en 2003 geïllustreerd. De groei in de marktkapitalisatie en het aantal genoteerde bedrijven wordt kort toegelicht. De Chinese aandelenbeurzen worden qua marktkapitalisatie vergeleken met de belangrijkste beurzen van de wereld en de beurzen uit de Aziatische regio. Tenslotte worden de verschillende categorieën van aandelen verduidelijkt.

1.1 De Chinese beursgeschiedenis voor 1978

De geschiedenis van de Chinese financiële markten gaat terug tot 1869, toen er informeel een markt werd opgericht in Shanghai. In 1918 werd er tevens een aandelenmarkt opgericht in Peking, maar deze beurzen speelden helemaal geen belangrijke rol in het Chinese economische bestel. China hield zich immers hoofdzakelijk bezig met landbouw, terwijl er ook een groot aantal familiebedrijven actief was. Toen de Communistische Partij in 1949 aan de macht kwam, werden alle beurzen gesloten en werden alle financiële activa afgeschaft. De beurzen werden beschouwd als een plaats voor speculatie, een kapitalistisch fenomeen dat niet geduld werd onder het socialistisch systeem (YISHENG, 1997: p. 3).

1.2 De overstap op een gemengde economie (1978 - 1986)

In december 1978 besloot Deng Xiaoping, de opvolger van Mao¹, om het beleid opener te maken. Xiaoping voerde geleidelijk aan veranderingen door die het strikte communistische systeem lichtjes afzwakten. China had immers nood aan economische groei en een stapsgewijze overgang naar een meer marktgeoriënteerde economie zou hiervoor kunnen zorgen. December

¹ De voorzitter van de Communistische Partij

1978 kan geassocieerd worden als een zeer belangrijk sleutelmoment voor de Chinese economische en politieke geschiedenis.

Xiaoping had geen groots plan uitgedokterd maar zou in verschillende stapjes een welvarend China creëren. Xiaoping zou alle maatregelen bekijken die economisch gezien voor goede resultaten konden zorgen. Zijn wens was om een welvarend en machtig China te scheppen, om alzo een einde te maken aan de grote armoede die er onder het regime van Mao ontstaan was (YERGIN & STANISLAW, 1998: p.198).

Onder impuls van het nieuwe beleid onstonden er *Township and Village Enterprises* (TVEs), in het Westen gekend als coöperatieve ondernemingen², in de zuidelijke steden en dorpen. Om aan de kapitaalsbehoefte te voldoen werd er geëxperimenteerd met meerdere aandeelhouders uit hetzelfde dorp.

In 1983 vond in Shenzhen de allereerste aandelenuitgifte plaats sinds de oprichting van de Chinese Volksrepubliek in 1949. Het ging om de TVE *Baoan County United Investment Company*. In juli 1984 was *Beijing Tianqiao Department Store* het allereerste staatsbedrijf dat omgevormd werd tot een vennootschap waarvan het kapitaal uit aandelen bestond. Uiteraard ging het bij deze twee bedrijven over private plaatsingen, waar echter geen regelgeving voor bestond.

In oktober 1984 nam de Communistische Partij het officieel besluit om het economisch systeem te hervormen, waarbij voortaan het systeem van een gemengde economie zou gepromoot worden. De lokale overheden keken met lede ogen toe hoe er op allerlei manieren vennootschappen werden opgericht, maar begonnen in stilte te werken aan een regelgeving. Zulks was uiteraard geïnspireerd op de nieuwe politiek van de Communistische Partij (WALTER & HOWIE, 2001: p. 24-25).

Concreet werden staatsbedrijven omgevormd tot rechtspersonen, een proces dat door auteurs Howie & Walter (2001: p.6) *corporatisation* wordt genoemd. *Corporatisation* mag evenwel niet verward worden met privatisatie, waarbij bestaande aandelen aan private investeerders worden verkocht. Aangezien de Chinese economie centraal gepland werd, waren alle bedrijven eigendom van de staat. Bijgevolg was er helemaal geen behoefte aan aandelen.

² Bij een coöperatieve vennootschap kunnen de vennoten makkelijk in- en uitstappen, waardoor er een veranderlijk maatschappelijk kapitaal is.

Corporatisation verwijst aldus naar het onderbrengen van staatsactiva in een nieuwe vennootschap, waarna er aandelen verdeeld worden om de eigendom op te splitsen.

Voor de hervormingen bestonden er in principe geen Chinese bedrijven, aangezien alle activiteiten deel uitmaakten van het staatsapparaat. De bedrijven hadden geen wettelijk onafhankelijke status en hadden geen eigendomsrecht. Alle gegenereerde omzet was bijgevolg ook voor de staat. Er was ook geen onafhankelijkheid voor het management (WALTER & HOWIE, 2001: p. 21).

Het hoeft geen verwondering op te roepen dat de Chinese staatsondernemingen slechte resultaten boekten. De overheid ging op zoek naar een manier om de productie efficiënter te maken, en vond deze in het systeem waarbij het bezit van een onderneming verdeeld wordt over verschillende aandeelhouders.

De uitgifte van nieuwe aandelen had volgens Yisheng (1997: p. 5-8) drie redenen. Ten eerste wou de Chinese overheid prikkels geven aan het management van de staatsbedrijven, zodat deze ondernemingen efficiënter zouden functioneren. De staatsbedrijven moesten hun winsten immers afstaan aan de overheid, maar het verlies werd ook gedragen door de overheid. Aldus hadden deze bedrijven geen prikkels om hun kosten te verlagen en hun winst te verhogen. Onder druk van de aandeelhouders zou het management zich echter wel ten volle inzetten voor het bereiken van winstmaximalisering.

De tweede doelstelling beoogde een scheiding tussen de overheidsadministratie en de ondernemingen. De Raad van Bestuur van een onderneming zal dan trachten om de wensen van de aandeelhouders in te willigen, zodat de onderneming een meer marktgeoriënteerde houding aanneemt. De overheid kan in dit geval evenwel een aanzienlijk deel van de aandelen in zijn bezit houden, zodat er toch nog een belangrijke rol gespeeld kan worden in het besluitvormingsproces betreffende de strategie van het bedrijf.

Tenslotte wenste de overheid ook beroep te doen op het binnenlands sparen, zodat de economische groei versneld kon worden. De overheid was immers niet meer in staat om aan de grote kredietvraag te voldoen van alle overheidsbedrijven. Deze ondernemingen moesten dan ook rechtstreeks naar de markt stappen om geld op te halen bij de particuliere beleggers. De overheid

had reeds veel geld geleend in het buitenland en met deze strategie zou de schuldenberg onder controle kunnen komen.

1.3 De Chinese beleggers ontdekken aandelen (1987 - 1990)

De eerste grote aandelenuitgifte vond plaats in 1987: de *Shenzhen Development Bank* haalde geld op door de verkoop van eigen aandelen. Na een periode van meer dan 30 jaar in een centraal geplande economie geleefd te hebben, wisten de Chinezen niet juist wat aandelen waren. Volgens Walter & Howie (2001, p.7) was de interesse voor deze aandelenuitgifte maar matig. Er werd 7,9 miljoen yuan³ (951 807 dollar) opgehaald, maar volgens de auteurs werd een “aanzienlijk percentage” opgekocht door de *underwriters*⁴.

In dit stadium werden de aandelen door het publiek aanzien als schuldpapier omdat ze een dividend uitkeerden volgens een vast percentage. De beleggers kochten de aandelen met het vooruitzicht op dat vast dividend en beseften niet dat de aandelen zelf in waarde konden toenemen of afnemen. De bezitters hielden het waardepapier aan en handelden er vrijwel niet in, alhoewel er wel enkele ongereguleerde markten bestonden. De aandelen waren vrij overdraagbaar, maar het belegend publiek bestond hoofdzakelijk uit couponknippers.

De eerste *Over The Counter* (OTC)⁵ markt werd op 26 september 1986 geopend in Shanghai, door de *Industrial and Commercial Bank of China*. De manager van deze bank, Hu Ruinquan, stelde dat een markt noodzakelijk was voor het gebruik van een aandelensysteem. De vraag naar aandelen kon alleen aangezwengeld worden als de mensen ook daadwerkelijk hun aandelen konden verkopen. Een markt was bijgevolg erg belangrijk om bijkomend kapitaal op te halen: vrijwel niemand zou intekenen op nieuwe aandelen in de wetenschap dat deze aandelen nergens verkocht kunnen worden.

³ De Chinese munt, de renminbi yuan (RMB), is sinds 1996 gekoppeld aan de Amerikaanse dollar. Deze vaste wisselkoers bedraagt 8,3 RMB per 1 USD.

⁴ Underwriters organiseren de beursgang en trachten de aandelen aan het publiek te verkopen. In sommige omstandigheden zijn zij contractueel verplicht om de niet verkochte aandelen zelf aan te kopen.

⁵ Een markt waarbij market makers per aandeel twee prijzen afficheren: de prijs die ze willen krijgen wanneer de belegger een aandeel wil kopen (ask), en de prijs die ze willen betalen wanneer de belegger aandelen wil verkopen (bid).

Het Chinese publiek had maar een zeer matige interesse in deze nieuwe financiële producten. Gegevens omtrent de verhandelde volumes of de dagelijkse omzet op deze OTC markt zijn haast onvindbaar. De literatuur geeft aan dat de publieke opinie tegenover aandelen snel veranderde vanaf maart 1989, toen de *Shenzhen Development Bank* zijn aandeelhouders fors ging belonen. De *Shenzhen Development Bank* gaf een cash dividend van 7 yuan en een extra *stock dividend*, waarbij de houders voor elke twee aandelen in hun bezit gratis een nieuw aandeel verkregen. De beleggers die het aandeel in 1988 voor 20 yuan hadden aangekocht zagen de waarde van hun investering dan ook plots en zeer sterk stijgen.

Het Chinese publiek begreep toen pas dat de aandelen zelf in waarde konden stijgen en dat het niet louter om schuldpapier ging dat een rente oplevert. Deze ontdekking vormde het startschot voor een heuse aandelenrush, waarbij de prijzen van alle genoteerde bedrijven de hoogte gingen. Er zijn bitter weinig cijfers beschikbaar om dit gegeven te illustreren, maar de literatuur geeft wel aan dat de *Shenzhen Development Bank* de waarde van haar aandelen zag stijgen van 40 yuan tot 120 yuan, en dit over een tijdspanne van 1 jaar (WALTER & HOWIE: 2001, p.8).

Vele beleggers werden aangetrokken door de opmerkelijke koersprestaties en begonnen aandelen te kopen om op een korte termijn zoveel mogelijk winst te maken. Hierdoor kon de handel verder uitbreiden, waardoor een grote zwarte markt ontstond. De overheid merkte op dat de aandelenhandel floreerde en begon regels uit te vaardigen om de markt onder haar controle te krijgen. In hoofdstuk twee wordt dieper ingegaan op dit aspect van de regelgeving.

1.4 De evolutie van de Chinese beurzen (1990 - 2003)

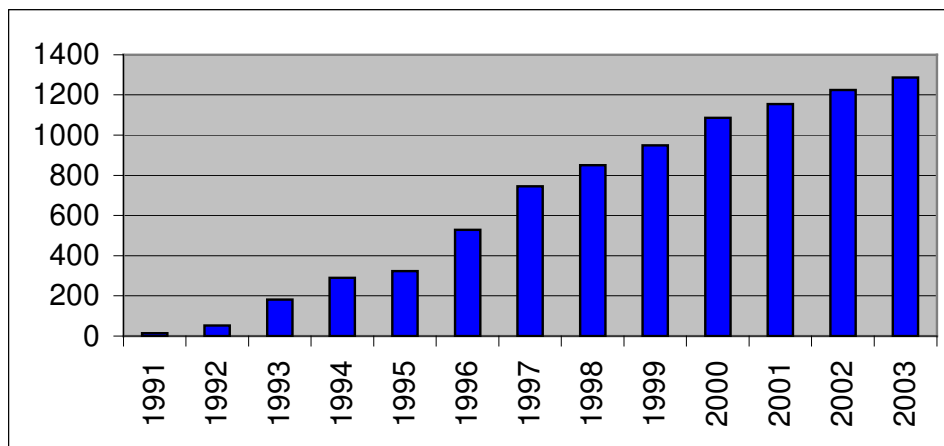
In China zijn er twee aandelenbeurzen aanwezig: de beurs van Shanghai, die officieel geopend werd in 1990, en de beurs van Shenzhen, die geopend werd in 1991. De evolutie van de markten wordt aan de hand van twee parameters toegelicht: de groei van het aantal beursnoteringen en de groei van de marktkapitalisatie⁶. De marktkapitalisatie maakt het bovendien mogelijk om

⁶ De marktkapitalisatie wordt berekend door het aantal uitstaande aandelen te vermenigvuldigen met de prijs.

de Chinese aandelenbeurzen te positioneren tussen de belangrijkste beurzen van de wereld en de beurzen uit de Aziatische regio.

Ten eerste bekijken we de groei van het aantal beursnoteringen. Op het einde van 1991 waren er 14 beursnoteringen en op het einde van 2003 werden er reeds aandelen verhandeld van 1287 bedrijven. Grafiek 1 geeft deze onafgebroken groei weer.

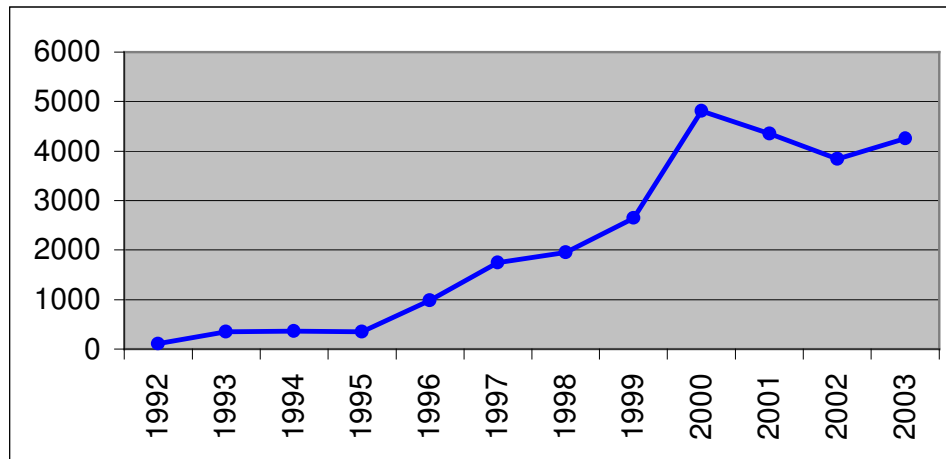
Grafiek 1: Aantal genoteerde Chinese bedrijven op de Chinese aandelenbeurzen



Bron: Shenzhen & Shanghai Stock Exchange (2002 & 2003), CSRC (2003)

De grafiek toont ook aan dat er twee sleuteljaren waren waarbij het aantal genoteerde bedrijven fors kon toenemen. Het eerste sleuteljaar was 1993 en het volgende sleuteljaar was 1996. In beide gevallen is de sterke toename van het aantal beursnoteringen te wijten aan een verandering in de politiek van de overheid. Zo werden er begin 1993 *securities offices* opgericht, die staatsondernemingen moesten selecteren die rijp waren voor een beursnotering. Door de oprichting van deze *securities offices* werd er meer aandacht besteed aan het selectieproces. In 1996 besliste de overheid om de beurzen op grotere schaal te gebruiken als supplementaire bron van kapitaal. In 1996 en 1997 nam het aantal beursnoteringen dan ook fors toe.

De stijging van het aantal genoteerde bedrijven wordt ook gereflecteerd in de stijging van de marktkapitalisatie, wat weergegeven wordt op grafiek 2. Op het einde van 1991 bedroeg de marktkapitalisatie 104,8 miljard yuan (12,6 miljard USD), om op te lopen tot 4245,7 miljard yuan (511,5 miljard USD) op het einde van 2003.

Grafiek 2: Chinese marktkapitalisatie in miljard yuan

Bron: CSRC (2003)

De marktkapitalisatie geeft ons tevens de mogelijkheid om de Chinese aandelenbeurzen te positioneren tussen de belangrijkste beurzen van de wereld en de beurzen uit de Aziatische regio. Deze gegevens zijn slechts met vertraging beschikbaar, waardoor we de verschillende marktkapitalisaties van het einde van 2001 met mekaar vergelijken.

Tabel 1: De grootste aandelenmarkten in Azië volgens marktkapitalisatie, in miljarden USD, eind 2001

| Land | Marktkapitalisatie |
|-------------|--------------------|
| Japan | 2 252 |
| China | 524 |
| Hong Kong | 506 |
| Taiwan | 293 |
| Korea | 220 |
| Maleisië | 120 |
| Singapore | 117 |
| Filippijnen | 42 |
| Indonesië | 23 |

Bron: GREEN, (2003b: p. 8)

Tabel 1 geeft een overzicht van de grootste Aziatische aandelenmarkten, waarbij de Japanse beurs het onbetwiste nummer één is. De Chinese beurs nam in 2001 de tweede plaats voor haar rekening, wat een opmerkelijke prestatie is na amper 10 jaren van bestaan. De marktkapitalisatie van de Chinese markten bedroeg 524 miljard dollar op het einde van 2001, wat 18 miljard dollar meer is dan de beurs van Hong Kong. De marktkapitalisatie van de Japanse beurs ligt met 2 252 miljard dollar ruim vier maal hoger dan deze van China.

Tabel 2: De 10 grootste aandelenmarkten volgens marktkapitalisatie, in miljarden USD, eind 2001

| Land | Marktkapitalisatie |
|---------------------|--------------------|
| Verenigde Staten | 13 810 |
| Japan | 2 252 |
| Verenigd Koninkrijk | 2 217 |
| Frankrijk | 1 174 |
| Duitsland | 1 072 |
| Canada | 701 |
| Italië | 527 |
| China | 524 |
| Zwitserland | 521 |
| Hong Kong | 506 |

Bron: GREEN, (2003b: p. 6)

Ook in de wereldranglijst heeft China een plaatsje veroverd, wat tot uiting komt in tabel 2. Op het einde van 2001 bekleedde het land de achtste positie, net na Italië en juist voor Zwitserland. De grootste beurs ter wereld is deze van de Verenigde Staten, die met 13 810 miljard dollar ruim 6 keer groter is dan het nummer twee op de lijst, de beurs van Japan. Het verschil tussen de marktkapitalisatie van de Chinese beurzen en deze van de VS is dan ook opmerkelijk groot.

Tot slot stellen we in tabel 3 de verschillende categorieën van Chinese aandelen voor zoals die op het einde van 2003 bestonden. De Chinese overheid heeft deze indeling zowel gemaakt op basis van de personen die de aandelen mogen bezitten, als op basis van de buitenlandse beurs waarop de aandelen genoteerd zijn. Deze indeling was noodzakelijk om de niet-convertibiliteit⁷ van de yuan te handhaven.

Tabel 3: De verschillende categorieën van aandelen

| Type | Notering | Toegankelijkheid |
|-------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| A-aandelen | Shenzhen & Shanghai | Alleen binnenlandse beleggers |
| B-aandelen | Shenzhen & Shanghai | Vrij toegankelijk |
| H-aandelen | Hong Kong | Geen Chinezen |
| Red Chips | Hong Kong | Geen Chinezen |
| L-, N-, T-,... aandelen | Londen, New York, Tokio,... | Geen Chinezen |

Bron: Su (2003: p. 7 – 9)

⁷ Niet-convertibiliteit houdt in dat de yuan niet kan worden ingeruild tegen buitenlandse valuta.

We onderscheiden de volgende categorieën:

- **A-aandelen:** Deze aandelen worden verhandeld op de beurzen van Shenzhen en Shanghai en zijn alleen toegankelijk voor binnenlandse beleggers. De aandelen worden verhandeld in de Chinese munt, de yuan. In november 2002 werd het QFII programma ingesteld, waardoor de markt ten dele opengesteld is voor buitenlandse institutionelen (zie infra).
- **B-aandelen:** Deze aandelen onderscheiden zich van de eerste categorie doordat ze oorspronkelijk niet toegankelijk waren voor de Chinese beleggers. De aandelen worden op de beurzen van Shenzhen en Shanghai verhandeld, maar noteren in Hong Kong Dollars. De opdeling werd gemaakt omdat de overheid de binnenlandse markt in A-aandelen wil beschermen tegen de grillen van buitenlandse investeerders. Buitenlandse beleggers krijgen op deze manier toegang tot Chinese aandelen, terwijl de yuan beschermd wordt. Een convertibele yuan zou zorgen voor de fusie van de A- en B-markten. Vanaf 19 februari 2001 werden de B-aandelen toegankelijk voor binnenlandse beleggers die over buitenlandse munten beschikken.
- **H-aandelen:** Deze categorie van aandelen werd in het leven geroepen bij de eerste buitenlandse listing van een Chinees staatsbedrijf. H-aandelen worden verhandeld op de beurs van Hong Kong en zijn voor iedereen toegankelijk, behalve voor de Chinezen van het vasteland. De aandelen worden verhandeld in Hong Kong Dollars.
- **Red Chips:** Deze aandelen zijn gelijkaardig aan de H-aandelen, aangezien ze ook verhandeld worden op de beurs van Hong Kong. Het verschil tussen beide aandelen is terug te vinden in de locatie van de maatschappelijke zetel van de onderneming: Red Chips zijn gevestigd in Hong Kong, maar ze bevatten wel Chinese activa. De maatschappelijke zetel van H aandelen is gevestigd op het Chinese vasteland. *Red Chips* zijn in feite holdings die investeren in Chinese activiteiten.
- **L-aandelen, N-aandelen, T-aandelen,... :** Dit zijn aandelen die gelist zijn op de London Stock Exchange, de New York Stock Exchange, de Tokio Stock Exchange,... Binnenlandse Chinese beleggers hebben geen toegang tot deze aandelen, omwille van de niet-convertibiliteit van de yuan (Su: 2003: p. 7 – 9).

1.5 Besluit

In 1949 zorgde de Communistische Partij ervoor dat de Chinese beurzen gesloten werden. Ongeveer 30 jaar later, in december 1978, werd er besloten om zeer voorzichtig af te stappen van het strenge socialistische beleid. Deng Xiaoping zorgde ervoor dat de bevolking minder opkeek naar de voormalige leider Mao en schepte aldus een klimaat waarin stapsgewijze veranderingen mogelijk werden. Xiaoping wenste welvaart te creëren en zou hiervoor alle mogelijkheden onderzoeken, zelfs als ze kapitalistisch waren.

In het begin van de jaren '80 werd er geëxperimenteerd met coöperatieve vennootschappen, waarna het corporatisatie-proces zijn intrede deed. In juli 1984 was *Beijing Tianqiao Department Store* het allereerste staatsbedrijf dat omgevormd werd tot een vennootschap. Het corporatisatie-proces paste perfect binnen de doelstellingen van de overheid: de efficiëntie van de staatsbedrijven aanzwengelen en een rechtstreeks beroep doen op het binnenlands sparen om de bedrijven van financiering te voorzien.

Vervolgens werden de aandelenbeurzen van Shanghai en Shenzhen officieel geopend in respectievelijk 1990 en 1991. Een decennia later was de Chinese aandelenmarkt volgens de officiële statistieken uitgegroeid tot de tweede grootste Aziatische aandelenmarkt. Op het einde van 2003 hadden maar liefst 1287 bedrijven een notering op de beurzen.

2. DE INSTITUTIONELE HERVORMINGEN

In dit hoofdstuk wordt de totstandkoming van de regelgevende structuur met betrekking tot de aandelenbeurzen besproken. In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt de eerste fase toegelicht, die zich afspeelde van 1986 tot 1992. De eerste voorzichtige pogingen tot regelgeving worden kort aangehaald en de bevoegdheid van de Chinese centrale bank wordt toegelicht. De inmenging van de lokale overheid komt aan bod. Daarna wordt uitgelegd waarom de centrale overheid op het einde van 1990 de formele oprichting van de beurzen van Shenzhen en Shanghai goedkeurde. Tenslotte wordt de verdere inmenging van de centrale overheid kort toegelicht.

In het tweede deel van dit hoofdstuk wordt de tweede fase besproken, die aanvatte in 1992. De reden voor de oprichting van de Chinese beurswaakhond (CSRC) komt aan bod. Vervolgens wordt verduidelijkt dat de CSRC aanvankelijk zeer weinig macht genoot. Daarna wordt het SISCO schandaal besproken, dat de aanzet vormde voor een verstrakking van het beleid en de invoering van de *Securities Law*. Tenslotte worden enkele belangrijke beslissingen van de CSRC toegelicht.

2.1 De eerste voorzichtige pogingen tot regelgeving (1986 - 1992)

Van bij de start van het aandelenexperiment was de Chinese overheid van oordeel dat de aandelenmarkten een onderdeel waren van de banksector. De *People's Bank of China* (PBOC)⁸ kreeg dan ook de volledige bevoegdheid over de financiële markten, omdat deze instelling als enige belast was met het toezicht op de financiële sector.

De bevoegdheden van de PBOC werden in 1986 beschreven in de *Provisional Banking Regulations*, een document dat handelde over het commercieel banksysteem en de ontluikende effectenindustrie. Er waren drie concrete bevoegdheden. Ten eerste moest de PBOC de goedkeuring geven met betrekking tot fusies, overnames en de oprichting van nieuwe banken. Ten tweede moest de PBOC toezicht uitoefenen op de banksector en audits uitvoeren. Ten derde moest de PBOC het toezicht uitoefenen op de financiële

⁸ De PBOC werd in 1948 opgericht en werd in 1983 aangesteld als centrale bank. De PBOC is verantwoordelijk voor de rentepolitiek en oefent het toezicht uit op de banksector.

markten en de uitgifte van aandelen en obligaties goedkeuren (WALTER & HOWIE: 2001, p. 93 - 95).

In 1986 was de lokale overheid in Shenzhen de allereerste die een gestandaardiseerde procedure had opgezet om staatsbedrijven te herstructureren in vennootschappen. Deze procedure wordt kortweg "*The 1986 Shenzhen Provisions*" genoemd en was bestemd voor de bedrijven in Shenzhen. De centrale overheid begon de richtlijnen al snel zelf toe te passen op andere staatsbedrijven, waardoor de *Shenzhen Provisions* uitgroeiden tot een belangrijke nationale procedure (WALTER & HOWIE, 2001: p. 25).

De PBOC kwam dan ook niet tussen in het herstructureringsproces dat toegepast werd om staatsbedrijven om te bouwen tot vennootschappen. *The 1986 Shenzhen Provisions* vormden een nationale leidraad tot in 1989, toen de PBOC afdeling van Shenzhen een bewerkte procedure voorstelde. Voor de eerste keer ging het over een officiële procedure, aangezien *The 1986 Shenzhen Provisions* slechts een voorlopige handleiding vormden.

Vanaf 1989 zorgde de toenemende beleggersinteresse voor een aandelenrush, die eerst in Shenzhen de kop opstak. De beleggers in Shenzhen keken daarna uit naar Shanghai, waar de aandelenkoersen nog fors lager noteerden doordat de plaatselijke bevolking geen interesse in aandelen had. Onder impuls van Shenzhen ontstond er op korte tijd ook een aandelengekte in Shanghai. De lokale overheid greep in om een complete ontsporing te vermijden. Dit zorgde voor merkwaardige taferelen: zo werden er in Shenzhen bijvoorbeeld slogans op reclamepanelen geplaatst, zoals o.a. "Opgelet, beleggers! Aandelen kunnen ook in waarde dalen".

Vanaf 1989 begon de overheid regels uit te vaardigen met betrekking tot de uitgifte van aandelen en de handel in de aandelen. De doelstellingen waren tweevoudig. Ten eerste moest er orde geschept worden in de chaos en ten tweede moest het fenomeen onder controle gehouden worden. De overheid bekeek de aandelen en de beurzen immers nog steeds als een kapitalistisch fenomeen, waarop nog een duidelijk taboe rustte.

De *State Council*⁹ keurde in mei 1990 een rapport goed dat door de *State Committee for the Restructuring of the Economic System* werd voorgelegd. Er werden grenzen gelegd aan het aandelenexperiment: de verkoop van aandelen aan het eigen personeel werd aan banden gelegd en de ontwikkeling van de OTC markten was alleen nog toegelaten in Shenzhen en Shanghai. Tevens werd op 29 mei 1990 in Shanghai ook een dagelijkse schommelingmarge ingevoerd door de *People's Bank of China* (PBOC). De koersen mochten voortaan niet meer dan 10% afwijken van de vorige slotkoers.

Daarna gaf de *State Council* de toelating voor de formele oprichting van de beurzen. De *Shanghai Exchange* opende officieel op 19 december 1990, terwijl de opening van de *Shenzhen Exchange* op 11 april 1991 plaatsvond. Met de oprichting van de beurzen werd de bevoegdheid van de PBOC nogmaals benadrukt. Beide beurzen verwezen in hun statuten naar de PBOC als marktregulator (WALTER & HOWIE: 2001, p. 5 - 8).

De lokale PBOC afdelingen hadden reeds diverse regels uitgevaardigd betreffende de aandelenhandel en de uitgifte van aandelen, maar de centrale PBOC in Peking had hiervan nog niets overgenomen in het jaarlijks overzicht van nieuwe regels. Dit alles veranderde bij de oprichting van de *Shanghai Exchange* in juli 1990. De PBOC Peking was nu genoodzaakt om een nationale regelgeving uit te werken aangezien de beurzen officieel erkend waren.

Reeds in oktober 1990 maakte de PBOC Peking de eerste nationale regelgeving bekend betreffende de oprichting van beursvennootschappen. Zulke ondernemingen konden voortaan slechts opgericht worden na de uitdrukkelijke toelating van de PBOC Peking. Het fiat van de lokale overheid was bijgevolg niet meer voldoende (WALTER & HOWIE: 2001, p. 96 - 98).

Pas in 1992 publiceerde de centrale overheid een tekst die definities gaf aan de nieuwe bedrijven en de aandelen die ze hadden uitgegeven. Deze tekst staat bekend als de *Standard Opinion* en werd geproduceerd door de *State Committee for the Restructuring of the Economic System*. De *Standard Opinion* beschreef wat bedrijven en aandelen juist zijn. De wet zou een standaardisering doorvoeren van de manier waarop vennootschappen werden opgericht en was vooral geïnspireerd op de *Shenzhen Provisions* van 1986. Zelfs toen de *Standard Opinion* werd geïmplementeerd, mocht Shenzhen verder gebruik

⁹ De *State Council* is het uitvoerend orgaan van de *National People's Congress* (het Chinese parlement).

maken van zijn *1986 Provisions*. Belangrijk is dat de *Standard Opinion* een gunstig advies was vanwege de centrale overheid, die zich achter een verderzetting van het aandelenexperiment schaarde (WALTER & HOWIE: 2001, p. 37).

2.2 De CSRC als regulator van de effectenindustrie (1992 - 2003)

In augustus 1992 braken er rellen uit in Shenzhen, waardoor de centrale overheid inzag dat een verdere uitbouw van de regelgevende structuur absoluut noodzakelijk was. Honderdduizenden beleggers hadden zich gedurende drie opeenvolgende dagen verzameld voor de kantoren van de lokale PBOC afdeling. Ze wensten een formulier aan te kopen waarmee ze het recht zouden krijgen om in te tekenen op aandelen van een komende beursintroductie.

De meerderheid van deze documenten was echter al intern verdeeld, waardoor er te weinig documenten beschikbaar waren om aan de enorme vraag te voldoen. Er waren 5 miljoen formulieren gedrukt, maar in minder dan 4 uur zat de PBOC door zijn voorraad heen. Elkeen die een formulier had kunnen bemachtigen, kon inschrijven op de uitgifte en maakte aldus kans om aandelen te verkrijgen. Aangezien er verwacht werd dat de aandelenkoers tijdens de eerste handelsdag zou verveelvoudigen, ging het over een potentieel grote winst. In de namiddag en avond van 10 augustus 1992 vond er een opstand plaats in Shenzhen, waarbij de bevolking zijn woede tegenover de PBOC en andere ambtenaars tot uiting bracht. Deze opstand staat in de geschiedenisboeken bekend als het *810 incident*.

De volgende dag drukte de overheid 500 000 bijkomende formulieren, waarna het terug rustig werd in Shenzhen. In navolging van het incident werd de PBOC ontheven van zijn taak en werd in oktober 1992 een nieuw orgaan opgericht: de *Chinese Securities Regulatory Commission (CSRC)*. Het *810 incident* bewees immers dat de PBOC tekortgeschoten was als regulator. De centrale overheid wenste op deze manier ook meer grip te krijgen op de ontwikkeling van de aandelenindustrie in het algemeen en de beurzen in het bijzonder (GREEN: 2003, p. 13-15).

De beslissing om de CSRC op te richten zorgde echter niet voor een duidelijke regelgevende structuur. De *Securities Law*, de wet die nodig was om van de CSRC een krachtige instelling te maken, werd immers verschillende

jaren uitgesteld. Pas in december 1998 werd de tekst goedgekeurd, terwijl de daadwerkelijke invoering ervan nog werd uitgesteld tot 1 juli 1999.

2.2.1 De beginjaren: de strijd om macht (1992 - 1994)

De CSRC moest aanvankelijk rapporteren aan het *State Council Securities Committee* (SCSC), een ministeriële entiteit. De SCSC bestond uit een voorzitter, 2 vice voorzitters en 13 vertegenwoordigers. Deze vertegenwoordigers waren elk ook vice minister en waren afkomstig uit allerlei overheidsorganen zoals bv. de PBOC en het Ministerie van Financiën. Deze groep mensen oefende het wettelijk gezag uit over de effectensector, kon een regelgeving uitwerken en moest tevens de CSRC managen. Gezien de diverse activiteiten van de vertegenwoordigers hoeft het geen verbazing op te wekken dat de echte gezagsfunctie gaandeweg bij de CSRC terecht kwam.

De CSRC was het overheidsapparaat dat de uitgevaardigde regels van de SCSC moest implementeren. De CSRC moest ook toekijken op de correcte uitvoering van de verschillende regels. Tevens moesten de nodige statistische gegevens verzameld worden, om alzo de SCSC bij te staan bij belangrijke beleidsbeslissingen.

De institutionele structuur bleef echter onduidelijk aangezien er nog verschillende instellingen verantwoordelijk waren voor de diverse aspecten die bij het *corporatisation* proces kwamen kijken. Bijlage 2 geeft een schematisch overzicht van deze onduidelijke structuur. De *State Council* erkende het probleem en ontwierp in 1992 een tekst die bekend staat onder de naam "Document 68". Voor het eerst in de geschiedenis zorgde de centrale overheid voor een duidelijke beschrijving van de taken van de diverse instellingen.

Document 68 zorgde echter niet voor de verhoopte machtsverschuiving naar de CSRC. De beurzen van Shenzhen en Shanghai bleven onder de controle van de lokale overheid, zodat de CSRC zijn regels niet kon implementeren zonder het fiat van de betrokken lokale overheden. De CSRC kon bijvoorbeeld niet onmiddellijk communiceren met andere overheidsorganen, die zich op het ministerieel niveau bevonden. Alle communicatie moest verlopen via de SCSC, wat uiteraard voor vertraging zorgde en de kans op een foutieve overdracht van de informatie vergrootte. Een efficiënte werking van de SCSC was bijgevolg uitgesloten (WALTER & HOWIE: 2001, p. 99 - 101).

Doordat de CSRC in het binnenland weinig invloed had, concentreerde het orgaan zich van bij de start op de buitenlandse listings van Chinese bedrijven. Hier kon de CSRC daadwerkelijk invloed uitoefenen en alleen optreden. De CSRC legde tevens de nadruk op de internationale listings omdat de Chinese markten nog niet volwassen genoeg waren om de beursintroducties van omvangrijke bedrijven te absorberen. Bedrijven die een internationale listing aangingen, moesten zich tevens schikken naar de regelgeving van de CSRC. Voor de beurswaakhond waren de internationale listings bijgevolg de enige manier om de regulering af te dwingen aan enkele Chinese bedrijven.

De CSRC streefde allianties na met internationale beurzen, om buitenlandse listings mogelijk te maken. De beurs van Hong Kong maakte duidelijk dat ze geïnteresseerd was in een alliantie en de Chinese overheid zag ook het nut ervan in. Internationale listings laten toe om geld op te halen in het buitenland, terwijl er in het binnenland niet gevreesd moest worden voor sociale onrust.

Een alliantie met Hong Kong had twee voordelen: vooreerst zouden de Chinese ondernemingen bijdragen aan de stabiliteit van de economie van Hong Kong, wat niet geheel onbelangrijk was met het vooruitzicht op 1997. In dat jaar zou namelijk de Engelse overhandiging van Hong Kong aan China plaatsvinden. Ten tweede kon op deze manier makkelijk geld opgehaald worden voor de Chinese bedrijven, terwijl er internationale interesse kon komen in het Chinese zakenleven. De nadelen waren drievoudig. Ten eerste waren beursintroducties alleen toelaatbaar voor winstgevende bedrijven. Deze winstgevendheid was uiteraard meer uitzondering dan regel bij de Chinese staatsbedrijven. Ten tweede zouden mogelijke dividenduitkeringen ervoor zorgen dat een belangrijk deel van de gemaakte winst in buitenlandse handen terechtkomt. Tenslotte waren zulke listings in Hong Kong nadelig voor de eigen markten in Shenzhen en Shanghai.

In oktober 1992 werd een definitieve lijst van 9 bedrijven bekend gemaakt die een listing op Hong Kong konden verkrijgen. De details werden geregeld in een *Memorandum of Understanding* met de beurs van Hong Kong, dat getekend werd op 19 juni 1993. Op 29 juni 1993 vond in Hong Kong de eerste IPO plaats van een Chinees bedrijf, met name Tsingtao Beer, dat 115 miljoen US dollar ophaalde (WALTER & HOWIE: 2003, p. 57 - 59).

Begin 1993 werden door de provinciale overheden *securities offices* opgericht, welke alle projecten in verband met aandelen moesten coördineren. Deze kantoren zorgden bijvoorbeeld voor de selectie van staatsondernemingen waarvoor een beursintroductie interessant kon zijn. Tevens hielden zij toezicht op de transacties die zich op de markten afspeelden. De kantoren groeiden uit tot correspondenten van de CSRC, maar vielen echter niet onder de controle van het orgaan. De SCSC en CSRC bleven geïsoleerd in Peking en beschikten over geen kanalen om de goedgekeurde maatregelen daadwerkelijk te implementeren.

Nog steeds als reactie op het 810 incident werd in juli 1993 door de *State Council Securities Commission* een nieuwe regulering uitgevaardigd. Het document werd getiteld: “*Provisional Regulations on the Administration of Securities Exchanges*” en moest ervoor zorgen dat de centrale overheid meer controle over de beurzen zou verkrijgen.

De nieuwe regulering gaf aan de CSRC het recht om toezicht te houden op de lokale overheden, die nog steeds de controle bleven uitoefenen over de beurzen. De *Shanghai Stock Exchange* bleef echter dwars liggen. Tijdens de eerste jaren van het bestaan van de CSRC vonden er verschillende twisten plaats tussen de *Shanghai Stock Exchange* en de CSRC. Shanghai wilde bijvoorbeeld dat de beste Chinese bedrijven op de eigen tabellen gelist werden, terwijl deze bedrijven juist op buitenlandse markten werden geïntroduceerd.

Het toezicht op de effectenindustrie bleef bijgevolg erg log functioneren, door de verschillende bureaucratieën die nog steeds in het proces betrokken waren. Een nieuw schandaal zou er echter voor zorgen dat de CSRC kon uitgroeien tot een volwaardige ministeriële instelling (WALTER & HOWIE: 2001, p. 77-78).

2.2.2 Een schandaal zorgt voor een stroomversnelling (1995 - 1999)

In december 1992 werd in Shanghai een markt opgericht voor futures¹⁰ op overheidsobligaties. De regelgeving voor deze markt was rampzalig, waardoor de SCSC in april 1994 het toezicht op deze markt verkreeg. De

¹⁰ Een futurescontract is een overeenkomst tot aankoop of verkoop van een onderliggend activa. De verkoper van de future moet op de vervaldag de onderliggende waarde leveren aan de koper, aan de vooraf bepaalde prijs.

CSRC had weinig macht over de futuresmarkt en kon moeilijk inschatten wat er zich allemaal afspeelde op deze markt. De CSRC kon bijvoorbeeld geen beursvennootschappen straffen voor onverantwoord gedrag, aangezien de PBOC ook de bevoegdheid over deze bedrijven claimde. De regelgevende macht van de CSRC werd op allerlei manieren tegengewerkt door andere overheidsorganen, die zelf hun macht wilden tonen. (GREEN: 2003, p. 19).

Op 23 februari 1995 zorgde het gebrekkig toezicht echter voor een schandaal op de *Shanghai Stock Exchange*. Het fiasco werd veroorzaakt door het futurescontract met het nummer 327. Het ging om een driejarig contract op overheidsobligaties, dat in juni 1995 zou vervallen¹¹.

Shanghai International Securities Company (SISCO) speculeerde op een dalende prijs van de obligatie die aan het contract 327 was verbonden, aangezien de inflatie in China een dalende tendens vertoonde. De handelaars van SISCO hielden dan ook rekening met een daling van de rente. De overheid zou tevens voor 150 miljard yuan aan nieuwe obligaties uitschrijven, waardoor de markt overspoeld zou worden met nieuw overheidspapier. Het grote aanbod zou ongetwijfeld voor een lagere prijs zorgen.

SISCO begon shortposities¹² op te bouwen op contract 327. Op 21 februari 1995 kondigde het Ministerie van Financiën echter aan dat 2/3 van de geplande obligatie uitgifte geannuleerd zou worden. De obligatieprijzen stegen in navolging van deze verklaring, aangezien de vrees op een overaanbod afnam. Op 23 februari 1995 sloten enkele marktpartijen hun shortposities af, terwijl ze hun posities meteen omkeerden en dus futures aankochten. De belangrijkste marktspeeler, *China Economic Development Trust and Investment Company*, kocht ook futures aan. Deze marktpartij was eigendom van het Ministerie van Financiën en was verwittigd dat de rente in de komende dagen zou opgetrokken worden.

SISCO's grote concurrent *Guofa* begon ook futures aan te kopen, waarna nog andere marktpartijen het voorbeeld van *Guofa* volgden. SISCO zag zijn verliezen dramatisch oplopen en probeerde de markt te manipuleren om een faillissement af te wenden. Op 23 februari 1995, tijdens de laatste 8 minuten

¹¹ Omtrent deze overheidsobligaties moet opgemerkt worden dat de Chinese overheid ten alle tijde de rente van reeds uitgeschreven obligaties kan aanpassen, om alzo de impact van de verandering in inflatie beter weer te geven.

¹² De future wordt verkocht, zonder dat deze eerst is aangekocht. De handelaar zal trachten de future in de toekomst aan een lagere prijs aan te kopen.

van de handel, stortte de prijs van contract 327 in mekaar. SISCO had zijn shortpositie uitgebouwd en was nog eens short gegaan op 11 miljoen contracten.

Het hele schandaal zorgde ervoor dat verschillende belangrijke mensen vervangen werden door personen die het nut inzagen van een sterkere regulering. Op 25 maart 1995 werd Liu Hongru, voorzitter van de CSRC, vervangen door Zhou Daojiong. In april 1995 moest Guan Jinsheng, de voorzitter van SISCO, opstappen. In september 1995 werd Wei Wenyuan, CEO van de *Shanghai Securities Exchange*, vervangen door Yang Xianghai (YAO: 1998, p. 103-106).

In navolging van het schandaal werd in 1996 een belangrijke stap gezet in de bekrachtiging van de CSRC. De *1993 Provisional Regulations*, die slechts een tijdelijke regelgeving vormden, werden vervangen door een finale en afgewerkte versie: *The 1996 Regulations*. Deze laatste versie maakte een einde aan de jarenlange bevoegdheidsproblemen. De CSRC kreeg als enige partij het toezicht op de beurzen van Shenzhen en Shanghai (WALTER & HOWIE: 2001, p. 78-79).

Nog steeds als reactie op het SISCO-schandaal werd in 1998 de *Securities Law* goedgekeurd, die in juli 1999 in voege zou treden. Deze wet betekende het einde van de oorlog naar macht over de effectenindustrie, waarbij de CSRC als enige winnaar over bleef. De *Securities Law* voerde twee belangrijke wijzigingen door. De eerste belangrijke wijziging was de verheffing van de CSRC tot een ministeriële entiteit. Bijlage 3 geeft deze nieuwe structuur schematisch weer. Een tweede belangrijke verandering was te vinden in het feit dat de SCRC niet meer geïsoleerd was in Peking. Bijlage 4 geeft het organigram van de CSRC weer waarbij de lokale kantoren worden opgesomd. Midden 1999 nam de CSRC immers alle functies over van alle *Securities Regulatory Offices* van de provinciële overheden. Aldus kan de CSRC makkelijk wetten implementeren van de centrale overheid, aangezien het op belangrijke plaatsen in China is vertegenwoordigd.

Volgens de *Securities Law* heeft de CSRC de volgende bevoegdheden:

- Een gecentraliseerd systeem van toezicht op de effectenmarkten oprichten en directe controle uitoefenen op andere organen die belast zijn met het toezicht op de markten;

- Het toezicht versterken op de effectenmarkten, de genoteerde bedrijven, de fondsbeheerders, de adviseurs en andere ondernemingen die actief zijn binnen deze sector;
- De *know-how* ontwikkelen om een financiële crisis te managen en te voorkomen;
- De ontwerpfasen van wetten en regels betreffende de effectenmarkten voor zich nemen. Het bestuderen en formuleren van beleidsbeslissingen, het formuleren van groeischema's en jaarlijkse plannen voor de effectenmarkten;
- Een gecentraliseerd toezicht uitoefenen op de beursvennootschappen;
- Statistieken aanleggen en informatie verzamelen over de markten;
- Toezicht houden op advocaten, accountants en andere professionelen die actief zijn op de markten;
- Het onderzoeken van overtredingen en het opleggen van straffen;
- De relatie met buitenlandse beurzen en autoriteiten onderhouden;
- Elke andere taak die door de *State Council* wordt opgelegd (CSRC: 2003).

2.2.3 De CSRC verbetert het klimaat voor beleggers (2000 - 2003)

De CSRC kon dankzij de *Securities Law* vanaf juli 1999 aan zijn opdracht beginnen, wat snel tot uiting kwam in de verbetering van de rechten van de minderheids-aandeelhouders, de versterking van de wetten tegen fraude, het opsporen van markt-manipulators, enz.

Vooreerst werd er een belangrijke vooruitgang geboekt voor de minderheidsaandeelhouders. Zij konden dankzij de *Securities Law* ondernemingen dagvaarden om hun rechten te laten gelden. Één van de eerste zaken was tegen *Chengdu Hongguang Industries*, een bedrijf dat reeds in juli 1999 gedagvaard werd voor frauduleuze activiteiten. De voorzitter en CFO van deze onderneming werden een gevangenisstraf opgelegd, terwijl de auditors hun job niet meer mochten uitoefenen. Het proces tegen *Chengdu Hongguang Enterprises* werd op 25 november 2002 afgesloten, waarbij 11 mensen een schadevergoeding kregen van 224 000 yuan.

Op 15 januari 2002 werd tevens door de *People's Supreme Court of China* aangestipt dat individuele beleggers ondernemingen en het management

konden dagvaarden, maar alleen als de CSRC in zijn onderzoeken frauduleuze praktijken heeft vastgesteld. De CSRC publiceert nu ook een lijst van bedrijven die hun persberichten en cijfers vervalst hebben. De mogelijkheid op *class action suits*¹³ werd echter uitgesloten, waardoor het gerecht misschien overstelpt zal geraken met verzoeken van individuele beleggers (GREEN: 2003, p. 160-163).

In 2000 richtte de CSRC ook inspectiedepartementen op, die in elk regionaal kantoor uit enkele medewerkers bestaan. Bedrijven of managers die de wet niet respecteren, worden publiek bekend gemaakt. Een voorbeeld is *Yinguangxia*. In het jaar 2000 steeg de koers van dit aandeel met 440%, omwille van de sterke verbetering in de resultaten. De CSRC begon een onderzoek omdat het aandeel alle kenmerken vertoonde van manipulatie: op het einde van 1999 waren er nog 51 800 aandeelhouders, terwijl er op het einde van 2000 slechts 17 500 aandeelhouders waren. De gemiddelde aandeelhouder had 16 026 aandelen in zijn bezit, wat erop wees dat sommige mensen wel een erg grote positie hadden. Het onderzoek van de CSRC maakte inderdaad duidelijk dat er geknoeid was met de boekhouding. De auditor van *Yinguangxia* verloor daarop zijn licentie (GREEN: 2003, p. 166 - 168).

Om de *corporate governance*¹⁴ op te drijven, heeft de CSRC in 2001 vereist dat elk genoteerd bedrijf onafhankelijke bestuurders aanstelt. De genoteerde bedrijven moeten vanaf 2003 minimum 3 onafhankelijke bestuurders tellen. In het jaar 2000 toonde een studie van de *Shanghai Stock Exchange* immers aan dat er slechts 8 onafhankelijke bestuurders waren onder de 3000 ondervraagde bestuurders. Bovendien gaven deze onafhankelijke bestuurders aan dat ze alleen hun naam leenden aan het bedrijf, om de credibiliteit van de ondernemingen op te trekken.

De onafhankelijke bestuurders wisten bijgevolg nauwelijks wat het management uitspookte en oefenden hun functie dus niet naar behoren uit. Om bekwame onafhankelijke bestuurders te vormen zorgt de CSRC dan ook voor cursussen in Peking en Shanghai, waardoor de kwaliteit van het deugdelijk bestuur fors kan opgetrokken worden (GREEN: 2003, p. 185-186).

¹³ Bij een Class Action Suit groeperen verschillende mensen zich en stellen zij samen 1 gezamenlijke rechtszaak in.

¹⁴ De kunst om een onderneming te leiden ten gunste van de eigenaars, in het Nederlands: deugdelijk bestuur.

In 2000 werkte de CSRC tevens aan een regelgeving om slecht presterende bedrijven van de beurs te halen, waardoor de kleine beleggers beter beschermd zouden zijn. Op 22 februari 2001 werden deze *delisting procedures* gepubliceerd. De beurzen kunnen een *delisting* voorstellen voor ondernemingen die reeds enkele jaren verlies maken en gebukt gaan onder een enorme schuldenberg (GREEN: 2003, p. 187-189).

In juli 2001 werd ook een tweede *Enforcement Bureau* opgericht binnen de CSRC, in samenwerking met de *Ministry of Public Security* (MOPS). In tegenstelling tot het reeds bestaande *Enforcement Bureau*, kregen deze nieuwe bureaus wel bijzondere krachten: zo kunnen zij bijvoorbeeld de bankverrichtingen van verdachten raadplegen, terwijl zij ook bepaalde activa en bankrekeningen kunnen bevriezen (GREEN: 2003, p. 182-184).

2.3 Besluit

De *People's Bank of China* (PBOC) oefende aanvankelijk het toezicht uit over de beurzen, maar het *810 incident* in 1992 zorgde voor de oprichting van een apart orgaan. De *Chinese Securities Regulatory Commission* (CSRC) zag het levenslicht in oktober 1992 en moest de regulator voor de effectenindustrie worden.

De oprichting van de CSRC zorgde echter niet voor een duidelijke regelgevende structuur aangezien verschillende overheidsinstanties ook hun macht wilden uitoefenen over de beurzen. De lokale overheden bleven de controle uitoefenen over de beurzen van Shenzhen en Shanghai en ook de PBOC bleef een belangrijke rol spelen. De CSRC was slechts een vice-ministeriële entiteit en kon dan ook moeilijk communiceren met andere overheidsorganen.

In 1995 zorgde het SISCO schandaal voor een stroomversnelling, aangezien de centrale overheid erkende dat de wetgeving en het toezicht moesten versterkt worden. Reeds in 1996 verkreeg de CSRC als enige partij het toezicht op de beurzen van Shenzhen en Shanghai. In 1999 volgde tenslotte de *Securities Law*, waardoor de CSRC verheven werd tot een ministeriële organisatie.

De *Securities Law* zorgde er tevens voor dat de CSRC niet meer geïsoleerd was in Peking, waardoor de beurswaakhond eindelijk zijn taak naar behoren kon uitoefenen. Dit kwam snel tot uiting in de verbetering van de rechten van de minderheidsaandeelhouders, de versterking van de wetten tegen fraude en de concentratie op *corporate governance*.

3. HET EIGENDOMSPROBLEEM EN DE IMPLICATIES

In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt de totstandkoming van de niet-verhandelbare aandelen besproken. De verschillende klassen van niet-en wel verhandelbare aandelen worden verduidelijkt. Vervolgens wordt uitgelegd hoe deze klassen juist ontstaan zijn. Tenslotte wordt de kapitaalstructuur van een gemiddeld genoteerd bedrijf toegelicht.

In het tweede deel van dit hoofdstuk worden de problemen besproken die met deze opdeling gepaard gaan. Vooreerst wordt toegelicht waarom de marktkapitalisatie overschat wordt. Daarna komen de misbruiken van de hoofdaandeelhouders aan bod. Vervolgens wordt verduidelijkt waarom de Chinese bedrijven een laag dividend of zelfs geen dividend uitbetalen. Tenslotte wordt dieper ingegaan op de onbetrouwbaarheid van de boekhouding.

3.1 Het eigendomsprobleem

In het Westen worden aandelen gedefinieerd volgens de rechten die de houder heeft. Zo bestaan er bijvoorbeeld aandelen met of zonder stemrecht. China heeft echter een aparte invalshoek aangenomen tegenover aandelen: de overheid heeft de aandelen ingedeeld in klassen, waarbij de doelstelling het handhaven van het staatsbezit was (WALTER & HOWIE, 2003: p. 71).

Tabel 4 geeft een overzicht van de verschillende klassen van aandelen. De *State Shares* zijn eigendom van de overheid en worden aangehouden door een overheidsinstelling zoals het Ministerie van Financiën. De *Legal Person Shares* zijn eigendom van *Legal Persons*, wat andere staatsbedrijven zijn. Beide categorieën zijn niet vrij verhandelbaar op de beurs. De *Individual Shares* en de *Foreign Shares* zijn vrij verhandelbaar op de beurs en worden aangehouden door de particuliere en institutionele beleggers. De A, B, H,... categorieën vallen dan ook onder deze laatste twee klassen (WALTER & HOWIE, 2003: p. 175).

Tabel 4: Klassen van aandelen

| Klasse | Eigenaar | Hoe verworven? |
|---------------------|---|--|
| State Shares | De State Council, het Ministerie van Financiën | Inbreng van gebouwen, materiaal, patenten, technologie, cash,... |
| Legal Person Shares | Ondernemingen met een Legal Person status (= Staatsbedrijven) | Inbreng van gebouwen, materiaal, patenten, technologie, cash,... |
| Individual Shares | Publieke beleggers, zowel particulieren als institutionelen | Betaling door geldmiddelen in yuan |
| Foreign Shares | Publieke beleggers, zowel particulieren als institutionelen | Betaling door geldmiddelen in buitenlandse munt |

Bron: WALTER & HOWIE, (2003: p. 77)

De *State Shares* zijn een gevolg van de rechtstreekse inbreng van de overheid, die hiervoor aandelen in ruil krijgt. *Legal Person Shares* zijn het gevolg van de inbreng die door staatsbedrijven werd gedaan. De *Individual Shares* en *Foreign Shares* komen tot stand doordat de beleggers deelnemen aan een beursintroductie.

Technisch gezien vindt deze opdeling zijn oorsprong in het boekhoudsysteem dat door China werd gebruikt in het verleden. De Chinese boekhoudprincipes voor 1993 waren gelijkaardig aan deze die in de voormalige Sovjet Unie werden gebruikt. In tegenstelling tot het Westen maakte deze methode geen gebruik van een geïntegreerde balans die alle activiteiten van de onderneming omvat.

De *Fund Accounting* deelt de onderneming op in drie categorieën: vast, vlottend en speciaal, zoals tabel 5 weergeeft. Met fondsen op de lange termijn moesten vaste activa aangekocht worden zoals gebouwen of rollend materieel. Met fondsen op korte termijn werden vlottende activa aangekocht of de verkregen middelen werden gebruikt als werkkapitaal. De speciale fondsen bestonden uit cashmiddelen die opzij gezet werden om op termijn nieuwe vaste activa aan te kopen. De basisregel van de *Fund Accounting* is dat specifieke fondsen voor welbepaalde doeleinden moeten gebruikt worden. Tussen de categorieën kunnen er onderling geen fondsen overgedragen worden (WALTER & HOWIE, 2003: p. 73 - 74).

Tabel 5: Balans volgens Fund Accounting

| Gebruik van Fondsen | Bron van Fondsen |
|----------------------------|---|
| Vaste Activa | Lange Termijn Fondsen = subsidie uit vast fonds van de staat, LT leningen van staatsbanken |
| Vlottende Activa | Korte Termijn Fondsen = KT leningen van staatsbanken, subsidie uit vlottend fonds van de staat |
| Speciale Activa | Speciale Fondsen = subsidie uit speciaal fonds van de staat, speciale lening van staatsbank |

Bron: WALTER & HOWIE, (2003: p. 74)

Deze boekhoudmethode heeft een omvangrijk effect gehad op de ontwikkeling van de Chinese markten. De transformatie van een overheidsactiviteit tot een vennootschap hield in dat bepaalde partijen een inbreng deden waarvoor ze aandelen in ruil kregen. Aangezien de ondernemingen de principes van de *Fund Accounting* hanteerden, moest er een verschil gemaakt worden volgens de herkomst van de middelen. De staat kon bijvoorbeeld bepaalde activa inbrengen, waarna de regels van de *Fund Accounting* gerespecteerd moesten worden. In ruil voor deze inbreng werden vervolgens *State Shares* uitgegeven, zoals tabel 6 illustreert.

Tabel 6: Creatie vennootschap met Fund Accounting

| Originele Bron Fondsen | Na creatie aandelen |
|-------------------------------|-------------------------------------|
| Lange Termijn Fondsen | State Shares Legal Person Shares |
| Korte Termijn Fondsen | Individual Shares Foreign Shares |

Bron: WALTER & HOWIE, (2003: p. 75)

De *Fund Accounting* kwam tegemoet aan de wens van de overheid. Alleen op deze manier kon de staat de enige eigenaar blijven van de activa van de onderneming. De *State Shares*, die de ingebrachte activa vertegenwoordigen, mochten niet vrij verhandelbaar zijn. Bij een verkoop van deze aandelen zou het staatsbezit immers onder druk komen te staan. Daar tegenover staan de *Individual* en *Foreign Shares*, die uitgegeven worden in ruil voor geld en onder de vlottende fondsen worden ondergebracht. Deze aandelen kunnen vrij verhandeld worden zonder een impact uit te oefenen op het staatsbezit (WALTER & HOWIE, 2003: p. 76).

Tabel 7: Kapitaalstructuur op het einde van 2003

| Klasse | Procentueel aandeel |
|-----------------------|---------------------|
| Non Tradable Shares | 64,73% |
| - State Shares | - 47,39% |
| - Legal Person Shares | - 17,34% |
| Tradable Shares | 35,27% |
| - A Shares | - 26,67% |
| - B Shares | - 2,73% |
| - Other (H, N, T,...) | - 5,87% |

Bron: WANG, (2004: p. 12)

Tabel 7 geeft de kapitaalstructuur weer van een gemiddeld beursgenoteerd bedrijf. De *non tradable Legal Person Shares* en *State Shares* vertegenwoordigen gemiddeld 64,73% van het aandelenkapitaal. De vrij verhandelbare aandelen maken doorgaans slechts 35,27% uit van de totale uitstaande aandelen.

3.2 Implicaties van het eigendomsprobleem

Het bestaan van dit eigendomsprobleem heeft enkele belangrijke neveneffecten. Vooreerst wordt de marktkapitalisatie op deze manier overschat. Ten tweede zijn er onaangename gevolgen op het bedrijfsvlak, die de kwaliteit van de beursgenoteerde ondernemingen negatief beïnvloeden. We denken hierbij aan de uitbuiting van de ondernemingen door de *Legal Person* aandeelhouder, de lage dividenden, de politieke inmenging en de onbetrouwbare boekhouding.

3.2.1 Overschatting van de marktkapitalisatie

De grootte van de huidige markt wordt overdreven, aangezien de marktkapitalisatie berekend wordt als de beurskoers maal het aantal uitstaande aandelen. Op 25 mei 2001 bereikten de beurzen voor de eerste keer in de geschiedenis een marktkapitalisatie die hoger lag dan deze van Hong Kong. Deze marktkapitalisatie houdt echter rekening met een groot aantal aandelen die niet op de beurs mogen verhandeld worden. De officiële marktkapitalisatie overschat daardoor de werkelijke kapitalisatie, aangezien de geschiedenis leert dat de *non tradable shares* op een andere manier geprijsd worden (GREEN, 2003: p 26).

Auteurs Walter & Howie (2003: p. 185) verwijzen naar het *China M&A Yearbook 2002*, waarin cijfers beschikbaar zijn omtrent overnames van genoteerde ondernemingen. Om een meerderheidsbelang te verwerven moeten LP-aandelen aangekocht worden, die via ongereguleerde transfers plaatsvinden. Voor het jaar 2001 waren er volledige cijfers beschikbaar van 56 LP transfers. Deze transfers werden doorgevoerd met een *discount* van 54% tot 91% tegenover de beurskoers. De gemiddelde *discount* bedroeg 81%. Om de marktkapitalisatie correct te berekenen mogen de *non tradable shares* aldus niet vermenigvuldigd worden met de beurskoers van de vrij verhandelbare aandelen, want dit zorgt voor een forse overschatting van de werkelijke marktkapitalisatie (WALTER & HOWIE, 2003: p. 185).

3.2.2 Uitbuiting ondernemingen door de Legal Person aandeelhouder

De overheid blijft een belangrijke aandeelhouder, maar in werkelijkheid oefent deze slechts een beperkte invloed uit. De topmensen van het Ministerie van Financiën beschikken niet over de nodige tijd en krijgen niet de juiste prikkels om zich bezig te houden met het beleid van de ondernemingen waar de overheid aandelen van bezit. In de praktijk is het de *Legal Person* aandeelhouder die het beleid domineert en zich schuldig maakt aan machtsmisbruik. Deze *Legal Persons* hebben immers geen interesse in het leiden van de ondernemingen vanuit een lange termijn objectief, aangezien zij op allerlei manieren fondsen en activa stelen van de beursgenoteerde bedrijven (GREEN, 2003: p. 121).

Doordat de LP-aandeelhouder een groot belang in de onderneming aanhoudt, is deze in staat om de meerderheid van de Raad van Bestuur te benoemen. De LP-aandeelhouder buit daarna de beursgenoteerde onderneming uit en krijgt via achterpoortjes toegang tot het opgehaalde kapitaal. Onder het mom van bijvoorbeeld een lening kan de LP-aandeelhouder omvangrijke fondsen onttrekken aan de beursgenoteerde ondernemingen, die weleens smalend *loan making machines* genoemd worden. Een andere techniek bestaat erin dat het genoteerde bedrijf waarborgen verleent voor bankleningen die de LP-aandeelhouder aangaat (WERELDBANK, 2002: p. 101).

Zelfs de allerbekendste bedrijven hebben met deze wanpraktijken te kampen. We halen de case aan van *Guangdong Kelon*, een Chinese onderneming die in Hong Kong noteert en geprijsd werd door het gerenommeerde

Forbes. Echter, de handel in de aandelen werd in december 2001 opgeschort toen bekend geraakte dat de LP-aandeelhouder, *Guangdong Kelon Group*, geld had geleend van de beursgenoteerde onderneming. Tevens had *Guangdong Kelon* waarborgen verstrekt voor leningen die door de LP-aandeelhouder waren aangegaan. Tegen december 2001 was de LP-aandeelhouder 1,3 miljard yuan (156,6 miljoen dollar) verschuldigd aan de beursgenoteerde onderneming (GREEN, 2003: p. 134).

3.2.3 Lage pay out ratio dividenden

De lage *pay out ratio*¹⁵ van de dividenden kan een goede indicatie van de slechte kwaliteit van de bedrijven zijn. Internationaal gezien reflecteert de *dividend pay out ratio* de groeiperspectieven van de ondernemingen. De Wereldbank (2003b: p. 22) stelt dat een bedrijf met een trage maar stabiele groei gemiddeld een *pay out ratio* van 50% handhaaft. Hoogtechnologische ondernemingen keren meestal geen dividend uit. De winst wordt immers geheerinvesteerd om de technologie verder te ontwikkelen.

In China is het aantal bedrijven dat geen dividend uitkeert gestegen van 17% in 1994 tot 59% in 1999 (GREEN, 2003: p. 131). Er noteren amper hoogtechnologische bedrijven op de Chinese aandelenmarkten, zodat het bovenstaande argument van de Wereldbank niet opgaat. De oorzaken van deze lage *pay out ratio* zijn tweevoudig. Ten eerste komen de dividenden ten goede aan alle aandeelhouders, dus ook aan de particuliere aandeelhouder. De *Legal Person* aandeelhouder kant zich tegen een dividendbetaling, aangezien hijzelf op een verdoken manier geld wil halen uit de onderneming. Hij wil beletten dat er geld stroomt naar andere aandeelhouders (GREEN, 2003: p. 132).

De tweede reden heeft te maken met de afwezigheid van alternatieve beleggingen. De genoteerde bedrijven maken zich bijgevolg geen zorgen om hun aandeelhouders te verliezen. Bedrijfsobligaties zijn immers niet beschikbaar en de Chinese beleggers mogen niet in het buitenland beleggen, omwille van de niet convertibele yuan (GREEN, 2003: p. 133).

¹⁵ Het gedeelte van de winst dat uitbetaald wordt aan de aandeelhouders

3.2.4 Politieke inmenging

De kapitaalstructuur maakt duidelijk dat de beursgenoteerde bedrijven sterk verbonden blijven met de overheid, waardoor de politieke inmenging vanwege de Communistische Partij een groot probleem is. Uit een onderzoek van de *Shanghai Exchange* blijkt dat minder dan 10% van de genoteerde bedrijven helemaal autonoom beslissingen kon nemen. Bovendien gaven de bedrijven aan dat er vaak belangrijke twisten waren tussen de Raad van Bestuur en het Comité van de Communistische Partij binnen de onderneming (GREEN, 2003: p. 123).

Binnen elke onderneming is er zulk een Comité van de Communistische Partij, dat zijn goedkeuring moet verlenen bij belangrijke beslissingen. De aanwezigheid van dit Comité is uiteraard nadelig voor de beslissingen van de ondernemingen. We citeren drie belangrijke pijnpunten. Vooreerst worden de ondernemingen op deze manier misbruikt om noodlijdende staatsbedrijven over te nemen. Ten tweede tracht het Comité investeringen door te voeren in projecten die politiek gezien erg belangrijk zijn, maar die economisch gezien geen return opleveren. Tenslotte heeft het Comité een mandaat om jobs te verdedigen, waardoor de onderneming niet zonder slag of stoot kan afslanken (WANG, 2004: p. 8).

Tabel 8: Autonomie beslissingsprocessen Chinese genoteerde bedrijven

| Onderwerp | Percentage ondernemingen dat volledig autonoom kan beslissen zonder inmenging overheid |
|----------------------|--|
| Prijszetting | 73% |
| Lonen en bonussen | 65% |
| Personeelswerving | 58% |
| Personeelsmanagement | 55% |
| Investeringen | 47% |
| Fusies en overnames | 40% |

Bron: HUCHET & RICHET, (2000: p. 20)

Huchet & Richet (2000: p. 20) voeren in hun werk de resultaten aan van een rondvraag die gebeurde bij 128 genoteerde bedrijven. Tabel 8 maakt duidelijk dat de bedrijven omtrent diverse beleidsaspecten geen volledige autonomie hadden. Voor de domeinen van personeelswerving en personeelsmanagement gaf respectievelijk 58% en 55% aan dat ze niet autonoom konden beslissen. Bijgevolg kunnen er beslissingen gemaakt worden die de nationale

tewerkstelling ten goede komen, maar de efficiëntie van de bedrijven onder druk zetten.

Met betrekking tot investeringen gaf slechts 47% van de bedrijven aan over volledige autonomie te beschikken. In dit verband halen we het voorbeeld aan van *Huaneng Power*, een energieleverancier die in New York noteert. In april 2002 hoestte het bedrijf 253,6 miljoen yuan op voor een participatie van 3% in de holding *China Three Gorges Electric Power*, die de Drieklovendam beheert. De investering van *Huaneng Power* waardeerde *China Three Gorges Electric Power* op 8,5 miljard yuan. De leefbaarheid van het project is echter uiterst twijfelachtig. Peking zal de lokale overheden moeten dwingen om de electriciteit van de Drieklovendam te verkiezen boven deze die toegeleverd wordt door de lokale kolencentrales. Analisten betreuren dat *Huaneng Power* geen degelijke analyse heeft uitgevoerd vooraleer over te gaan tot deze omvangrijke investering. Het is duidelijk dat de beslissing genomen werd vanuit politieke overwegingen en dus gestuurd werd door het Comité van de Communistische Partij (GREEN, 2003: p. 124).

3.2.5 Onbetrouwbare boekhouding

Het wangedrag van de *Legal Person* aandeelhouder vertaalt zich in geknoei met de boekhouding. Analisten hebben dan ook het raden naar de werkelijke financiële gezondheid van de Chinese bedrijven. Vanuit deze optiek zijn lange termijn investeringen in aandelen uit den boze, waardoor de jaarverslagen ook volstrekt genegeerd worden. Green (2003: p. 135) stelt dat één derde van de ondernemingen insolvent is, terwijl de helft *break even* draait. Bijgevolg is slechts 15 à 20% van de beursgenoteerde ondernemingen een belegging waard. Volgens de auteur zijn er nog analisten die een veel pessimistischere visie aannemen.

Een aantal onderzoeken bracht de bedroevende kwaliteit van de boekhouding reeds aan het licht. In een onderzoek van 1999, uitgevoerd door de *Shanghai Stock Exchange*, werden er onregelmatigheden gevonden in 38% van de jaarverslagen. Het *National Audit Office*, dat een steekproef van 32 bedrijven aan een grondige audit onderwierp, ontdekte zware inbreuken bij 23 van hen. Bijgevolg kunnen we stellen dat 72% van de genoteerde bedrijven met een creatieve boekhouding werkt, inden we dit onderzoek als representatief beschouwen (GREEN, 2003: p. 136).

Het hoeft dan ook geen verwondering op te wekken dat de beleggers erg wantrouwig zijn tegenover de jaarverslagen. In 2001 onderzocht de *Shanghai University of Finance and Economics* 2200 beleggers, waarbij gepeild werd naar de geloofwaardigheid van de boekhouding. Er werden 2100 private beleggers ondervraagd en 100 institutionelen. Tabel 9 illustreert dat de meerderheid van de particuliere en de institutionele beleggers akkoord zijn met de stelling dat de boekhouding slechts gedeeltelijk geloofwaardig is.

Tabel 9: Hoe geloofwaardig is de boekhouding van de ondernemingen?

| | Particuliere beleggers | Institutionele Beleggers |
|-----------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Volledig geloofwaardig | 8,5% | 0,0% |
| Voornameijk geloofwaardig | 27,0% | 41,4% |
| Gedeeltelijk geloofwaardig | 45,2% | 54,5% |
| Voornameijk ongeloofwaardig | 16,1% | 3,0% |
| Volledig ongeloofwaardig | 3,1% | 1,0% |

Bron: GREEN, (2003: p. 136)

In het onderzoek werd tevens gepeild naar de invloed van audits op de geloofwaardigheid van de boekhouding. Slechts 63,5% van de institutionele beleggers gelooft dat een jaarlijkse controle door een accountantskantoor de geloofwaardigheid zou optrekken. Dat percentage stijgt tot 96,6% indien de boekhouding gecontroleerd zou worden door een internationale auditor. De cijfers tonen duidelijk aan dat de institutionele beleggers geen vertrouwen hebben in de binnenlandse accountants (GREEN, 2003: p. 136).

De boekhouding wordt op allerlei manieren opgepoetst: vaste activa en voorraden overwaarderen, vorderingen op klanten die in falig zijn op de balans laten staan, omzet creëren door valse debiteuren te boeken,... Er zijn echter ook gevallen bekend van massale fraude, waarbij de ondernemingen met de hulp van hun accountants de boekhouding manipuleerden. Een voorbeeld is *Hongguang Industries*, dat in juni 1997 naar de markt stapte en 410 miljoen yuan (49,4 miljoen USD) ophaalde. Het bedrijf had de boeken opgepoetst, met medewerking van de lokale overheid. Voor het jaar 1996 rapporteerde de onderneming een winst van 54 miljoen yuan (6,5 miljoen USD), terwijl in werkelijkheid een verlies van 100 miljoen yuan (12 miljoen USD) werd opgetekend (WANG, 2004: p. 10).

Een ander voorbeeld is het schandaal van *Zhongtianqin*, een accountantskantoor dat met meer dan 60 beursgenoteerde klanten tot de top 5 van China behoorde. Het kantoor kwam in opspraak toen aan het licht kwam dat zijn klant *Guangxia* de winst kunstmatig had opgedreven. De auditor was blijkbaar omgekocht en de overheid reageerde door de licentie van *Zhongtianqin* in te trekken. De licentie werd ingetrokken omdat het om een erg bekende accountant ging en omdat de zaak in de pers werd opgevolgd. De kleinere accountantskantoren krijgen vaak maar een milde straf. In december 2001 ontdekte de CSRC dat *Fujian Huaxing* de winsten van een klant kunstmatig had opgedreven gedurende de periode 1993 tot 1999. Het accountantskantoor kreeg een boete van 250 000 yuan (30 000 USD). Deze boete is echter verwaarloosbaar tegenover de inkomsten die van zulke gemanipuleerde boekhoudingen komen. De audit van een genoteerde onderneming brengt jaarlijks 200 000 à 500 000 yuan (24 096 à 60 241 USD) op, terwijl er zonder twijfel nog meer wordt neergeteld voor het creatieve werk (GREEN, 2003: p. 139).

Deze wanpraktijken hebben het belang van degelijke boekhoudnormen in de verf gezet. De Chinese regels zijn reeds van goede kwaliteit, maar het systeem blijft lijden onder de voormalige communistische structuur. De accountantskantoren blijven immers staats eigendom, waardoor er verschillende belangenconflicten kunnen ontstaan. De beursgenoteerde klanten zijn immers ook voor een groot deel in handen van de overheid. Belangenconflicten ontstaan ook doordat het Ministerie van Financiën de bevoegdheid uitoefent over de boekhoudnormen. Bepaalde regels worden niet doorgevoerd omdat ze de belastingsinkomsten onder druk kunnen zetten. Daarnaast is de audit business erg competitief. De immense concurrentie maakt dat de auditors makkelijker overgaan tot manipulatie, om alzo de klant binnen te halen. (GREEN, 2003: p. 140).

Bovendien dient opgemerkt te worden dat de Chinese boekhoudingsprocedures de winsten steevast overschatten. Een onderzoek van *Guotai Junan Securities* concludeerde dat de winsten van 1999, berekend volgens de Chinese regels, 26% hoger lagen dan de winst die onder de IAS normen zou geboekt worden. De Chinese methode kwam op een globale winst voor de B-bedrijven van 7,1 miljard yuan (855,4 miljoen USD), terwijl de IAS normen slechts 5,3 miljard yuan (638,5 miljoen USD) zouden rapporteren (GREEN, 2003: p. 136).

3.3 Besluit

De Chinese overheid maakte zich bij de start van het aandelenexperiment zorgen over het potentiële verlies van de activa die het in zijn bezit had. Dankzij de *Fund Accounting* werden *State Shares* en *Legal Person Shares* gecreëerd, die alleen de ingebrachte activa weergaven. Om het overheidsbezit te handhaven, moesten deze aandelen afgeschermd worden van de categorieën die vrij verhandelbaar zijn op de beurs.

Aldus ontstonden er gesegmenteerde aandelen, waarbij een transfer van de ene categorie naar de andere uitgesloten was. Binnen de categorieën zelf zijn transfers wel mogelijk, maar de geschiedenis leert dat elke categorie onderhevig is aan een verschillende prijszetting. De LP-aandelen worden immers getransfereerd met een gemiddelde discount van 81% tegenover de beurskoers. Bijgevolg vormt de officiële marktkapitalisatie een omvangrijke overschatting van de werkelijke waarde van de Chinese beursgenoteerde bedrijven.

Door het eigendomsprobleem is de LP-aandeelhouder tevens in staat om de ondernemingen uit te buiten. Hierbij wordt geen rekening gehouden met de belangen van de particuliere belegger, die zich tevreden moet stellen met een schamel dividend of zelfs geen dividend. Hierdoor werd voorbijgegaan aan één van de doelstellingen van het aandelenexperiment. In plaats van prikkels te geven aan het management, waardoor de prestaties van de ondernemingen zouden verbeteren, werd een omgeving geschept waarin de LP-aandeelhouder misbruik kan maken van zijn machtspositie.

Bovendien blijven de beursgenoteerde ondernemingen sterk onderhevig aan politieke inmenging. In elke onderneming is er een Comité van de Communistische Partij actief, dat zijn fiat moet geven omtrent belangrijke beslissingen. Vaak wordt er aangestuurd op het nemen van beslissingen vanuit politieke motieven, waarbij de economische logica straal genegeerd wordt.

Tenslotte heeft het eigendomsprobleem een klimaat geschept waarin zowel de accountants als de bedrijfsleiding het niet nauw nemen met de boekhoudnormen. De winsten worden steevast overschat en er worden regelmatig gevallen van massale fraude bekend gemaakt. Hierdoor zijn de jaarverslagen van de genoteerde bedrijven erg ongeloofwaardig, waardoor lange termijnbeleggers de veiligheid opzoeken van overheidsobligaties.

4. DE CHINESE BELEGGERS

In dit hoofdstuk komen de verschillende types van beleggers aan bod. Eerst worden de beursvennootschappen behandeld, die voor eigen rekening in aandelen handelen. Daarna worden de institutionele beleggers besproken. Van deze laatste groep worden drie subgroepen apart behandeld: de beleggingsfondsen, de verzekeraars en de pensioenfondsen. Bij de beleggingsfondsen worden zowel de officiële fondsen als de private fondsen kort besproken. Tevens worden de problemen aangehaald die de groei van de fondsenindustrie onder druk zetten. Bij de verzekeraars wordt de strikte regelgeving besproken en bij de pensioenfondsen wordt de problematiek van de vergrijzing aangehaald. Tenslotte komen de particuliere beleggers aan bod. Vooreerst wordt het profiel van de gemiddelde belegger geïllustreerd, waarna kritische bedenkingen gemaakt worden bij het officiële aantal beleggers.

4.1 Beursvennootschappen

In oktober 2002 waren er 124 beursvennootschappen in China. De beursvennootschappen bevinden zich hoofdzakelijk in het zuiden en het oosten van het land, waar de beurzen gevestigd zijn. Elke beursvennootschap beschikt over een aantal lokale afdelingen waar beleggers samenkomen om de koersen te raadplegen en informatie uit te wisselen.

Deze beursvennootschappen genereren hun inkomsten uit drie activiteiten. Ten eerste wordt er een commissie aangerekend voor het uitvoeren van orders van klanten, ten tweede verkrijgen de beursvennootschappen een vergoeding wanneer ze een beursintroductie begeleiden en ten derde handelen ze ook in aandelen voor eigen rekening (WERELDBANK, 2003c: p. 19).

Internationaal gezien gaat het om erg kleine beursvennootschappen, wat in tabel 10 tot uiting komt. De grootste Chinese beursvennootschap had op het einde van 1999 voor 4 miljard dollar aan activa in haar bezit. Morgan Stanley, het grootste internationale beurshuis, bezat op datzelfde moment 367 miljard dollar aan activa. Internationaal gezien zijn de Chinese beurshuizen bijgevolg verwaarloosbaar klein.

Tabel 10: Activa van Chinese beursvennootschappen en internationale beurshuizen op het einde van 1999, in miljarden dollars.

| Chinese top 4 | Activa | Internationale top 4 | Activa |
|---------------|--------|----------------------|--------|
| Guotai Yunan | 4,0 | Morgan Stanley | 367,0 |
| Liantong | 2,5 | Merril Lynch | 328,1 |
| Nanfang | 2,0 | Lehman Brothers | 192,2 |
| Guotong | 0,7 | CSFB | 278,6 |

Bron: GREEN, (2003: p. 95)

In de jaren 90, toen de CSRC nog niet veel macht had, waren de Chinese beursvennootschappen onderhevig aan twee belangrijke vormen van manipulatie en wangedrag. Vooreerst werkten de handelaars van de beursvennootschappen samen met enkele rijke klanten, waarbij het opdrijven van aandelenkoersen de doelstelling was. Ze verspreidden geruchten in de markt over de goede vooruitzichten van geselecteerde ondernemingen en verkochten daarna hun positie wanneer het aandeel de hoogte inging. Ten tweede kwam het vaak voor dat de beursvennootschappen geld ontleenden van hun klanten om er zelf mee te handelen.

In dit verband halen we het voorbeeld aan van *Zhejiang Securities*. In 2001 maakte de CSRC bekend dat deze beursvennootschap 630 miljoen yuan (75,9 miljoen USD) van klanten had gebruikt om te handelen in aandelen. Het ging om een klassiek *matched order*¹⁶ schandaal, wat de beursvennootschap een winst van 42 miljoen yuan (5 miljoen USD) opleverde. De CSRC verbood *Zhejiang Securities* om nog voor eigen rekening te handelen. Door het krachtadig optreden van de CSRC implementeren de beursvennootschappen nu de analysemethoden en modellen die in het Westen gebruikt worden, zoals onder meer CAPM¹⁷ en het DCF model¹⁸. Zulks is nodig om gefundeerde beslissingen te nemen bij het beheer van de eigen posities. Door de lage kwaliteit van de genoteerde bedrijven worden wel hoofdzakelijk korte termijn posities aangegaan (GREEN, 2003: p. 88-90).

¹⁶ Bij *matched orders* worden aandelen van een bepaalde onderneming verhandeld tussen verschillende rekeningen die men in bezit heeft. Zo wordt het dagelijks verhandelde volume opgedreven, waardoor de illusie wordt opgewekt dat er veel interesse bestaat voor de aandelen. Het verhoogde volume trekt andere beleggers aan, waardoor de koers van het aandeel gaat stijgen.

¹⁷ Het Capital Asset Pricing Model kwantificeert het verband tussen het risico en het verwacht rendement van een investering.

¹⁸ Volgens de Discounted Cash Flow is de waarde van een onderneming gelijk aan de verdisconteerde waarde van alle toekomstige vrije operationele kasstromen die de onderneming zal genereren.

4.2 Institutionele beleggers

De institutionele beleggers worden ingedeeld in de volgende drie categorieën: beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen.

4.2.1 Beleggingsfondsen

In de geschiedenis van de fondsenindustrie zijn er twee belangrijke periodes te onderscheiden. De eerste fase vond plaats tussen 1990 en 1997, toen de lokale overheden op stedelijk of provinciaal niveau kleine gesloten fondsen hebben opgericht. Met deze fondsen heeft de overheid kapitaal opgehaald om diverse projecten te financieren, zoals bijvoorbeeld vastgoedinvesteringen. De fondsen werden echter slecht beheerd en vielen onder het toezicht van de PBOC, waardoor er weinig regulering was.

De tweede fase vatte aan vanaf 14 november 1997, toen de centrale overheid nieuwe regels bekend maakte. De sector zou voortaan gecontroleerd worden door de CSRC en alle fondsen moesten dan ook de goedkeuring van de beurswaakhond verkrijgen. De fondsen moesten over een kapitaal beschikken van minstens 300 miljoen yuan (36,1 miljoen dollar) en de bestaanstermijn moest minstens 5 jaar bedragen. Van de beschikbare middelen moest 80% geïnvesteerd worden in aandelen, terwijl de overige 20% moest belegd worden in overheidsobligaties. Minstens 90% van de geboekte winst moest aan de beleggers uitgekeerd worden in de vorm van een dividend (GREEN, 2003: p. 101-102).

De CSRC heeft sinds 1997 de ontwikkeling van de fondsenindustrie bevorderd. Het stimulerend beleid heeft twee doelstellingen. Ten eerste wil de CSRC meer beleggers overtuigen om te investeren in fondsen in plaats van in spaardeposito's. In 2002 werd maar liefst 40% van het BBP gespaard (Harbaugh, 2003: p. 2). De Chinese beleggers hebben buiten de overheidsobligaties geen andere alternatieven voor het klassieke spaarboekje: ze hebben geen toegang tot buitenlandse beleggingen en de kwaliteit van de Chinese aandelen is bedenkelijk.

De CSRC hoopt met het aantrekken van nieuwe beleggers een tweede doelstelling te verwezenlijken, met name het aanpassen van de kenmerken van de markt. De aandelenbeurzen worden immers nog gedomineerd door korte

termijn speculanten, terwijl de CSRC graag meer beleggers met een lange termijn perspectief aantrekt. Deze doelstelling kan echter alleen vervuld worden als de kwaliteit van de genoteerde bedrijven verbeterd wordt, zoals uiteengezet wordt in hoofdstuk 5. Het louter promoten van beleggingsfondsen pakt de kern van het probleem niet aan (GREEN, 2003: p. 100).

De 61 officiële beleggingsfondsen hadden op het einde van 2002 slechts 10% van de vrij verhandelbare aandelen in hun bezit. Waarnemers beweren dan ook dat de overige 90% van de markt in handen is van de particuliere beleggers. Niets is echter minder waar, aangezien er een wildgroei is van niet geregistreerde fondsen. Deze ondernemingen commercialiseren beleggingsfondsen en zijn in alle opzichten institutionele beleggers. Ze zijn echter niet in het bezit van een licentie en zijn bijgevolg niet formeel geregistreerd (GREEN, 2003b: p. 16).

Het concrete aantal van deze private fondsen is niet gekend. Green (2003: p. 107) verwijst naar een onderzoek van Xia Bing, een topman van de PBOC, waarin gesteld wordt dat de private fondsen 700 miljard yuan (84,3 miljard USD) waard waren op het einde van 2000. Dat is 40% van de totale vrij verhandelbare marktkapitalisatie. Nog volgens dat onderzoek waren er op het einde van 2000 minstens 7000 van deze ondernemingen actief in Shenzhen, Shanghai en Peking. De Wereldbank (2003c, p. 24) schat dat de totale waarde van deze private fondsen op het einde van 2002 ook 700 miljard yuan bedroeg, hetgeen overeenkomt met 7,3% van het Bruto Binnenlands Product. De Wereldbank geeft tevens aan dat de waarde van de geregistreerde fondsen 123 miljard yuan (14,8 miljard USD) bedroeg op het einde van 2002, oftewel 1,2% van het BBP.

De ontwikkeling van deze private fondsen is erg positief voor de markt. Deze ondernemingen worden professioneel geleid en zijn erg competitief. De meeste managers hebben examens bij de CSRC afgelegd. De fondsen werven hun klanten dankzij een kwalitatief hoogstaande service, terwijl de officiële fondsen klanten kunnen aantrekken doordat ze in het bezit zijn van een licentie. De Wereldbank (2003c: p. 25) geeft aan dat de private fondsen zich momenteel nog gedragen als korte termijn speculanten, omwille van de lage kwaliteit van de genoteerde bedrijven. Maar bij een eventuele kwaliteitsverbetering zouden deze private fondsen zich als lange termijnspeelers kunnen ontwikkelen, wat voor meer stabiliteit kan zorgen. De CSRC heeft momenteel nog geen regels voor deze sector, maar er wordt overwogen om aan deze fondsen ook licenties

toe te kennen. In het verleden behaalden deze ondernemingen reeds goede resultaten, waardoor een verbod geen optie is.

De verdere ontwikkeling van de fondsenindustrie, zowel de officiële als de private tak, heeft te kampen met 4 problemen. Vooreerst is er het grote wantrouwen vanwege het publiek: de Chinese beleggers hebben geen ervaring met het uitbesteden van het beheer van hun portefeuille. De kleine beleggers hebben geen vertrouwen in de fondsenindustrie en geloven bovendien dat ze hun vermogen even goed kunnen beheren als de professionals.

Het tweede probleem is te vinden in de verschillende wanpraktijken. In maart 2001 maakte de CSRC bijvoorbeeld zijn bevindingen bekend over de illegale handel bij 10 *fund management companies*. De managers van deze ondernemingen hadden de markt gemanipuleerd en bepaalde aandelenkoersen kunstmatig opgedreven. Andere voorbeelden zijn het gebruik van geldmiddelen van het fonds voor eigen doeleinden. De grote aandeelhouders van de fondsen maken misbruik van hun macht. Zo geven zij bijvoorbeeld de opdracht om welbepaalde aandelen te kopen, waardoor ze zelf veilig hun positie kunnen liquideren zonder de markt uit evenwicht te brengen.

Ten derde biedt de industrie maar een beperkt aantal mogelijkheden. De fondsmanagers hebben alleen toegang tot aandelen en overheidsobligaties, waardoor ze geen andere fondscategorieën kunnen aanbieden. Er bestaat bijgevolg geen keuze tussen fondsen met een laag risico of een hoog risico. Alle fondsen hebben een hoog risico aangezien de Chinese markt erg volatiel is door de dominantie van korte termijn speculanten (GREEN, 2003: p. 104-106).

Tenslotte is er nog altijd geen degelijke regelgevende structuur opgezet. Er wordt gewerkt aan een *Investment Fund Law*, maar er bestaat veel onenigheid over de draagwijdte van de tekst. Zo is het bijvoorbeeld onduidelijk of deze wet alleen de geregistreerde fondsen moet reguleren of ook van toepassing moet zijn op de private fondsen. Momenteel wordt de industrie dan ook gereguleerd door richtlijnen van de CSRC (WERELDBANK, 2003c: p. 19).

4.2.2 Verzekeraars

De *People's Insurance Company* werd in 1959 ontmanteld, tien jaar na het ontstaan van de Chinese Volksrepubliek. In 1979, gelijktijdig met de nieuwe politiek, werd deze verzekeraar opnieuw opgericht. De *People's Insurance Company* had een monopoliepositie tot 1989, toen de centrale overheid licenties begon te verdelen onder andere ondernemingen (CHANG, 2001: p. 4). Op het einde van 2002 telde China reeds 54 verzekeraars, terwijl nog eens 10 nieuwe ondernemingen een licentie hadden aangevraagd (WERELDBANK, 2003c: p. 12)

Vóór oktober 1999 was het voor verzekeraars niet toegelaten om in aandelen te investeren. De aandelenmarkt was te slecht gereguleerd, waardoor de verzekeraars alleen mochten beleggen in spaardeposito's en overheidsobligaties. In 1999 gaf de CSRC de indirecte toelating aan de verzekeraars om te investeren in de markten. In oktober 1999 mocht een beperkt aantal verzekeraars tot 5% beleggen in beleggingsfondsen. In maart 2000 werd dit percentage opgedreven tot 10%, voor twee verzekeraars. In januari 2001 mochten 5 verzekeraars hun aandelenbeleggingen opdrijven tot 15% van de totale portfolio. Daarna werd het maximale percentage verhoogd tot 30%, waarna *Pingan*, *New China Life* en *Manulife-Sinopec Life* de toelating verkregen om alle premie-inkomsten te investeren in beleggingsfondsen (WERELDBANK, 2003c: p. 13).

Tegen eind 2001 had de verzekeringssector 459 miljard yuan (55,3 miljard USD) aan activa in zijn bezit, wat overeenkomt met 5% van het BBP. De helft van deze activa was belegd in banktegoeden, 22% in overheidsobligaties en 5,5% in beleggingsfondsen. De overige 22,5% bestaat uit cashmiddelen (GREEN, 2003: p. 109). De Wereldbank (2003c: p. 12) geeft aan dat de totale premie-inkomsten in 2002 opliepen tot 305 miljard yuan (36,7 miljard USD), wat 44,7% hoger is dan de premie-inkomsten van 2001. De gemiddelde groeivoet tussen 1985 en 2000 bedroeg 43,5%.

Ondanks deze sterke groei staat de Chinese verzekeringssector nog in de kinderschoenen. Er zijn slechts een beperkt aantal producten beschikbaar en het publiek vertoont dan ook een lage interesse in verzekeringen. De totale premie-inkomsten bedroegen in 1999 slechts 1,5% van het BBP, terwijl dit in de VS 8,6% bedroeg en 4,7% in Hong Kong (WERELDBANK, 2003c: p. 12). De groeiperspectieven van de Chinese verzekeraars blijven bijgevolg erg positief.

Hierdoor zouden de verzekeraars in de toekomst een stevige basis kunnen vormen die zorgt voor een stabiele vraag naar aandelen, werkend vanuit een lange termijn perspectief. De Wereldbank (2003c: p. 51) haalt aan dat de verzekeraars in de Verenigde Staten verantwoordelijk zijn voor 30% van de institutionele markt, terwijl hun aandeel in Europa zelfs 40% bedraagt. De CSRC werkt momenteel dan ook aan een uitbreiding van de investerings-toelating, zodat de verzekeraars ook meteen in aandelen zouden kunnen beleggen. Binnen enkele jaren zou dit het geval moeten zijn. De verwachting is dat ongeveer 50% van de activa rechtstreeks in aandelen mag belegd worden, maar omtrent deze beslissing heerst er nog onenigheid binnen de regulator. De verzekeraars zijn ook vragende partij voor buitenlandse investeringen, maar er is nog veel lobbywerk voor de boeg vooraleer ze daadwerkelijk deze toelating zullen verkrijgen (GREEN, 2003: p. 110).

4.2.3 Pensioenfondsen

De ontwikkeling van pensioenfondsen zal een zeer belangrijke rol spelen in de toekomstige vraag naar aandelen. De Chinese overheid wenst een kapitalisatiesysteem¹⁹ te implementeren, waarbij elk individu bijdragen betaalt en alzo voor zichzelf een pensioen opbouwt. Aandelen vormen klassiek gezien een goed middel om hierop in te spelen, aangezien zij op lange termijn meer opleveren dan de risicoloze beleggingen. In de VS worden bijvoorbeeld 60% van de geldmiddelen van de pensioenfondsen in aandelen geïnvesteerd, terwijl de rest geïnvesteerd wordt in obligaties en cash (GREEN, 2003: p. 110).

De uitdaging voor China is echter veel groter dan voor het Westen. In dit verband kunnen er twee redenen aangehaald worden. Ten eerste is de Chinese bevolking versneld aan het verouderen. Tegen 2030 zal het aandeel van de personen die ouder zijn dan 60 jaar op wereldvlak stijgen tot 16%. In China zal dit percentage echter stijgen tot 22%. Dit kan ten dele verklaard worden doordat in de jaren '70 de politiek werd ingevoerd waarbij er per gezin slechts 1 kind is toegelaten. China wordt aldus geconfronteerd met het 1-2-4 fenomeen: 1 kind, 2 ouders, 4 grootouders. De afhankelijkheidsratio²⁰ bedroeg 21% in 1995 maar zal in 2030 verdubbelen tot 42% (LECKIE, 2001: p. 2). Dit

¹⁹ De tegenhanger is het repartitiesysteem waarbij de huidige pensioenen betaald worden met de huidige bijdragen van de werkende bevolking.

²⁰ Het aantal gepensioneerden gedeeld door het aantal werkenden.

fenomeen zal voor een enorme last zorgen voor de werkende bevolking, aangezien het huidige systeem nog berust op het repartitiebeginsel.

De tweede reden voor de grotere uitdaging is te vinden in de noodzakelijke reorganisaties. Er wordt gewerkt aan een pensioensysteem dat steunt op drie pijlers:

- De eerste pijler die bestaat uit het wettelijke pensioen en die gefinancierd wordt met de belastingen op arbeid;
- De tweede pijler die bestaat uit de verplichte bijdragen van de werknemer en de onderneming aan een fonds;
- De derde pijler die bestaat uit de individuele en vrijwillige bijdragen vanwege de werknemer aan een pensioenfonds, beheerd door de werkgever of een verzekeraar.

In augustus 2001 lanceerde de overheid het *National Social Security Fund*, dat op het einde van 2002 reeds 80,5 miljard yuan (9,7 miljard USD) beheerde. Op deze manier wordt de overheid ook zelf aankoper van aandelen, wat erg positief is voor de verdere ontwikkeling van de markten. De overheid zal immers sterke eisen stellen als belegger: goed geleide bedrijven, goede resultaten, dividenden, meer transparantie, sterke regulering,... (GREEN, 2003: p. 111 - 112).

4.3 Particulieren

De nationale Chinese pers, die gecontroleerd wordt door de Communistische Partij, rapporteert dat het land 68,7 miljoen particuliere beleggers telt, omdat dit het aantal *shareholder accounts* vertegenwoordigt die op het einde van 2002 geregistreerd waren bij de twee beurzen. De Chinese beleggers moeten eerst zulke rekening openen bij de beurs, vooraleer er gehandeld kan worden. Deze rekening wordt vervolgens gekoppeld aan een geldrekening bij een makelaar of beursvennootschap. De Chinese beleggers kunnen dan ook maar met 1 makelaar of beursvennootschap tegelijk werken (WALTER & HOWIE, 2001: p. 86).

4.3.1 Wie zijn de particuliere beleggers?

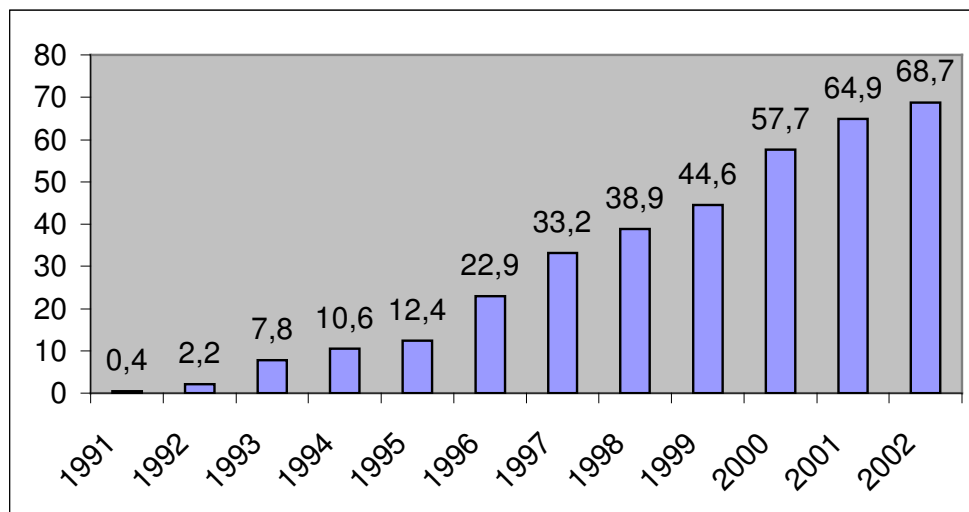
Dankzij enkele onderzoeken is er belangrijke informatie beschikbaar over het profiel van de gemiddelde particuliere belegger:

- In 2001 toonde een onderzoek van de Shenzhen Stock Exchange aan dat 78% van de beleggers tussen 25 en 55 jaar oud zijn. Het gaat bijgevolg vooral over de jonge professionelen, die van thuis uit of vanop een beursvennootschap transacties uitvoeren;
- De beleggers volgen geen lange termijn *buy en hold*²¹ strategie: de aandelen worden doorgaans binnen de maand opnieuw verkocht. De lage kwaliteit van de genoteerde bedrijven zorgt ervoor dat er alleen korte termijn speculanten actief zijn op de markten;
- De beleggers wonen hoofdzakelijk in de rijke gebieden in het Oosten en het Zuiden van het land (GREEN, 2003: p. 73 - 75).

4.3.2 Officieel aantal beleggers is sterk overdreven

China heeft blijkbaar een overweldigende groei gekend in de publieke participatie aan de aandelenmarkten. Grafiek 3 illustreert dat het aantal *accounts* van 1991 tot 2002 gestegen is van 0,4 miljoen tot 68,7 miljoen.

Grafiek 3: Aantal miljoenen accounts



Bron: WALTER & HOWIE, (2003: p. 140)

²¹ Bij een buy en hold strategie worden de aandelen aangekocht vanuit een lange termijn strategie, waarbij deze aandelen dus gedurende een lange periode in de portefeuille blijven.

Bij grafiek 3 zouden we kunnen concluderen dat een groeiend aantal mensen geïnteresseerd is in aandelenbeleggingen. Niets is echter minder waar: het cijfer van 68,7 miljoen beleggers kunnen we op een vijftal manieren nuanceren. Een eerste nuancering moet gemaakt worden omwille van de dubbeltellingen. De bestaande regulering verplicht de Chinese beleggers om een aandelenrekening te openen bij elke beurs apart. Actieve beleggers zullen daarom zowel een rekening openen bij de beurs van Shenzhen als bij de beurs van Shanghai. Het aantal nieuw geopende rekeningen per jaar vertoont ook opvallende gelijkenissen voor de beide beurzen, zoals tabel 11 illustreert.

Tabel 11: Aantal geopende *share accounts* (1991 – september 2002)

| Jaar | Shenzhen (in duizenden) | Shanghai (in duizenden) |
|------------|-------------------------|-------------------------|
| 1991 | 257 | 110 |
| 1992 | 1051 | 112 |
| 1993 | 3533 | 4225 |
| 1994 | 4830 | 5730 |
| 1995 | 5550 | 6825 |
| 1996 | 10896 | 12033 |
| 1997 | 16098 | 17068 |
| 1998 | 19011 | 19916 |
| 1999 | 21900 | 22722 |
| 2000 | 28300 | 29433 |
| 2001 | 31650 | 33367 |
| Sept. 2002 | 31454 | 34415 |

Bron: WALTER & HOWIE, (2003: p. 141)

De cijfers in tabel 10 ondersteunen de gemaakte assumptie. Green (2003: p. 71) verwijst in zijn werk naar een onderzoek van het *Shenzhen Research Institute*. Dit bureau nam in 2001 een steekproef van 2500 beleggers en kwam tot de vaststelling dat 91% onder hen een account bij beide beurzen had. Bijgevolg halveert deze dubbeltelling het aantal beleggers meteen tot 34,35 miljoen.

Een tweede nuancering heeft te maken met de slapende *accounts*. Hierin vinden we ten eerste de rekeningen van de beleggers die slechts korte tijd actief geweest zijn. Zij zijn uit de markt gestapt omdat ze afgeschrikt werden door de gemaakte verliezen. Ten tweede wordt een groot aantal rekeningen alleen gebruikt om te investeren in beursintroductions. Deze beleggers zijn uit op snelle winsten en verkopen de verworven aandelen vrijwel onmiddellijk op de secundaire markt. Zij weten uit het verleden dat er een zeer grote kans is op een grote winst tijdens de eerste beursdag van een nieuw aandeel.

Een derde nuancering wordt gemaakt in verband met de eerder besproken private fondsen. Aangezien deze niet over een licentie beschikken, moeten zij ook gebruik maken van particuliere *accounts* om toegang te verkrijgen tot de beurs. Het onderzoek van Xia Bing stipte aan dat deze fondsen 700 miljard yuan (84,3 miljard USD) waard waren op het einde van 2000, wat 40% van de vrij verhandelbare marktkapitalisatie was. Het lijkt onlogisch dat deze omvangrijke fondsen slechts 1 *account* gebruiken om hun posities te beheren.

De vierde nuancering wordt dan ook gemaakt bij de illegaal geopende dubbele of meervoudige *accounts*. Volgens Walter & Howie (2003: p. 142) is het een publiek geheim dat grote spelers valse identiteitskaarten gebruiken om meerdere rekeningen te openen. Harde cijfers vinden we terug in de case omtrent Lu Liang, een manipulator die onder het pseudoniem Mr. K. artikels schreef om zijn eigen posities te ondersteunen. Het onderzoek toonde aan dat deze persoon maar liefst 1500 verschillende *accounts* onder zijn controle had (GREEN, 2003: p. 166).

Verdere aanwijzingen over deze illegale *accounts* zijn te vinden in de gegevens over de nieuwe rekeningen. De *Shanghai Stock Exchange* geeft dagelijks de data vrij van de nieuw geopende rekeningen, geordend per provincie. In het westelijk gelegen *Gansu*, veruit de armste regio van het land, werden in februari 2001 welgeteld 4 332 *accounts* geopend. Opvallend is echter dat er op 15 februari 2751 *accounts* werden geopend en op 27 februari 1578 *accounts*. Tijdens de overige dagen van de maand werden er geen *accounts* geopend. In maart 2001 deed zich hetzelfde voor: op 13, 29 en 30 maart werden telkens 2 *accounts* geopend, maar op 23 maart werden plots 3472 *accounts* geopend. Deze piekmomenten vielen niet samen met belangrijke beurs-introducties, waardoor de kans erg laag is dat 3472 mensen uit *Gansu* allemaal tegelijk op 23 maart een rekening wilden openen. In april 2001 werden er bijvoorbeeld maar 4 *accounts* geopend en in mei 2001 zelfs geen enkele.

Ook de cijfers van andere provincies geven een zelfde beeld: in *Tianjin*, werden in januari 2001 welgeteld 5681 *accounts* geopend, waarvan er 5659 geopend werden op 1 dag. Tijdens de maand maart was er ook één piekmoment waar te nemen: op 22 maart werden plots 14346 nieuwe *accounts* geopend. (WALTER & HOWIE, 2003: p. 147).

Een analyse van deze gegevens toont aan dat elke provincie enkele dagen heeft waarop het aantal openingen van nieuwe rekeningen plots exponentieel de hoogte inschiet. Deze waarneming suggereert dat er op een georganiseerde manier accounts worden geopend. Waarschijnlijk gaat het om kleine groepen van beleggers die samenwerken om massaal *ghost accounts* te openen. Meerdere rekeningen die gecontroleerd worden door een klein groepje van beleggers vormen een uitstekende verklaring voor de snelle groei in het aantal rekeningen. Er zullen ongetwijfeld nieuwe beleggers zijn die de weg naar de markt vinden, maar niet in de mate zoals door de officiële cijfers wordt weergegeven (WALTER & HOWIE, 2003: p. 147). Volgens schattingen zouden er 20 à 40 miljoen valse rekeningen geweest zijn op het einde van 2001 (GREEN, 2003: p. 72).

Een laatste nuancering kan gemaakt worden omwille van de fysieke beperkingen. Cijfers van de CSRC tonen aan dat er 124 beursvennootschappen waren op het einde van 2002, die 2566 kantoren beheerden. Een aantal beursvennootschappen verschaft ook online toegang tot de markt, maar in 2002 waren er slechts 400 000 beleggers die van het internet gebruik maakten. De overige 68,3 miljoen beleggers zouden dus persoonlijk hun orders moeten gaan opgeven in de beursvennootschappen. Als deze 2566 beursvennootschappen deze 68,3 miljoen beleggers moeten bedienen, dan heeft elke vennootschap gemiddeld 26 617 klanten. Zonder de dubbeltelling zouden er daar nog 13 308 van overblijven. Walter & Howie (2003: p. 147) geven toe dat er vaak een lange wachtrij is in de beursvennootschappen, maar 13 308 actieve klanten lijkt hen fysisch onmogelijk. De auteurs beweren ook dat de Chinese effectenindustrie niet over de capaciteit beschikt om 33 miljoen beleggers te bedienen (WALTER & HOWIE, 2003: p. 147). In hun werk wordt zelfs gesuggereerd dat er slechts 1 miljoen Chinese beleggers bestaan, rekening houdend met alle nuancerings (WALTER & HOWIE, 2003: p. 139).

4.4 Besluit

De Chinese aandelenmarkt wordt momenteel gedomineerd door korte termijn speculanten die uit zijn op snelle winsten. De beursvennootschappen handelen voor eigen rekening en nemen hoofdzakelijk korte termijn posities in. De talrijke lange termijnbeleggers investeren hun spaarcenten in veilige overheidsobligaties of spaardeposito's. De Chinese spaarquote belooft 40% van het BBP, maar door de slechte kwaliteit van de genoteerde bedrijven vloeit dit geld niet naar de aandelenbeurzen.

De lage interesse vanwege de particuliere beleggers zorgt ervoor dat de beleggingsfondsen zich maar moeizaam kunnen ontwikkelen. De sector heeft bovendien te kampen met vier andere problemen. Ten eerste hebben de Chinese beleggers geen ervaring met het uitbesteden van het beheer van hun portefeuille, waardoor er een groot wantrouwen is tegenover de fondsmanagers. Ten tweede zijn er verschillende wanpraktijken aan het licht gekomen, die het bestaande wantrouwen alleen maar versterken. Ten derde kan de fondsenindustrie weinig alternatieven aanbieden, aangezien er alleen geïnvesteerd mag worden in binnenlandse overheidsobligaties en aandelen. Tenslotte is er nog geen duidelijke regelgevende structuur opgezet.

De officiële cijfers geven aan dat de markt gedomineerd wordt door particuliere beleggers, aangezien er 68,7 miljoen accounts in het bezit zijn van particulieren. Deze statistieken zijn echter erg onbetrouwbaar. Er bestaan immers ondernemingen die private fondsen commercialiseren en bijgevolg in alle opzichten institutionele beleggers zijn, maar niet als dusdanig erkend worden. Zij handelen dan ook met een particuliere account. Bovendien hebben we te maken met een dubbeltelling: de bestaande regulering verplicht de Chinese beleggers om een rekening te openen bij elke beurs apart. Actieve beleggers openen daarom een rekening bij zowel de beurs van Shanghai als bij de beurs van Shenzhen. Tevens bestaan er aanwijzingen dat sommige handelaars meerdere accounts onder hun controle hebben. Tenslotte beschikt de Chinese effectenindustrie niet over voldoende capaciteit om 33 miljoen beleggers te bedienen.

De Chinese verzekeringssector en de pensioenfondsen zouden wel kunnen zorgen voor een stabiele vraag naar aandelen vanuit een lange termijn-perspectief. De CSRC werkt momenteel dan ook aan een uitbreiding van de investeringstoelating, zodat de verzekeraars meteen in aandelen zouden kunnen

beleggen. De pensioenfondsen wensen ook in aandelen te beleggen, om de return op het geïnvesteerde vermogen op te krikken. Zulks is nodig om de problematiek van de vergrijzing op te vangen.

5. OPLOSSINGEN VOOR HET EIGENDOMSPROBLEEM

In dit hoofdstuk worden twee oplossingen aangereikt die het eigendomsprobleem kunnen oplossen. Het eerste deel van dit hoofdstuk bespreekt de verkoop van *State Shares* op de aandelenmarkt. Vooreerst worden de prikkels besproken die de beleidsmakers ertoe dwingen om de verkoop van hun aandelenpakket te overwegen. Daarna worden er twee experimenten aangehaald die reeds uitgeprobeerd zijn om de *State Shares* op de markt te verkopen. Tenslotte wordt uitgelegd dat de vraag naar aandelen moet gestimuleerd worden om een aanbodoverschot te vermijden.

Het tweede deel van dit hoofdstuk bespreekt de verkoop van *Legal Person Shares* aan de private sector. Vooreerst wordt er dieper ingegaan op de ontwikkeling van de private sector. Daarna wordt uitgelegd waarom de private sector geïnteresseerd is in de *Legal Person Shares*. Tenslotte worden de positieve effecten van zulke eigendomstransfer belicht.

5.1 De verkoop van State Shares op de markt

De eerste optie behelst de verkoop van *State Shares* op de markt. In dit deel van het hoofdstuk wordt eerst toegelicht waarom de overheid de verkoop van *State Shares* overweegt. Vervolgens worden twee mislukte experimenten kort besproken. Tenslotte wordt uitgelegd dat de vraag naar aandelen moet gestimuleerd worden indien men in de toekomst deze methode nogmaals wenst uit te proberen.

5.1.1 Financiële incentives om de State Shares te verkopen

De Chinese overheid heeft te kampen met een toenemend begrotingstekort, wat in tabel 12 geïllustreerd wordt. Het tekort bedroeg 3% van het BBP in 2002 en wordt gefinancierd door de uitgifte van overheidsobligaties. De officiële overheidsschuld, die hoofdzakelijk bestaat uit de terugbetalingsverplichting van de hoofdsom en de rente op deze overheidsobligaties, bedroeg slechts 16% van het BBP in 2002.

Tabel 12: Overheidstekort in % van het BBP (1996 – 2000)

| Jaar | Overheidstekort in % van het BBP |
|------|----------------------------------|
| 1996 | 0,78 |
| 1997 | 0,78 |
| 1998 | 1,16 |
| 1999 | 2,14 |
| 2000 | 2,8 |

Bron: YONGDING, (2001: p. 7)

Op het eerste zicht hoeft de Chinese overheid zich geen zorgen te maken over de overheidsschuld, die slechts 16% van het BBP bedraagt. Er moet echter ook rekening gehouden worden met de verdoken financiële verplichtingen. Zoals reeds eerder aangehaald, wordt de Chinese overheid geconfronteerd met de kosten van de vergrijzing. Het huidige pensioenstelsel is op termijn onhoudbaar waardoor de overheid nu op zoek moet gaan naar bijkomende geldmiddelen.

Daarnaast moeten de staatsbanken gesaneerd worden. De PBOC geeft toe dat 30% van de uitstaande leningen probleemkredieten waren op het einde van 2001. Onafhankelijke analisten schatten dat deze ratio veeleer tussen de 30 à 60% ligt en geven aan dat de omvang van het probleem verdoezeld wordt.

Green (2003: p. 177) schat dat de totale overheidsschuld, die rekening houdt met alle verdoken financiële verplichtingen, zich momenteel boven 140% van het BBP bevindt. Volgens de auteur zal de overheid binnen 5 à 10 jaar in betalingsmoeilijkheden komen indien nu geen maatregelen genomen worden. De mogelijke oplossingen voor dit probleem zijn tweevoudig. Ten eerste kan er bespaard worden op de uitgaven. Er kan bijvoorbeeld stevig geknipt worden in de pensioenen, maar de overheid staat huiverachtig tegenover deze denkpiste. Enorme besparingsmaatregelen zouden immers een nadelig effect kunnen uitoefenen op de sociale rust. Anderzijds kan er geopteerd worden voor bijkomende inkomsten. De verkoop van de *State Shares* zou kunnen zorgen voor een omvangrijke som. Het aantrekken van strategische buitenlandse partners zou de Chinese banksector kunnen versterken. De Chinese overheid zal waarschijnlijk voor een combinatie van beide voorstellen opteren: draaglijke besparingsmaatregelen doorvoeren, een voorzichtige liberalisatie van de markt en een stapsgewijze privatisatie van de beursgenoteerde staatsbedrijven.

5.1.2 Twee mislukte experimenten

De CSRC heeft twee pogingen ondernomen om *State Shares* te verkopen aan de beleggers, waarbij deze de classificatie van *Individual Shares* verkrijgen. Op 29 november 1999 maakte de CSRC een lijst bekend van 10 bedrijven, waarvan de overheid een deel van zijn *State Shares* via veilingen aan de beleggers zou verkopen. De CSRC waardeerde deze *State Shares* op 20% van de waarde van de vrij verhandelbare aandelen en hoopte op deze manier voldoende geïnteresseerden te lokken. De verkoop van het aandelenpakket werd echter lauw onthaald: er werden geen kopers gevonden voor 18% van de aangeboden aandelen van *Jialing* en 26% van *Guizhou Tyre*. Door deze tegenvallende resultaten besloot de CSRC om de overige 8 veilingen stop te zetten.

De matige interesse voor deze aandelen was te wijten aan de hoge onzekerheid. De beleggers vreesden dat de overheid nog meer aandelenpakketten op de markten zou gooien. Zulks zou onvermijdelijk leiden tot een aanbodoverschot, aangezien de overheid het aantal binnenlandse beleggers - en dus de potentiële vraag - fors overschat (WALTER & HOWIE, 2003: p. 197).

In juli 2001 besloot de CSRC om een tweede poging te ondernemen. Deze keer werd niet gekozen voor een veiling, maar wel voor de gelijktijdige verkoop bij een beursintroductie of een kapitaalsverhoging. Boven op de uitgifte van nieuwe aandelen werd een pakket *State Shares* aangeboden. Veertien bedrijven gingen deze techniek toepassen en *Huafang Shareholding*, *Fenghuo Communications*, *Beisheng Pharmaceutical* en *Jiangqi Shareholding* waren de eersten op 26 juli 2001.

Ook dit experiment kende tegenvallende resultaten. Er was niet gespecificeerd wanneer er opnieuw *State Shares* zouden verkocht worden en om welke aantallen het ging. De beleggers namen een afwachtende houding aan tegenover deze IPO's en stuurden de beurskoersen lager omdat ze vreesden voor een overvloed aan aanbod. Tegen november 2001 was de markt 30% gedaald ten opzichte van de piek in juni 2001, zoals grafiek 4 illustreert (GREEN, 2003: p. 196).

Grafiek 4: Verloop Shanghai Composite (januari – december 2001)

Bron: Stockcharts.com

De dalende koersen vormden een bedreiging voor de beursvennootschappen, die op illegale wijze geld hadden geleend van hun cliënten. Zij hadden deze geldmiddelen aangewend om de eigen posities te financieren, maar keken nu tegen een flink verlies aan. Samen met de beleggingsfondsen gaven zij de CSRC de schuld van de dalende aandelenkoersen. Beide partijen zetten de CSRC onder druk en eisten een stopzetting van de verkoop van *State Shares*. De CSRC gaf toe en kondigde in oktober 2001 aan dat er geen *State Shares* meer zouden verkocht worden. Wel moet vermeld worden dat deze beslissing alleen betrekking heeft op de twee methodes die reeds uitgetest werden, zodat de deur op een kier blijft voor andere mogelijkheden (GREEN, 2003: p. 197).

5.1.3 Een noodzakelijke uitbreiding van de vraag

Gezien het relatief lage aantal binnenlandse beleggers, kunnen zij de verkoop van de *State Shares* niet absorberen. De vraag moet opgedreven worden indien de overheid in de toekomst nogmaals aandelen wil verkopen aan het publiek. China wil daarom buitenlandse beleggers aantrekken, die het grote aanbod van *State Shares* zouden kunnen opvangen. Een stapsgewijze liberalisatie van de markten dringt zich ook op om de toetreding tot de WTO²² hard te maken. China maakt sinds 11 december 2001 deel uit van deze

²² World Trade Organisation / Wereld Handels Organisatie: China werd lid in december 2001

internationale organisatie, wat zich reeds vertaald heeft in de voorzichtige opening van de binnenlandse aandelenmarkt.

De CSRC kondigde in november 2002 aan dat het buitenlandse institutionele beleggers zou toelaten om te beleggen in A-aandelen. Het *Qualifying Foreign Institutional Investor* (QFII) programma geeft voor de eerste keer in de geschiedenis de toelating aan buitenlanders om te beleggen in deze A-aandelen. De geïnteresseerde buitenlandse institutionelen moeten wel aan de volgende strikte voorwaarden voldoen:

- Fondsmanagers moeten minstens 5 jaar ervaring hebben en moeten in het vorige boekjaar minstens 10 miljard US dollar onder hun beheer gehad hebben;
- Verzekeraars en beursvennootschappen moeten minstens 30 jaar bestaan en moeten in het vorige boekjaar een omzet geboekt hebben van minstens 1 miljard US dollar, terwijl hun totale positie in aandelen niet onder de 1 miljard US dollar mag liggen;
- Commerciële banken moeten ten minste over 10 miljard US dollar aan activa beschikken en moeten in de top 100 van de wereldranglijst voorkomen;
- Een QFII moet minstens 50 en mag maximum 800 miljoen US dollar investeren in aandelen;
- Een QFII mag maximaal 10% verwerven van de aandelen van een beursgenoteerd bedrijf, terwijl het totale aandeel van de QFII's in een bepaalde onderneming slechts 20% mag belopen;
- Een QFII moet zijn kapitaal voor minstens 1 jaar in China behouden.

(WERELDBANK: 2003, p. 40-43)

Het QFII programma illustreert de denkoefening van de overheid, die op deze wijze de vraag naar aandelen wil opvoeren. Tevens worden op deze manier lange termijn beleggers aangetrokken die over voldoende geldmiddelen beschikken. Aldus zouden zij een basis kunnen vormen om de Chinese markten te ondersteunen.

5.2 De verkoop van Legal Person Shares aan de private sector

Een tweede optie behelst de verkoop van de *Legal Person Shares* aan de private sector, die zelf vragende partij zijn voor deze aandelen. In dit stuk komt eerst de ontwikkeling van de private sector aan bod, waarna de positieve effecten van een verkoop van *Legal Person Shares* belicht worden.

5.2.1 De ontwikkeling van de private sector

Tegelijk met de nieuwe politiek, die vanaf 1979 gevoerd werd, ontstond ook de Chinese private sector. Deze activiteit werd aanvankelijk ingeperkt tot kleine eenmanszaken, aangezien de overheid een belangrijk aandeel wilde aanhouden in de grotere ondernemingen. De private sector werd bekeken als een aanvulling voor de geplande economie. De eenmanszaken konden een beperkt aantal activiteiten opvullen die de overheid niet voor zijn rekening nam.

In 1981 werd reeds een soepele houding aangenomen tegenover deze private sector: vanaf dit jaar mochten de eenmanszaken ook werknemers aannemen, maar het maximum aantal medewerkers werd beperkt tot 8. In de daaropvolgende jaren konden de eenmanszaken hun groei verderzetten, waardoor er op het platteland reeds landbouwers waren die meer dan 8 werknemers in dienst hadden. Als reactie vaardigde de overheid in 1988 een regelgeving uit, waarbij de private ondernemingen het levenslicht zagen. De overheid definieerde een private onderneming als een vennootschap die volledig in handen is van individuen, die een activiteit uitoefent met een winstoogmerk én meer dan 8 mensen tewerkstelt. De ondernemingen met minder dan 8 personeelsleden worden nog aanzien als een eenmanszaak (INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, 2000: p. 9).

Aldus werd de aanzet gegeven voor de spontane ontwikkeling van grote private ondernemingen. De private ondernemingen ontwikkelden zich eerst in de landelijke gebieden, waarbij er initiatieven binnen de kleinhandel en de dienstensector werden opgezet. Binnen deze domeinen waren er immers weinig grote staatsbedrijven actief, waardoor de private ondernemers relatief veilig een zaakje konden opstarten. Gaandeweg werd er geëxperimenteerd met andere activiteiten, waardoor een private hightech sector geboren werd (INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, 2000: p. 10).

De private ondernemingen wensen nu een beroep te doen op de binnenlandse kapitaalmarkt om de verdere groei te financieren. De *Securities Law* legt geen verbod op aan beursintroducties van private ondernemingen, maar slechts een zeer beperkt aantal ondernemingen is er in geslaagd om daadwerkelijk een beursnotering te verkrijgen. Van de 1160 genoteerde bedrijven waren er op het einde van 2001 slechts 57 private ondernemingen die de listingprocedure volledig doorlopen hadden. De aanvragen van private ondernemingen worden technisch gezien op dezelfde manier behandeld als de aanvragen van de staatsbedrijven, maar toch worden deze bedrijven nog gediscrimineerd. Ten eerste is er het probleem van de timing: vele honderden staatsbedrijven hebben in de jaren '90 de goedkeuring verkregen voor een beursintroductie, maar hebben nog niet de kans gekregen om hun plannen door te zetten. Ten tweede zijn er politieke hindernissen: op alle stappen van de listingprocedure is er de druk om de staatsbedrijven te bevoordelen (GREEN, 2003: p. 151 - 152).

Door deze belemmeringen zoeken de private ondernemingen op twee andere manieren toegang tot de kapitaalmarkt: ofwel vragen ze in het buitenland een beursnotering aan, ofwel trachten ze een meerderheidsaandeel te verwerven in bedrijven die noteren op de beurzen van Shenzhen of Shanghai.

De buitenlandse beleggers lopen warm voor de Chinese private ondernemingen²³, aangezien deze bedrijven geleid worden door *entrepreneurs* en niet door bureaucraten. Vele van deze bedrijven zijn actief in hoogtechnologische sectoren en hebben dus stevige groeiperspectieven. Bij de start van 2000 waren er minstens 10 private bedrijven aan het werken aan een beursnotering op de *Growth Enterprise Market*²⁴ in Hong Kong (GREEN, 2003: p. 63).

De private ondernemingen werden echter tegengewerkt in China. Artikel 29 van de *Securities Law* geeft immers aan dat elke binnenlandse onderneming toelating moet verkrijgen van de CSRC voor een buitenlandse listing. De ondernemingen trachten dit te omzeilen door het oprichten van holdings in andere landen. Zo is er het voorbeeld van *Yuxing*, een computer- en DVD fabrikant van Peking, die een holding oprichtte in Bermuda en alle activiteiten daar in onder bracht. Daarna werd de notering aan de beurs van

²³ UBS Warburg stelde de *China Private Enterprise Index* samen, die een return van 58% kon neerzetten over geheel 2001, terwijl de brede S&P500 index in datzelfde jaar 13% kwijtspeelde.

²⁴ Deze markt geeft jonge en hoogtechnologische bedrijven de kans om geld op te halen. Er zijn weinig voorwaarden verbonden aan een notering: vrijwel de enige vereiste is dat de onderneming reeds 2 jaar bestaat.

Hong Kong aangevraagd en het aandeel werd voor het eerst verhandeld op 31 januari 2000 (GREEN, 2003: p. 66).

5.2.2 Positieve effecten door de verkoop aan de private sector

Door de overname van LP-aandelen kunnen de private ondernemingen de controle verwerven over beursgenoteerde ondernemingen. De verkoop van de LP-aandelen voltrekt zich door ongereguleerde transfers, die buiten de beurs plaatsvinden. De doelwitten van deze overnames zijn vaak slecht functionerende bedrijven, die alleen aangekocht worden omdat ze een beursnotering hebben. De aankopers brengen daarna hun onderneming in, verwijderen het management en gebruiken de beursnotering om een kapitaalverhoging door te voeren. Aldus wordt er financiering voorzien voor de winstgevende activiteiten van de private ondernemingen, terwijl zulke overnames positieve effecten teweegbrengen op de gehele markt (WERELDBANK, 2003b: p. 42).

Ten eerste zal de efficiëntie van de ondernemingen opgevoerd worden aangezien deze nu geleid worden door ondernemers die de waarde van de onderneming willen maximaliseren. De objectieven van de hoofdaandeelhouder zijn bijgevolg gelijkaardig aan deze van de particuliere belegger. Ten tweede wordt op deze manier een basis gelegd om de aandelenmarkten te ondersteunen: kwalitatief betere bedrijven zorgen voor betere resultaten en trekken lange termijn beleggers aan. De aandelenmarkt wordt gebruikt om de meest productieve delen van de economie te ondersteunen, met name de private sector.

Concrete cijfers omtrent de kwaliteitsverbetering van deze bedrijven zijn nog niet beschikbaar. Vooreerst is het zo dat de gegevens over de verkoop van LP-aandelen moeilijk te verkrijgen zijn, aangezien de transacties zich in het grijze circuit afspelen. Ten tweede is deze overnamepolitiek pas populair geworden vanaf het jaar 2000, waardoor het nu nog te vroeg is om het succes van de transacties te evalueren.

Met de overname van LP-aandelen wordt er een volgende stap gezet naar de volledige privatisatie van de beursgenoteerde bedrijven. De eigenlijke privatisatie van de Chinese staatssector zal zich voordoen in drie stappen: De eerste stap hield het oprichten van een vennootschap in, waarna er een beursnotering werd aangevraagd. Bij de tweede stap werden LP-aandelen

verkocht aan een private onderneming. De derde en finale stap behelst dan de verkoop van de *State Shares* aan de private sector (GREEN, 2003: p. 146).

Voor de verderzetting van de privatisering op deze manier duiken er nog een tweetal problemen op. Ten eerste vereist een overname de aanwezigheid van voldoende geldmiddelen, hetgeen een probleem vormt aangezien de banken geen leningen mogen toekennen om overnames te financieren. De bedrijven moeten bijgevolg de intern gegenereerde fondsen aanspreken of beroep doen op geldmiddelen die door private investeerders werden aangebracht. Ten tweede blijven de problemen met de *State Shares* bestaan. De LP-aandelen worden relatief makkelijk getransfereerd, maar voor de overdracht van de State Shares moet de Minister van Financiën zijn goedkeuring geven. Bijgevolg moet er nog gewerkt worden aan een mentaliteitswijziging bij de centrale overheid, waarbij de ideologische tegenkanting tegen privatisatie stilaan kan afbrokkelen (GREEN, 2003: p. 150).

5.3 Besluit

Tijdens de jaren 90 werd de Chinese beurs gebruikt om slecht draaiende staatsbedrijven te financieren. Het eigendomsprobleem zorgde ervoor dat de LP aandeelhouder zijn macht kon misbruiken, ten koste van de particuliere belegger. Vandaag wordt de overheid geconfronteerd met financiële incentives die het eigendomsprobleem kunnen oplossen. Het begrotingstekort zorgt voor een toename van de overheidsschuld, terwijl het huidige pensioenstelsel onder druk komt te staan door de vergrijzing. Daarnaast zijn de staatsbanken opgezadeld met omvangrijke probleemkredieten, waardoor een sanering zich opdringt. De overheid heeft aldus behoefte aan bijkomende middelen en denkt aan de verkoop van de *State Shares*, waardoor de genoteerde bedrijven geprivatiseerd worden.

Er zijn reeds twee pogingen ondernomen om de *State Shares* aan de markt te verkopen. Beide pogingen zorgden voor teleurstellende resultaten omdat de beleggers vreesden voor een overvloed aan aanbod. De verdere verkoop van deze *State Shares* is opgeschort omdat de binnenlandse vraag naar aandelen niet overeenstemt met het potentiële aanbod. De overheid tracht nu de binnenlandse vraag aan te zwengelen door de lancering van het QFII programma. Dankzij deze stap kunnen buitenlandse institutionele beleggers onder strikte voorwaarden toegang krijgen tot de binnenlandse markt.

In tegenstelling tot de verkoop van *State Shares*, blijkt de verkoop van *Legal Person Shares* wel succesvol te zijn. De Chinese private ondernemingen zijn immers vragende partij omdat zij op deze manier toegang kunnen krijgen tot de kapitaalmarkten. De rechtstreekse beursintroductie van deze private ondernemingen wordt nog op allerlei manieren belemmerd, doordat er politieke druk bestaat om de staatsbedrijven te bevoordelen. Deze houding stimuleert de private ondernemingen om naar buitenlandse beurzen te trekken, terwijl de binnenlandse beurs de staatsbedrijven blijft financieren. Op deze manier wordt de meest productieve sector van de economie niet ondersteund, wat op lange termijn nefast zal zijn voor de Chinese economie.

De beleidsmakers moeten nu een keuze maken. Er kan geopteerd worden voor de verkoop van de *State Shares* aan de beleggers, maar de Chinese beleggingsfondsen oefenen druk uit om af te zien van deze optie. Een verkoop op de markt kan voor fors lagere koersen zorgen indien blijkt dat de QFII beleggers onvolledige ondersteuning bieden. Anderzijds zouden de *State*

Shares ook aan de private ondernemingen kunnen verkocht worden. Aldus wordt de volledige privatisatie van de genoteerde bedrijven gerealiseerd. In een eerste fase worden de *Legal Person Shares* aan de private ondernemingen verkocht, hetgeen voor herstructureringszorgt en een verbetering in de financiële gezondheid. De tweede fase behelst de verkoop van de *State Shares* aan de private investeerder.

De CSRC moet nu een gunstig klimaat scheppen voor de transfers van de LP-aandelen, waardoor meer private ondernemingen deze stap zullen overwegen. Daarna moet de overdracht van de *State Shares* vereenvoudigd worden. Deze beide stappen vereisen een mentaliteitswijziging bij de beleidsmakers, waarbij de laatste aanwezige bouwstenen van het communistisch model verlaten worden.

De marktgerichte visie erkent de voordelen die aan privatisatie verbonden zijn: het groeiende aantal genoteerde private ondernemingen zorgt voor een verbetering van de transparantie en de *corporate governance*, waardoor meer lange termijn beleggers zullen participeren.

6. ALGEMEEN BESLUIT

Vanaf december 1978 voerde Deng Xiaoping een nieuwe politiek waarbij er voorzichtig afgestapt werd van de socialistische principes. Er werd een klimaat geschept waarin stapsgewijze veranderingen mogelijk werden. Xiaoping wenste immers welvaart te creëren en zou hiervoor alle mogelijkheden onderzoeken, zelfs als ze kapitalistisch waren.

Tijdens de jaren '80 deed het corporatisatie-proces zijn intrede, waardoor de activiteiten van de staat ondergebracht werden in vennootschappen. Er werden aandelen uitgegeven aan het publiek, waardoor de efficiëntie van de staatsbedrijven aangezwengeld moest worden. Tevens werd op deze manier een rechtstreeks beroep gedaan op het binnenlands sparen, om de geldverslindende staatsbedrijven van financiering te voorzien.

Vervolgens werden de aandelenbeurzen van Shanghai en Shenzhen geopend in respectievelijk 1990 en 1991. Een decennia later was de Chinese aandelenmarkt volgens de officiële marktkapitalisatie uitgegroeid tot de tweede grootste Aziatische aandelenmarkt. Op het einde van 2003 hadden maar liefst 1287 bedrijven een notering op de beurzen. Het aantal binnenlandse beleggers was aangedikt tot 68,7 miljoen.

In oktober 1992 zag de *Chinese Securities Regulatory Commission* (CSRC) het levenslicht. Aanvankelijk oefende de *People's Bank of China* het toezicht uit over de beurzen, maar het *810 incident* in 1992 zorgde voor de oprichting van een apart orgaan.

De oprichting van de CSRC zorgde niet meteen voor een duidelijke regelgevende structuur. De verschillende overheidsinstanties wilden nog steeds hun macht uitoefenen over de beurzen. De lokale overheden bleven de controle uitoefenen over de beurzen van Shenzhen en Shanghai en ook de PBOC bleef een belangrijke rol spelen. De CSRC was slechts een vice-ministeriële entiteit en kon moeilijk communiceren met andere overheidsorganen.

In 1995 zorgde het SISCO schandaal voor een stroomversnelling, aangezien de centrale overheid erkende dat de wetgeving en het toezicht moest versterkt worden. Reeds in 1996 verkreeg de CSRC als enige partij het toezicht op de beurzen van Shenzhen en Shanghai. In 1999 volgde tenslotte de

Securities Law, waardoor de CSRC verheven werd tot een ministeriële organisatie.

De *Securities Law* zorgde er tevens voor dat de CSRC niet meer geïsoleerd was in Peking, waardoor de beurswaakhond eindelijk zijn taak naar behoren kon uitoefenen. Dit kwam snel tot uiting in de verbetering van de rechten van de minderheidsaandeelhouders, de versterking van de wetten tegen fraude en de concentratie op *corporate governance*.

De groei van de Chinese aandelenmarkten en de ontwikkeling van de CSRC spreekt de Westerse beleggers uiteraard aan. Een diepere analyse legt echter nog belangrijke pijnpunten bloot. Elke ontwikkelende markt krijgt af te rekenen met corruptie en een gebrekkige regelgeving, maar in China vormt de aanwezigheid van *State Shares* en *Legal Person Shares* juist een voedingsbodem voor corruptie.

De Chinese overheid maakte zich bij de start van het aandelenexperiment zorgen over het potentiële verlies van de activa die het in zijn bezit had. Dankzij de *Fund Accounting* werden *State Shares* en *Legal Person Shares* gecreëerd, die alleen de ingebrachte activa weergaven. Om het overheidsbezit te handhaven, moesten deze aandelen afgeschermd worden van de categorieën die vrij verhandelbaar zijn op de beurs.

Door het eigendomsprobleem is de LP-aandeelhouder in staat om de genoteerde staatsbedrijven uit te buiten. Hierbij wordt geen rekening gehouden met de belangen van de particuliere belegger, die zich tevreden moet stellen met een schamel dividend of zelfs geen dividend. Aldus werd er voorbijgegaan aan één van de doelstellingen van het aandelenexperiment. In plaats van prikkels te geven aan het management, waardoor de prestaties van de ondernemingen zouden verbeteren, werd een omgeving geschapt waarin de LP-aandeelhouder misbruik kan maken van zijn machtspositie.

Bovendien blijven de beursgenoteerde ondernemingen sterk onderhevig aan politieke inmenging. In elke onderneming is er een Comité van de Communistische Partij actief, dat zijn fiat moet geven omtrent belangrijke beslissingen. Vaak wordt er aangestuurd op het nemen van beslissingen vanuit politieke motieven, waarbij de economische logica straal genegeerd wordt.

Het eigendomsprobleem heeft ook een klimaat geschapt waarin zowel de accountants als de bedrijfsleiding het niet nauw nemen met de boekhoudnormen. De winsten worden steevast overschat en er worden regelmatig gevallen van massale fraude bekend gemaakt. Hierdoor zijn de jaarverslagen van de genoteerde bedrijven erg ongeloofwaardig, waardoor lange termijn beleggers de veiligheid opzoeken van overheidsobligaties.

De Chinese aandelenmarkt wordt dan ook gedomineerd door speculanten die uit zijn op snelle winsten. De talrijke lange termijn beleggers investeren hun spaarcenten in veilige overheidsobligaties of spaardeposito's. De Chinese spaarquote belooft 40% van het BBP, maar door de slechte kwaliteit van de genoteerde bedrijven vloeit dit geld niet naar de aandelenbeurzen. Bijgevolg kunnen de beleggingsfondsen en de institutionele beleggers zich maar moeizaam ontwikkelen.

De officiële cijfers geven nochtans aan dat de markt gedomineerd wordt door particuliere beleggers: in 2002 waren 68,7 miljoen accounts in het bezit van particulieren. Deze statistieken zijn echter erg onbetrouwbaar. Er bestaan immers ondernemingen die in alle opzichten institutionele beleggers zijn, maar die niet als dusdanig erkend worden. Zij handelen bijgevolg ook met een particuliere account. Bovendien hebben we te maken met een dubbeltelling: de bestaande regulering verplicht de Chinese beleggers om een rekening te openen bij elke beurs apart. Actieve beleggers openen daarom een rekening bij zowel de beurs van Shanghai als bij de beurs van Shenzhen. Tenslotte bestaan er aanwijzingen dat sommige handelaars meerdere accounts onder hun controle hebben. Deze gegevens tonen aan dat er ontzettend weinig lange termijn beleggers actief zijn op de Chinese markten.

De aanwezigheid van *State Shares* en *LP Shares* vormt aldus een institutioneel probleem dat opgelost moet worden om de verdere groei en ontwikkeling van de markten te vrijwaren. Vandaag wordt de overheid geconfronteerd met financiële incentives die een aanzet geven om het eigendomsprobleem op te lossen. Het begrotingstekort zorgt voor een toename van de overheidsschuld, terwijl het huidige pensioenstelsel onder druk komt te staan door de vergrijzing. Daarnaast zijn de staatsbanken opgezadeld met omvangrijke probleemkredieten, waardoor een sanering zich opdringt. De overheid heeft aldus behoefte aan bijkomende middelen en denkt aan de verkoop van de *State Shares*, waardoor de genoteerde staatsbedrijven geprivatiseerd worden.

Er zijn reeds twee pogingen ondernomen om de *State Shares* aan de markt te verkopen, waarbij deze de classificatie van *Individual Shares* verkrijgen. Beide pogingen zorgden voor teleurstellende resultaten omdat de beleggers vreesden voor een overvloed aan aanbod. De verdere verkoop van deze *State Shares* is opgeschort omdat de binnenlandse vraag naar aandelen niet overeenstemt met het potentiële aanbod. De overheid tracht nu de binnenlandse vraag op te drijven door de lancering van het QFII programma. Dankzij deze stap kunnen buitenlandse institutionele beleggers onder strikte voorwaarden toegang krijgen tot de binnenlandse markt.

In tegenstelling tot de verkoop van *State Shares*, blijkt de verkoop van LP-aandelen wel succesvol te zijn. De Chinese private ondernemingen zijn immers vragende partij omdat zij op deze manier toegang kunnen krijgen tot de kapitaalmarkten. De rechtstreekse beursintroductie van deze private ondernemingen wordt op allerlei manieren belemmerd, doordat er politieke druk bestaat om de staatsbedrijven te bevoordelen. Deze houding stimuleert de private ondernemingen om naar buitenlandse beurzen te trekken, terwijl de binnenlandse beurs de staatsbedrijven blijft financieren. Op deze manier wordt de meest productieve sector van de economie niet ondersteund, wat op lange termijn nefast zal zijn voor China.

De beleidsmakers moeten nu een keuze maken. Er kan opnieuw geopteerd worden voor de verkoop van de *State Shares* aan de beleggers, maar de Chinese beleggingsfondsen oefenen druk uit om af te zien van deze optie. Een verkoop op de markt kan voor fors lagere koersen zorgen indien blijkt dat de QFII beleggers onvolledige ondersteuning bieden. Anderzijds zouden de *State Shares* ook aan de private ondernemingen kunnen verkocht worden. Aldus wordt de volledige privatisatie van de genoteerde bedrijven gerealiseerd. In een eerste fase worden de LP-aandelen aan de private ondernemingen verkocht, hetgeen voor herstructureringen zorgt en een verbetering in de financiële gezondheid. De tweede fase behelst de verkoop van de *State Shares* aan de private investeerder.

De CSRC moet nu een gunstig klimaat scheppen voor de transfers van de LP-aandelen, waardoor meer private ondernemingen deze stap zullen overwegen. Daarna moet de overdracht van de *State Shares* vereenvoudigd worden. Deze beide stappen vereisen een mentaliteitswijziging bij de

beleidsmakers, waarbij de laatste aanwezige bouwstenen van het communistisch model verlaten worden.

De marktgerichte visie erkent de voordelen die aan privatisatie verbonden zijn: het groeiende aantal genoteerde private ondernemingen zorgt voor een verbetering van de transparantie en de *corporate governance*, waardoor meer lange termijn beleggers zullen participeren. De Chinese beurs moet er immers zijn om de private sector te ondersteunen en niet om geld op te halen voor slecht draaiende staatsbedrijven.

Globaal gezien kunnen we besluiten dat China zich nog steeds in een overgangsfase bevindt van een centraal geplande economie naar een markteconomie. De aandelenbeurzen van Shenzhen en Shanghai zijn nog niet voldoende ontwikkeld, maar er is wel plaats voor wat optimisme. De CSRC is een enorme verbetering op het gebied van gecentraliseerd toezicht. Vroeger was deze taak immers verdeeld over verschillende instanties. De CSRC is nu een krachtige instelling en heeft de mogelijkheid om manipulaties en wangedrag te onderzoeken en te bestraffen. De CSRC heeft tevens de aanzet gegeven voor de ontwikkeling van *corporate governance*. Echter, de instelling gaat nog gebukt onder de traditionele communistische visie, die de staatsbedrijven bevoordeelt. De Chinese private sector wordt aldus gediscrimineerd, maar door de financiële druk op de overheid kan hier snel een einde aan komen. De definitieve overdracht van *Legal Person* en *State Shares* zal zorgen voor een fundamentele wijziging in de functie van de aandelenbeurzen. De missie van de markten zal zich verleggen: in plaats van kapitaal te voorzien voor staatsbedrijven worden er geldmiddelen verschaft aan de meest dynamische delen van de economie. De private ondernemingen zullen de door de CSRC voorgestelde *corporate governance* regels snel implementeren, waardoor de transparantie op de markt zal toenemen. Hierdoor kan een deel van het spaargeld naar de beurs vloeien, waardoor de ontluikende industrie van institutionele beleggers zich verder kan ontwikkelen.

BIBLIOGRAFIE

CHANG, Yuan

- (2001) *WTO Accession for China: Potential Impact on the Insurance Industry*, Harvard, UC Advisory, 9 p.

CSRC (CHINESE SECURITIES REGULATORY COMMISSION),

<http://www.csrc.gov.cn>

GREEN, Stephen

- (2003) *China's Stock Market: A Guide to its Progress, Players and Prospects*, London, The Economist in association with Profile Books Ltd, 272 p.

GREEN, Stephen

- (2003b) *China's Stock Market: Eight myths and some reasons to be optimistic*, London, Royal Institute of International Affairs / Cambridge University, 23 p.

HARBAUCH, Rick

- (2003) *The Rise of China Revisited: Perception and Reality. China's High Savings Rates*, Indiana, Indiana University, 13 p.

HUCHET, Jean-François & RICHET, Xavier

- (2000) *Between Bureaucracy and Market: China's Industrial Groups in Search of a New Corporate Governance System*, Marne La Vallée, Centre d'Etudes Français sur la Chine Contemporaine, 51 p.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION

- (2000) *China's Emerging Private Enterprise: Prospects for the New Century*, Washington, International Finance Corporation, 80 p.

LECKIE, Stuart

- (2001) *Pension Funds in China*, Hong Kong, ISI Publications, 9 p.

SHANGHAI STOCK EXCHANGE

- (2002) *Shanghai Stock Exchange Factbook 2002*, Shanghai, Shanghai Stock Exchange, 144 p.

SHENZHEN STOCK EXCHANGE

(2003) *Shenzhen Stock Exchange Factbook 2003*, Shenzhen, Shenzhen Stock Exchange, 302 p.

SU, Dongwei

(2003) *Chinese Stock Markets: A Research Handbook*, Singapore, World Scientific Publishing Company, 435 p.

WANG, Xiaozu

(2004) *State-Owned Enterprise Reform and Corporate Governance in China*, Shanghai, School of Management, Fudan University, 19 p.

WALTER, Carl & HOWIE, Fraser

(2001) *To Get Rich is Glorious! China's Stock Markets in the '80s and '90s*, New York, Palgrave Macmillan, 243 p.

WALTER, Carl & HOWIE, Fraser

(2003) *Privatizing China. The Stock Markets and their Role in Corporate Reform*, Singapore, John Wiley & Sons Asia, 296 p.

WERELDBANK

(2002) *Corporate Governance and Enterprise Reform in China, Building the Institutions of Modern Markets*, Washington, Worldbank, 80 p.

WERELDBANK

(2003) *Developing Institutional Investors in People's Republic of China*, Washington, Worldbank, 80 p.

WERELDBANK

(2003b) *Management of China's State-Owned Enterprise Portfolio: Lessons from International Experience*, Peking, Worldbank, 70p.

WERELDBANK

(2003c) *Developing Institutional Investors in People's Republic of China*, Peking, Worldbank, 80p.

YAO, Chengxi

(1998) *Stock Market and Futures Market in the People's Republic of China*, Hong Kong, Oxford University Press, 173 p.

YERGIN, Daniel & STANISLAW, Joseph

(1998) *The Commanding Heights: The Battle Between Governement and the Marketplace that is Remaking The Modern World*, Simon & Schuster, 457 p.

YISHENG, Lan

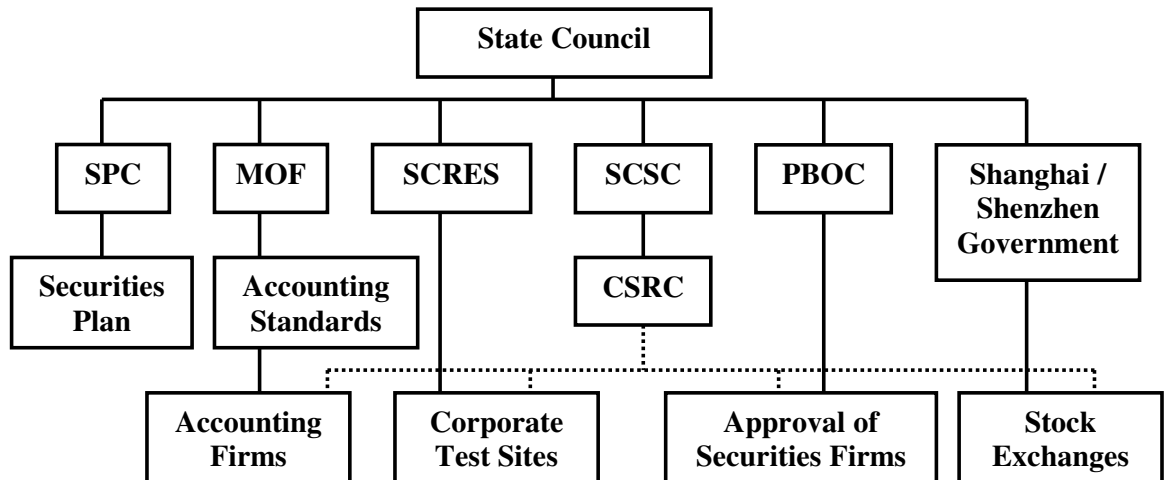
(1997) *The stock market in China: Problems and Prospects for Domestic and Foreign Investment*, Working paper Chinese Economies Research Centre, University of Adelaide, 35 p.

YONGDING, Yu

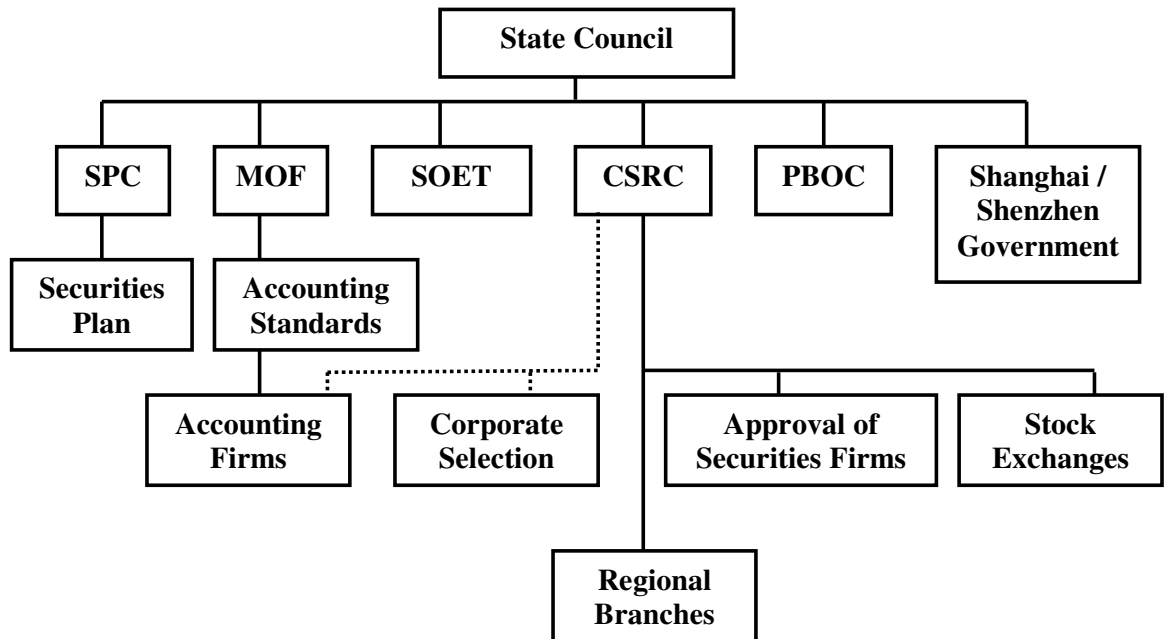
(2001) *China's Current Macroeconomic Situation and its Prospect*, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, 30 p.

BIJLAGE 1 : LANDKAART VAN CHINA

Bron: www.china.org.cn

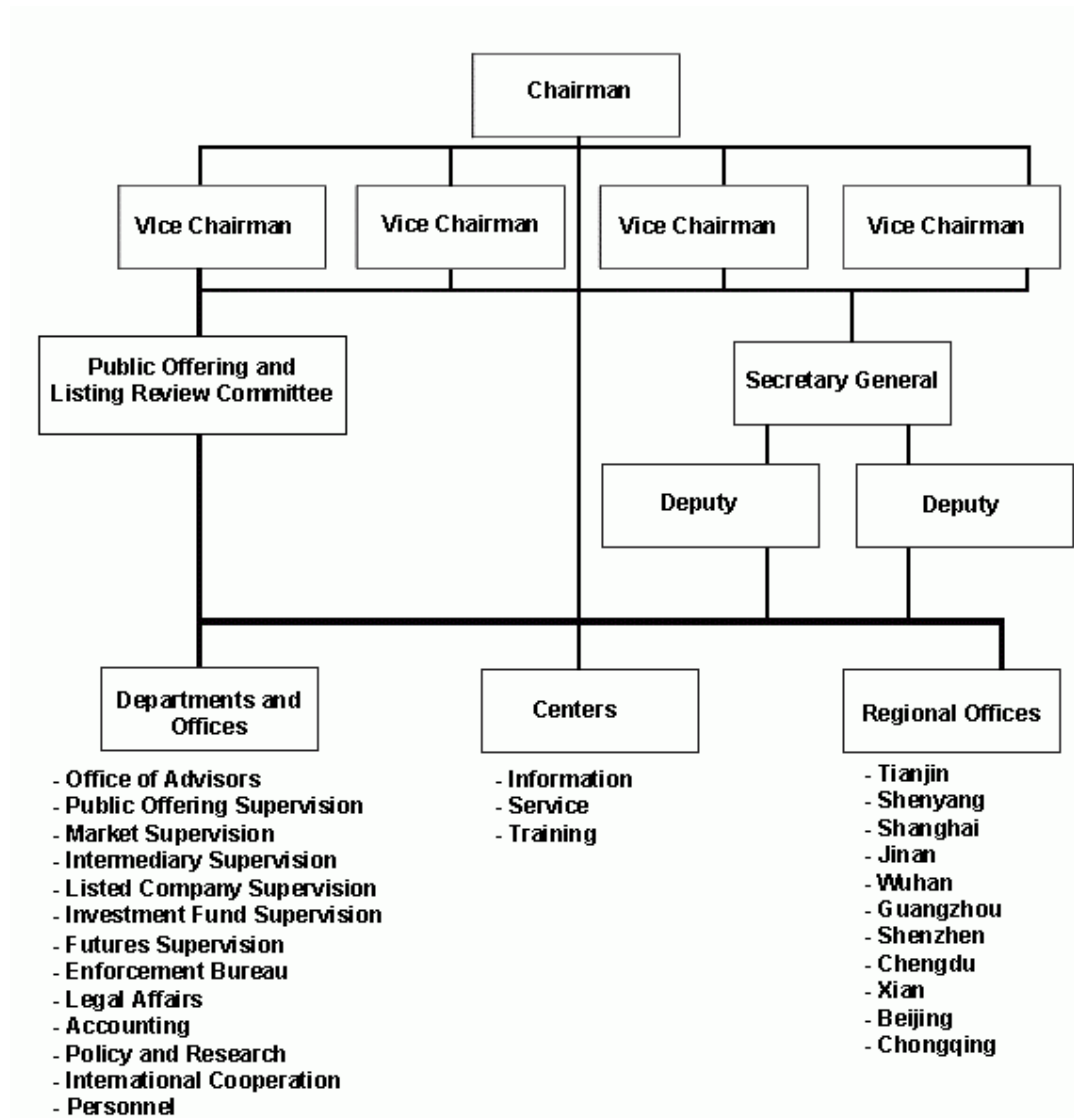
BIJLAGE 2: De regelgevende Structuur van oktober 1992 tot juli 1999

Bron: WALTER & HOWIE: 2001, p. 102

BIJLAGE 3: De regelgevende Structuur (vanaf 1 juli 1999)

Bron: WALTER & HOWIE: 2001, p. 107

BIJLAGE 4: Organigram CSRC



Bron: CSRC, <http://www.csrc.gov.cn/>