

China's ontluikende kapitaalmarkt

De kapitaalmarkt is in verscheidene socialistische economieën een zeer actueel onderwerp. Een van die landen is China, waar het idee van het ontwikkelen van een kapitaalmarkt momenteel sterke steun ondervindt van officiële zijde. Op het 13e Chinese Partijcongres (oktober 1987) is overeengekomen dat aandelen en obligaties een positieve rol dienen te spelen in de Chinese economie in haar huidige fase van ontwikkeling.

Partijleider Zhou Ziyang rapporteert aan het congres: "Sommige zaken die wij gedurende het hervormingsproces geïntroduceerd hebben, zoals ... de uitgifte van aandelen en obligaties, zijn verschijnselen die niet eigen zijn aan het kapitalisme, maar die stellig in het kielzog van grootschalige, gesocialiseerde productie en de ontwikkeling van een markteconomie dienen te verschijnen. Het socialisme kan en moet hier gebruik van maken en moet tegelijkertijd pogen de negatieve effecten in de praktijk te minimaliseren". Hij stelde ook: "Verscheidene vormen van een systeem van aandelen in bedrijven zijn gedurende de hervormingen verschenen...Dit systeem is een manier om geld te verwerven voor de socialistische ondernemingen en kan op experimentele basis ingevoerd worden". Hij voegde hieraan toe: "Wanneer ondernemingen obligaties uitgeven om kapitaal te verwerven, ontvangen de kopers rente; wanneer aandelen worden uitgegeven ontvangen de aandeelhouders inkomsten in de vorm van dividend... Deze soorten inkomens dienen te worden toegestaan zolang zij op legale wijze verkregen zijn". Deze opmerkingen ondersteunden de experimenten die reeds begonnen waren en moedigen verdere ontwikkelingen aan. Tot dusver is een van de interessantste experimenten in de ontwikkeling van een kapitaalmarkt in China de groei van incourante markten.

In november 1987 waren er incourante-marktbedrijven in twee Chinese steden, namelijk zeven in Shanghai (China's grootste en economisch belangrijkste stad) en een in Shenyang (in de provincie Liaoning). Een incourante-marktbedrijf, normaal gesproken bestuurd door een bank, is een soort winkel voor effecten. Voor het publiek is het een effectenbeurs, voor het bedrijfsleven is het een emissiebank.

Het oudste en grootste naar omvang van de transacties incourante-marktbedrijf in China is gelegen op 1806 West Nanjingstraat (Nanjing Straat is de belangrijkste winkelstraat in Shanghai) en wanneer men naar binnen gaat dan valt de gelijkenis met een financiële markt op. Op de muur achter het loket is een bord met prijsnoteringen in neon. Het werd geopend in september 1986 en het wordt bestuurd door de Industriële en Commerciële Bank van China. Er wordt voornamelijk in obligaties gehandeld. Er wordt ook wel in aandelen gehandeld, maar de waarde van de genoteerde obligaties is ongeveer twintig maal zoveel als die van de aandelen. In november 1987 bereikte de totale omvang van de genoteerde obligaties een waarde van 300 mln. yuan¹. Er zijn drie categorieën obligaties, namelijk obligaties uitgegeven door ondernemingen, obligaties uitgegeven door financiële instellingen (b.v. banken) en obligaties uitgegeven ten behoeve van prioriteitsprojecten van de overheid.

Op het moment dat het incourante-marktbedrijf in de Nanjingstraat zijn loketten opende, waren er de aandelen van slechts twee ondernemingen genoteerd. De totale waarde daarvan bedroeg slechts 5,5 mln. yuan. Sindsdien is het aantal genoteerde ondernemingen gestegen tot vijf en de omvang van de in omloop zijnde aandelen tot 16,2 mln. yuan. Deze ondernemingen worden bestuurd door een directeur die verantwoordelijk is aan een Raad van Commissarissen die twee maal per jaar bijeenkomt. De leden van deze Raad van Commissarissen worden gekozen op een 'vergadering van afgevaardigden'. Alle aandeelhouders die een bepaalde hoeveelheid aandelen van de onderneming bezitten, zijn gerechtigd om aan deze vergadering deel te nemen. Of een meerderheid van de aandelen van een van deze ondernemingen in particuliere handen is, is mij onbekend. In ten minste een ervan hebben de particuliere aandeelhouders slechts een minderheid van de aandelen in hun bezit en is de meerderheid in handen van de staat².

In november 1987 was bij de bank de rentevoet op termijndeposito's 7,2%, op obligaties werd 9% uitgekeerd en op aandelen werd een rente van 7,2% uitgekeerd plus dividenden variërend van 6 tot 8%.

De voornaamste functie van de incourante-marktbedrijven is het mobiliseren van kapitaal voor economische ontwikkeling en het bijdragen aan de economische hervorming. Zij bieden de spaarders een rendabeler alternatief voor hun spaargelden dan bankdeposito's. Bovendien verzekeren zij de liquiditeit van deze effecten. Ook bieden zij de ondernemingen een alternatieve kapitaalbron voor overheid en banken. Op deze wijze dragen zij bij aan de overgang van het traditionele planningsmodel naar het nieuwe economische model, wat in China bekend staat als een geplande markteconomie overwegend gebaseerd op staatseigendom. Bovendien moedigt de (gedeeltelijke) privatisering van bedrijven de overgang aan van bureaucratisch management naar meer marktgericht management. Het idee is dat ondernemingen met een belangrijk element van particulier eigendom een onafhankelijker positie hebben tegenover het partij- c.q. staatsapparaat en zich waarschijnlijk op een wat zakelijker wijze zullen opstellen dan bedrijven die voor 100% staatseigendom zijn.

De lezer zal zich wellicht afvragen waarom het noodzakelijk is dat een gedeelte van het kapitaal, aangehouden in contanten of bij de staatsspaarbank, gemobiliseerd dient te worden, daar de staat reeds toegang heeft tot dit kapitaal en wel tegen een lagere rentevoet dan die op obligaties uitgekeerd dient te worden. Twee redenen lijken hiervoor te bestaan. Ten eerste heeft het aantrekkelijker maken van obligaties ten opzichte van contant geld of bankdeposito's het traditionele voordeel vanuit centrale-bankiersoptiek dat het de liquiditeit van de particuliere sector en daarmee mogelijke inflatoire krachten verkleint. Ten tweede is het voor bepaalde ondernemingen of projecten die wellicht niet gefinancierd konden worden in het traditionele model, een financieringsbron.

1. Omgerekend tegen de huidige officiële wisselkoers is dit ongeveer f 150 mln. De officiële wisselkoers is echter niet op de geringste wijze in overeenstemming met de koopkrachtpariteit. Bovendien wijken de relatieve prijzen in China sterk af van die in andere landen. Terloopse waarnemingen suggereren dat de koopkracht van de yuan in termen van primaire voedselproducten ten minste vijf keer zo groot is als die van West-Europese valuta; in termen van arbeidsintensieve diensten zoals tandheelkundige zorg of haarknippen tussen de 15 en 40 keer zo groot, maar in termen van personal computers minder dan de helft dan die van de West-Europese valuta.

2. *Beijing Review*, 1987, nr. 40, blz. 24. Wat hier is beschreven als een incourante-marktbedrijf, d.w.z. een bedrijf dat zijn eigen incourante markt organiseert, wordt in het artikel in de *Beijing Review* omschreven als een 'Security Business Office'. Het is vergelijkbaar met wat in de VS een 'over the counter'-markt heet.

Niet alleen zorgt het incurante-marktbedrijf voor een secundaire markt, het fungeert ook als een emissie-huis. Voor een provisie variërend van 1 à 3% koopt het à contant de hele nieuwe emissie van een bedrijf en verkoopt deze wederom aan zijn klanten. Als de onderneming die aandelen of obligaties wil uitgeven, dit prefereert, kan zij gebruik maken van de faciliteiten van het incurante-marktbedrijf om de effecten rechtstreeks aan de klanten te verkopen. Zij ontvangt dan pas de betaling wanneer de effecten verkocht zijn. In dat geval ontvangt het incurante-marktbedrijf een veel kleinere provisie, variërend van 0,1-0,3%.

De spaarders die effecten bij een incurante-marktbedrijf kopen en verkopen, zijn allen particulieren. Er bestaan in China ook obligaties en aandelen die in het bezit zijn van organisaties, zogenaamde collectieve obligaties en aandelen. Deze worden echter niet op de incurante markten verhandeld. Alle effecten worden verkocht à contant. Er worden geen effecten gekocht op basis van prolongatie. De markt is een 'spot-market' en er wordt niet op termijn gehandeld. De kopers blijken voornamelijk lange-termijnsparers te zijn, daar de secundaire markt zeer klein is vergeleken met de primaire markt. Gemiddeld is de jaarlijkse waarde van de verkopen door het publiek slechts ongeveer 10% van de waarde van de uitgegeven effecten, wat erg laag is gemeten naar de standaarden van de internationale effectenbeurzen.

Het incurante-marktbedrijf is elke werkdag van 9.00-11.30 en van 13.30-16.00 open. Er is voor het aanhouden van de effecten geen minimum periode vastgesteld. Deze voorzieningen verzekeren de liquiditeit van de op de incurante markt genoteerde effecten.

Gezien de relatief geringe omvang van de uitgegeven effecten vergeleken met de bankdeposito's van de inwoners van Shanghai, de vraag naar kapitaal van de bedrijven en de besluiten van het 13e Partijcongres, leken de vooruitzichten voor de toekomst zeer rooskleurig op het moment dat ik het incurante-marktbedrijf in de Nanjingstraat bezocht. In 1988 kan het een aanzienlijke hoeveelheid nieuwe emissies tegemoet zien.

Het is duidelijk dat de totstandkoming van dergelijke incurante-marktbedrijven slechts een eerste stap is in de ontwikkeling van een kapitaalmarkt in China. Het is te verwachten dat Shanghai te zijner tijd een effectenbeurs zal creëren naast de incurante-marktbedrijven. Dat wil zeggen, de incurante-marktbedrijven zullen min of meer op de huidige voet verder gaan en een centrale effectenbeurs zal zorgen voor onderlinge confrontatie van vragen aanbodoverschotten van de ver-

schillende incurante-marktbedrijven en voor de uitvoering van transacties die te groot zijn voor één incurante-marktbedrijf (b.v. grote emissies).

De incurante-marktbedrijven mogen zich gelukkig prijzen dat zij opgericht zijn in een periode van economische hoogconjunctuur in China. Dit heeft op vanzelfsprekende wijze gezorgd voor een gunstig klimaat om een aanvang te maken met de verkoop van aandelen in Shanghai, tot voor kort de bakermat van politiek radicalisme. Als het economische klimaat onverhoopt minder gunstig zou worden in de toekomst (b.v. als gevolg van een succesvol monetair beleid van de Volksbank van China, de centrale bank), dan zullen de nieuwe aandeelhouders wellicht op harde wijze geconfronteerd worden met het feit dat aandelen risicodragende investeringen zijn.

Het is belangrijk het belang van experimenten met stedelijke ondernemingen met genoteerde aandelen niet te overschatten³. Op het moment blijven dit marginale economische verschijnselen. De Chinese stedelijke economie blijft overwegend een systeem van staatseigendom, en het economisch beleid van het partij/staatsapparaat blijft de beslissende factor in de economische ontwikkeling. Niettemin is het overduidelijk dat "het socialisme met Chinese karakteristieken" in vele opzichten meer en meer afwijkt van het traditionele model van socialistische planning. In de ontwikkeling van een ka-

pitaalmarkt in een socialistisch systeem speelt China een vooraanstaande rol⁴.

M.J. Eilman

Universiteit van Amsterdam. Dit artikel is gebaseerd op gegevens verzameld tijdens een bezoek aan China in november 1987. Dank is verschuldigd aan het Ministerie van Onderwijs en Wetenschappen voor het mogelijk maken van mijn bezoek, aan het Sovjet en Oost Europa Instituut van de Chinese Academie voor Sociale Wetenschappen voor het fungeren als gastheer in China, aan het Sovjet en Oost Europa Instituut van de Shanghai Academie voor Sociale Wetenschappen voor het fungeren als gastheer in Shanghai, en aan de heer Hu Ruiquan, assistent manager van het filiaal te Jingan van de Shanghai Krediet en Investeringsmaatschappij van de Industriële en Commerciële Bank van China voor de beleefde en vriendelijke wijze waarop hij mij ontvangen heeft en mijn vragen beantwoordt heeft. Ik alleen ben verantwoordelijk voor vergissingen.

3. China kent ook ondernemingen met niet genoteerde aandelen op het platteland, en ondernemingen met niet genoteerde aandelen in de stad die aandelen hebben uitgegeven ten behoeve van hun werknemers. Er zijn ook ondernemingen met aandelen waarbij buitenlandse ondernemingen betrokken zijn. Wat echter zo bijzonder is aan de ondernemingen waarin gehandeld wordt op de incurante markten, is dat het genoteerde bedrijven zijn waarvan de aandelen voor een belangrijk deel in handen zijn van Chinese particulieren die niet noodzakelijk werknemers zijn van de betrokken bedrijven.

4. De Hongaarse obligatiemarkt werd geopend voordat het eerste Chinese incurante-marktbedrijf zijn loketten opende, maar voor zover als ik weet zijn aandelen nog niet in Boedapest genoteerd.