

**FINANZSYSTEME, WIRTSCHAFTLICHES WACHSTUM UND DIE ROLLE DES STAATES:
EIN FUNKTIONALER ANSATZ UNTER BERÜCKSICHTIGUNG DER REFORMERFAHRUNG
LATEINAMERIKANISCHER LÄNDER**

Inauguraldissertation
zur
Erlangung des Doktorgrades
der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der
Universität zu Köln

2001

vorgelegt
von

Dipl.-Reg.-Wiss. Wolfgang Johannes Hügler

aus

Ravensburg

Diese Dissertation erschien unter dem gleichnamigen Titel im Tectum-Verlag, Marburg, in der Reihe „Wirtschaftspolitische Forschungsarbeiten der Universität zu Köln“, Band 40, 2001.

Referent: Prof. Dr. Manfred Feldsieper

Korreferent: Prof. Dr. Ralph Anderegg

Tag der Promotion: 16. Februar 2001

VORWORT

„Does finance matter“? ist das Leitmotiv, unter dem die Untersuchung von Herrn Wolfgang Hügler zu den Reformen im Finanzsektor in Lateinamerika steht. Lange stand der Zusammenhang zwischen dem Finanzsektor und seiner Gestaltung und der wirtschaftlichen Entwicklung von Volkswirtschaften kaum im Mittelpunkt des Forschungsinteresses oder wurde eher als wenig bedeutsam eingestuft. Das nimmt nicht wunder angesichts einer über Jahrzehnte verbreiteten Auffassung unter Ökonomen, daß Geld nur ein Schleier über den realwirtschaftlichen Vorgängen in einer Wirtschaft sei und diese nicht beeinflusse und gestalte.

Nun, die neueren Forschungen, die insbesondere von den Vertretern der endogenen Wachstumstheorie angestoßen wurden, haben mit diesem „Vorurteil“ aufgeräumt. Es scheint demnach doch so, daß von der Ausgestaltung eines Finanzsystems einer Volkswirtschaft ein bedeutsamer Wachstumsimpuls ausgehen kann, der die Wirtschaft auf einen höheren Wachstumspfad bringen kann. Und es kann durchaus so sein, daß der Finanzsektor eine Vorreiterrolle im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß spielt.

Räumt man dies ein – und Herr Hügler trägt in den ersten beiden Kapiteln seiner Untersuchungen die dafür notwendigen theoretischen und empirischen Bausteine zusammen –, dann sind Reformen im Finanzsektor gegebenenfalls unabdingbar, wenn im Rahmen von Wirtschaftsreformen und Transformationsprozessen stagnierende oder lahrende Ökonomien wieder auf Wachstumskurs gebracht werden sollen.

Diese Erkenntnis hat sich auch in Lateinamerika letztlich durchgesetzt, nachdem die wirtschaftspolitischen Wege, die durch „Importsubstitutionsstrategien“ im realen und durch „financial repression“ im finanziellen Bereich gekennzeichnet waren, in den 80er Jahren endgültig scheiterten. Zahlreiche Länder in Lateinamerika leiteten danach eine Kehrtwendung in ihrer Wirtschaftspolitik ein. Dies führte zu umfangreichen Reformen in vielen Bereichen der Wirtschaft und des öffentlichen Sektors, die mit den Stichwörtern Deregulierung und Privatisierung umschrieben werden können.

Der Finanzsektor gehört in vielen lateinamerikanischen Ländern zu den Bereichen, in denen die umfassendsten und weitreichendsten Reformen vorgenommen wurden, wodurch die Integration Lateinamerikas in die Weltwirtschaft zunahm und Anstöße für eine verbesserte wirtschaftliche Leistungsfähigkeit geliefert wurden.

Als Diplom-Regionalwissenschaftler und damit Absolvent eines Anfang der 90er Jahre erstmals etablierten, neuen Studiengangs an der Universität zu Köln bringt Herr Hügler aufgrund seiner umfangreichen Kenntnisse lateinamerikanischer Gegebenheiten, einschlägigen Sprachkenntnisse, der erforderlichen historischen Grundlagen und der ökonomischen Fachkenntnisse die besten Voraussetzungen mit, eine vergleichende Studie zu den Finanzsektorreformen in Lateinamerika zu erarbeiten. Zwar kann eine solche Untersuchung aus Zeit- und Platzgründen nicht alle Länder Lateinamerikas umfassen, und so beschränkt sich Herr Hügler in der Hauptsache auf die drei großen und zentralen Länder: Argentinien, Brasilien und Chile. Mit einem Exkurs, der aber auch noch Kolumbien, Mexiko, Peru, Uruguay und Venezuela umfaßt, hat die Untersuchung aber letztlich doch eine ganz Lateinamerika umfassende Dimension.

Die Einzelheiten der Untersuchungen und Ergebnisse können natürlich an dieser Stelle nicht rekapituliert oder kommentiert werden. Nur soviel: wie auch im Bereich der Sozialversicherungen, bei der Privatisierung des öffentlichen Unternehmenssektors und im Bereich der Geldpolitik haben in den meisten Ländern Lateinamerikas drastische Reformen auch im Banken- und Finanzbereich stattgefunden. Die Länder sind dabei keinesfalls einem einheitlichen Konzept gefolgt oder haben alle einen gleichen Weg beschritten. Die historischen und politischen Ausgangslagen waren dafür viel zu unterschiedlich.

Die mutigsten Reformer haben wohl den meisten Erfolg hinsichtlich einer Verbesserung ihrer Wachstumsperspektiven geerntet. Die Zauderer – so etwa das von den Ressourcen her (öl)reiche Venezuela – sind ins Hintertreffen geraten.

„Finance matters“ und „Good reforms pay“, so könnte man – auf eine einfache Formel gebracht – die Überlegungen und Ergebnisse zusammenfassen, die Herr Hügler in der vorliegenden Untersuchung zu den Finanzsektorreformen in Lateinamerika zusammengetragen hat. Seine Arbeit bereichert das immer noch sehr knappe Angebot fundierter wirtschaftsempirischer Analysen zu den Problemen Lateinamerikas in deutscher Sprache.

Meinen Eltern

INHALTSVERZEICHNIS

Einleitung	1
1 Theoretische Erkenntnisse zur Rolle von Finanzsystemen im Entwicklungsprozeß	9
<i>1.1 Ein funktionaler Ansatz der Theorie der Finanzintermediation</i>	14
1.1.1 Risikomanagement	19
1.1.2 Zusammenlegung und Mobilisierung von Ersparnissen	27
1.1.3 Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle	29
1.1.4 Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten	37
1.1.5 Fazit	39
<i>1.2 Finanzintermediation und Wirtschaftswachstum</i>	40
1.2.1 Finanzintermediation und Neue Wachstumstheorie	42
1.2.1.1 Endogenes Wachstum durch Kapitalakkumulation	43
1.2.1.2 Endogenes Wachstum durch technische Innovationen	46
1.2.2 Finanzintermediation und Wachstum: eine funktionale Synthese	54
1.2.3 Empirische Evidenz	65
1.2.4 Fazit	71
2 Ordnungspolitische Grundlagen von Finanzsystemen	73
<i>2.1 Klassifikationsmöglichkeiten von Finanzsystemen</i>	75
<i>2.2 Zur Evolution von Finanzsystemen und den Determinanten der Entwicklung von Finanzstrukturen</i>	80
<i>2.3 Bank- versus marktbasierende Finanzintermediation aus einer funktionalen Perspektive</i>	88
2.3.1 Risikomanagement	89
2.3.2 Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle	91
2.3.3 Ersparnismobilisierung	96
2.3.4 Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten	96
2.3.5 Empirische Ergebnisse	97
2.3.6 Fazit	101
<i>2.4 Sind Bank- und Börsendienstleistungen komplementär oder substituierbar?</i>	102
2.5 Fazit	109

3 Die Neuordnung der Finanzsysteme im Rahmen der Wirtschaftsreformen in Lateinamerika am Beispiel von Argentinien, Brasilien und Chile	111
3.1 <i>Die Ära staatlichen Dirigismus und finanzieller Repression</i>	113
3.1.1 Ein typisiertes Finanzsystem repressiver Finanzintermediation	113
3.1.2 Bisherige Reform Erfahrungen in Lateinamerika	119
3.1.3 Aktuelle makroökonomische Situation	127
3.1.4 Performance der Finanzsysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles im Zeitablauf	128
3.1.5 Fazit	144
3.2 <i>Die Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsektor</i>	146
3.2.1 Mögliche Gründe für staatliche Interventionen	148
3.2.2 Unterstützende Maßnahmen seitens des Staates zur Informationsproduktion und Rechtssicherheit	153
3.2.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen	153
3.2.2.2 Aktuelle Situation in den Reformländern	157
3.2.2.2.1 Informationsproduktion	157
3.2.2.2.2 Rechtssicherheit	165
3.2.2.3 Fazit	172
3.2.3 Anreizstrukturen im Bankensektor	174
3.2.3.1 Angemessene Regulierung und Überwachung von Finanzintermediären	175
3.2.3.1.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen	175
3.2.3.1.2 Aktuelle Situation in den Reformländern	179
3.2.3.2 Wettbewerb im Bankensektor	188
3.2.3.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen	188
3.2.3.2.2 Aktuelle Situation in den Reformländern	192
3.2.3.3 Fazit	202
3.2.4 Rahmenbedingungen für Geld- und Kapitalmärkte	204
3.2.4.1 Angemessene Aufsicht und institutionelle Infrastruktur von Finanzmärkten	206
3.2.4.1.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen	206
3.2.4.1.2 Aktuelle Situation in den Reformländern	212
3.2.4.2 Gesetzliche Basis für institutionelle Investoren	219
3.2.4.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen	219
3.2.4.2.2 Aktuelle Situation in den Reformländern	225
3.2.4.3 Fazit	233
Exkurs: Die Finanzsysteme in den übrigen Ländern Lateinamerikas	235
Resümee	255
Literaturverzeichnis	259

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

<i>Abbildung 1.1</i>	<i>Eine Theoretische Annäherung zur Wirkung von Finanzintermediation im Entwicklungsprozeß</i>	13
<i>Abbildung 1.2</i>	<i>Klassifizierung von Finanzinstitutionen</i>	17
<i>Abbildung 3.1.1</i>	<i>Repressive Finanzintermediation in einem typischen lateinamerikanischen Entwicklungsland</i>	118
<i>Abbildung 3.1.2</i>	<i>Entwicklung der Größe des argentinischen, brasilianischen und chilenischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	129
<i>Abbildung 3.1.3</i>	<i>Größe der Bankensysteme im Zeitablauf, 1970-97</i>	131
<i>Abbildung 3.1.4</i>	<i>Aktivität des Bankensektors im Zeitablauf, 1970-97</i>	132
<i>Abbildung 3.1.5</i>	<i>Aktivität der Entwicklungsbanken in Brasilien, 1980-97</i>	133
<i>Abbildung 3.1.6</i>	<i>Effizienz der Geschäftsbanken, 1990-97</i>	134
<i>Abbildung 3.1.7</i>	<i>Größe der Aktienmärkte im Zeitablauf, 1978-97</i>	135
<i>Abbildung 3.1.8</i>	<i>Aktivität der Aktienmärkte im Zeitablauf, 1976-97</i>	136
<i>Abbildung 3.1.9</i>	<i>Effizienz der Aktienmärkte, 1978-97</i>	137
<i>Abbildung 3.1.10</i>	<i>Entwicklung der Aktienemissionen, 1980-95</i>	138
<i>Abbildung 3.1.11</i>	<i>Größe der Rentenmärkte, 1990-97</i>	140
<i>Abbildung 3.1.12</i>	<i>Neuemissionen langfristiger verbriefteter Verbindlichkeiten des Privatsektors, 1980-95</i>	141
<i>Abbildung 3.2.1</i>	<i>Die Bedeutung ausländischer Banken, 1990-98</i>	193
<i>Abbildung 3.2.2</i>	<i>Die Bedeutung öffentlicher Banken, 1990-98</i>	196
<i>Abbildung 3.2.3</i>	<i>Institutionelle Investoren und Börsenkapitalisierung inländischer Publikumsgesellschaften, 1996</i>	220
<i>Abbildung 3.2.4</i>	<i>Aktienanlagevolumen chilenischer Pensionsfonds und die Entwicklung der Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Chile, 1981-97</i>	228
<i>Abbildung 3.2.5</i>	<i>Marktpräsenz der Pensionsfonds in Chile, 1981-97</i>	229
<i>Abbildung E 1</i>	<i>Entwicklung der Größe des mexikanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	238
<i>Abbildung E 2</i>	<i>Entwicklung der Größe des kolumbianischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	241
<i>Abbildung E 3</i>	<i>Entwicklung der Größe des peruanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	244

<i>Abbildung E 4</i>	<i>Entwicklung der Größe des venezolanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	247
<i>Abbildung E 5</i>	<i>Entwicklung der Größe des uruguayischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97</i>	250
<i>Abbildung E 6</i>	<i>Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Bankensysteme im Zeitablauf, 1970-97</i>	252
<i>Abbildung E 7</i>	<i>Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Aktienmärkte im Zeitablauf, 1977-97</i>	253

TABELLENVERZEICHNIS

<i>Tabelle 2.1</i>	<i>Mögliche Klassifikationsmerkmale von Finanzsystemen</i>	77
<i>Tabelle 2.2</i>	<i>Bedeutung unterschiedlicher Mechanismen zur Kontrolle großer Unternehmen</i>	94
<i>Tabelle 3.1.1</i>	<i>Effektive Mindestreserveverfordernisse im internationalen Vergleich</i>	115
<i>Tabelle 3.1.2</i>	<i>Liquide Verbindlichkeiten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, Lateinamerika 1975-95</i>	116
<i>Tabelle 3.1.3</i>	<i>Reales jährliches Wachstum des Bruttoinlandsproduktes, Lateinamerika 1976-98</i>	127
<i>Tabelle 3.1.4</i>	<i>Durchschnittliche jährliche Inflationsrate, Lateinamerika 1991-1998</i>	128
<i>Tabelle 3.1.5</i>	<i>Zahl der Aktienemissionen, Brasilien 1995-97</i>	139
<i>Tabelle 3.1.6</i>	<i>Die Entwicklung der Finanzsysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles im internationalen Vergleich, 1997</i>	143
<i>Tabelle 3.2.1</i>	<i>Kreditrisikoklassen und erforderliche Wertberichtigungen in Lateinamerika</i>	161
<i>Tabelle 3.2.2</i>	<i>Entwicklung der Leistungsfähigkeit des Justizwesens, Lateinamerika 1973-93</i>	166
<i>Tabelle 3.2.3</i>	<i>Auslastung der Gerichte in Lateinamerika, 1994-96</i>	171
<i>Tabelle 3.2.4</i>	<i>Überblick über die wichtigsten aufsichtsrechtlichen Regelungen im argentinischen, brasilianischen und chilenischen Bankwesen</i>	184
<i>Tabelle 3.2.5</i>	<i>Die Qualität der Bankenaufsicht von Emerging Markets im Vergleich</i>	186
<i>Tabelle 3.2.6</i>	<i>Portefeuillequalität argentinischer Banken, 1991-96</i>	197
<i>Tabelle 3.2.7</i>	<i>Entwicklung der Zahl der Finanzinstitutionen in Argentinien, 1991-98</i>	198
<i>Tabelle 3.2.8</i>	<i>Portefeuillequalität brasilianischer Banken, 1991-97</i>	199
<i>Tabelle 3.2.9</i>	<i>Entwicklung der Zahl der Finanzinstitutionen in Brasilien, 1994-99</i>	200
<i>Tabelle 3.2.10</i>	<i>Zentrale Kapitalmarkt-Regelwerke in Argentinien, Brasilien und Chile</i>	212
<i>Tabelle 3.2.11</i>	<i>Allgemeine Informationen zu den wichtigsten Handelsplätzen in Argentinien, Brasilien und Chile</i>	215

<i>Tabelle 3.2.12</i>	<i>Marktinfrastuktur im internationalen Vergleich</i>	<i>217</i>
<i>Tabelle 3.2.13</i>	<i>Portfoliozusammensetzung von Pensionsfonds in ausgewählten OECD-Ländern, 1990-96</i>	<i>223</i>
<i>Tabelle 3.2.14</i>	<i>Renditen der Pensionsfondsportefeuilles von OECD-Ländern, 1984-96</i>	<i>224</i>
<i>Tabelle 3.2.15</i>	<i>Aktiva institutioneller Investoren in Lateinamerika, 1998</i>	<i>225</i>
<i>Tabelle 3.2.16</i>	<i>Zusammensetzung der Portefeuilles der Pensionsfonds in Lateinamerika, 1998</i>	<i>230</i>
<i>Tabelle 3.2.17</i>	<i>Aktienengagement institutioneller Investoren in Lateinamerika, 1997</i>	<i>231</i>

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

ABRAPP	<i>Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Privada</i>	Brasilianischer Verband geschlossener Pensionsfonds
ABS	<i>Asset-Backed Securities</i>	ABS-Anleihen
ADEBA	<i>Asociación de Bancos Argentinos</i>	Argentinischer Bankenverband
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>	US-Zertifikat über die Hinterlegung ausländischer Aktien
AFJP	<i>Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones</i>	Argentinischer Pensionsfonds
AFP	<i>Administradora de Fondos de Pensiones</i>	Chilenischer Pensionsfonds
AIOS	<i>Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones</i>	Internationaler Verband der Pensionsfondsaufsichtsbehörden
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>	US-amerikanische Börse
BACEN	<i>Banco Central do Brasil</i>	Brasilianische Zentralbank
BASIC	<i>Bonos, Auditoría, Superintendencia, Información y Calificación</i>	Arg. Pendant der CAMEL-Kriterien der US-Bankenaufsicht
BC	<i>Bolsa de Comercio</i>	Börse von Santiago de Chile
BCBA	<i>Bolsa de Comercio de Buenos Aires</i>	Börse von Buenos Aires
BCRA	<i>Banco Central de la República Argentina</i>	Argentinische Zentralbank
BCU	<i>Banco Central del Uruguay</i>	Uruguayische Zentralbank
BCV	<i>Banco Central de Venezuela</i>	Venezolanische Zentralbank
BEC	<i>Bolsa Electrónica de Chile</i>	Elektronische Börse von Chile
BEVSA	<i>Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay S.A.</i>	Elektronische Börse von Uruguay
BIP		Bruttoinlandsprodukt
BIS/BIZ	<i>Bank for International Settlements</i>	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BNDES	<i>Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social</i>	Größte brasilianische Entwicklungsbank
BOVESPA	<i>Bolsa de Valores de São Paulo</i>	Börse von São Paulo
BVM	<i>Bolsa de Valores de Montevideo</i>	Börse von Montevideo
BVRJ	<i>Bolsa de Valores de Rio de Janeiro</i>	Börse von Rio de Janeiro
CAMEL	<i>Capital adequacy, asset quality, management quality, earnings, liquidity</i>	Schlagwortartig ausgedrückte Kriterien der US-Bankenaufsicht

CCC	<i>Colegio de Contadores de Chile</i>	Kollegium der Buchhalter Chiles
CCR	<i>Comisión Classificadora de Riesgo</i>	Chilenische Kommission zur Risikobewertung
CDSF	<i>Central de Deudores del Sistema Financiero</i>	Argentinische Evidenzzentrale
CEDEAR	<i>Certificado de Depósito Argentino</i>	Arg. Pendant zum ADR
CENCYA	<i>Comisión Especial de Normas de Contabilidad y Auditoría</i>	Argentinische Kommission für Rechnungslegungs- und Prüfungsgrundsätze
CEPAL	<i>Comisión Económica para América Latina y el Caribe</i>	Wirtschaftliche Kommission für Lateinamerika und die Karibik
CMN	<i>Conselho Monetário Nacional</i>	Nationaler Währungsrat Brasiliens
CNV	<i>Comisión Nacional de Valores</i>	Argentinische Börsenaufsicht
COFIDE	<i>Corporación Financiera de Desarrollo</i>	Staatliche peruanische Entwicklungsgesellschaft
CONASEV	<i>Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores</i>	Peruanische Börsenaufsicht
COSIF	<i>Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro</i>	Brasilian. Rechnungslegungsgrundsätze für Finanzinstitute
COSRA	<i>Council of Securities Regulators of the Americas</i>	Verband amerikanischer Börsenaufsichtsbehörden
CPMF	<i>Contribuição provisória sobre movimentação financeira</i>	Brasilianische Steuer auf finanzielle Transaktionen
CVM	<i>Comissão de Valores Mobiliários</i>	Brasilianische Börsenaufsicht
DVP	<i>Delivery versus Payment</i>	Lieferung gegen Zahlung
EAPP	<i>Entidade Aberta de Previdência Complementar</i>	Offener brasilianischer Pensionsfonds
EFPP	<i>Entidade Fechada de Previdência Complementar</i>	Geschlossener brasilianischer Pensionsfonds
FACPCE	<i>Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas</i>	Argentinischer Berufsverband der Wirtschaftswissenschaftler
FAPI	<i>Fundo de Aposentadoria Programada Individual</i>	Offener brasilianischer Pensionsfonds
FGC	<i>Fundo Garantidor de Créditos</i>	Brasilianischer Einlagensicherungsfonds
FGV	<i>Fundação Getúlio Vargas</i>	Stiftung Getúlio Vargas
FIBV	<i>Fédération Internationale des Bourses des Valeurs</i>	Internationaler Börsenverband
FIF	<i>Fundo de Investimento Financeiro</i>	Brasilianischer Investmentfonds

FIPE	<i>Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas</i>	Brasilianisches Forschungsinstitut
FOBAPROA	<i>Fondo Bancario de Protección al Ahorro</i>	Mexikanischer Einlagensicherungsfonds
FOGADE	<i>Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria</i>	Venezolanischer Einlagensicherungsfonds
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>	US-amerikanischen Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
GATS	<i>General Agreement on Trade in Services</i>	Allgemeines Abkommen über den Handel von Dienstleistungen
GDR	<i>Global Depository Receipt</i>	Globaler Depositenschein
GSCS	<i>Global Securities Consulting Services, Ltd.</i>	Englisches Beratungsunternehmen für Wertpapierfirmen
HSBC	<i>Hong Kong Shanghai Banking Corporation</i>	Britische Privatbank
IADB	<i>Inter-American Development Bank</i>	Interamerikan. Entwicklungsbank
IAS	<i>International Accounting Standards</i>	Internat. Buchführungsstandards
IBRACON	<i>Instituto Brasileiro de Contadores</i>	Brasilian. Institut der Buchhalter
IFC	<i>International Finance Corporation</i>	Internationale Finanzierungsgesellschaft
IFS	<i>International Financial Statistics</i>	Internationale Finanzstatistiken
IIB	<i>Institut of International Bankers</i>	US-Bankeninstitut, New York
IMF/IWF	<i>International Monetary Fund</i>	Internationaler Währungsfonds
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden
IPAB	<i>Instituto para la Protección al Ahorro Bancario</i>	Mexikanisches Einlagensicherungsinstitut
ISO	<i>International Securities Identification Number</i>	Internationale Wertpapierkennnummer
ISIN	<i>International Organization of Standardization</i>	Internationale Organisation für Standardisierung
ISSA	<i>International Society of Securities Administrators</i>	Internationale Gesellschaft der Wertpapierverwalter
MAE	<i>Mercado Abierto Electrónico</i>	Elektron. Börse von Argentinien
n.v.		Daten nicht verfügbar
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>	US-amerikanische Börse für Wachstumswerte
NBC	<i>Normas Brasileiras de Contabilidade</i>	Brasilianische Buchführungsvorschriften

NCLs	<i>Normas Contables Legales</i>	Argentinische Buchführungsstandards auf Bundesebene
NCPs	<i>Normas Contables Profesionales</i>	Argentinische Buchführungsstandards auf Provinzebene
NFPS		Nichtfinanzieller Privatsektor
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>	Börse von New York
OECD	<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>	Organisation für wirtschaftl. Zusammenarbeit und Entwicklung
PROCAPTE	<i>Programa de Capitalización Temporal</i>	Programm zur kurzfristigen Rekapitalisierung mex. Banken
PROER	<i>Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional</i>	Brasilianisches Maßnahmenpaket zur Konsolidierung der Privatbanken
PROES	<i>Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária</i>	Brasilianisches Maßnahmenpaket zur Konsolidierung der Staatsbanken
RAET	<i>Regime de Administração Especial Temporária</i>	Interventionsbefugnis der brasil. Zentralbank bei Problembanken
SAFJP	<i>Superintendencia de AFJPs</i>	Arg. Pensionsfondsaufsicht
SAFP	<i>Superintendencia de AFPs</i>	Chilen. Pensionsfondsaufsicht
SBIF	<i>Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras</i>	Chilenische Bankenaufsicht
SBS	<i>Superintendencia de Banca y Seguros del Perú</i>	Peruanische Bankenaufsicht
SCHUFA		Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung
SCI	<i>Serviço de cadastro de inadimplentes</i>	Privates brasilianisches Kreditbüro
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>	US-Börsenaufsicht
SEFyC	<i>Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias</i>	Argentinische Bankenaufsicht
SERASA		Privates brasilian. Kreditbüro
SPC	<i>Secretaria de Previdência Complementar</i>	Brasilianische Aufsichtsbehörde für geschlossene Pensionsfonds
SPC	<i>Serviço de Proteção ao Crédito</i>	Brasilian. Kreditschutzservice
SSN	<i>Superintendencia de Seguros de la Nación</i>	Argentinische Aufsichtsbehörde für Versicherungsgesellschaften
SUDEBAN	<i>Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras</i>	Venezolanische Bankenaufsicht
SUSEP	<i>Superintendência de Seguros Privados</i>	Bras. Aufsichtsbehörde für offene Pensionsfonds und Versicherungen

SV	<i>Superintendencia de Valores</i>	Kolumbianische Börsenaufsicht
SVS	<i>Superintendencia de Valores y Seguros</i>	Chilenische Börsenaufsicht

SYMBOLVERZEICHNIS

A	Wissen, Effizienzparameter
B	Gesamtbetrag aller Schuldendienstzahlungen der Unternehmen an die Bank
C	Konsumgut
D	Delegationskosten
E	Erwartungswert
G	Technologiebedingter Ertrag
H	Optimaler Kreditkontrakt-nennwert (bei beauftragter Informationsproduktion)
I	Investitionen
J	Land
K	Kapital
L	Liberalisierungsindex
M	Qualitätsindex
N	Unternehmen
P	Wahrscheinlichkeit
Q	Überwachungskosten
R	Ertrag der risikofreien Anlage
S	Ersparnis
T	Typus eines Konsumenten
U	Nutzenfunktion
V	Periode
W	Arbeitskräftepotential
W_F	Arbeitseinsatz im Finanzsektor
W_X	Arbeitseinsatz im Zwischengutsektor
X	Zwischenprodukt der höchsten Qualität
Y	Sozialprodukt / Volkseinkommen
Z	Zahlungen der Bank an die Anleger
a	Koeffizient
b	Schuldendienstzahlungen eines einzelnen Unternehmens an die Bank
c	Konsum pro Kopf
d	Differentiation
e	Innovationswilliges Unternehmen

f	Arbeitsinput eines Finanzintermediäres zur Unternehmerbewertung
g	Gleichgewichtige Wachstumsrate
h	Optimaler Kreditkontraktneinwert (ohne Überwachung der Unternehmen)
i	Zwischenprodukt
j	Parameter
k	Numerischer Wert der restriktivsten Maßnahme (GATS)
l	Modusgewicht
m	Zahl der Qualitätsstufen
n	Zahl der Anleger
p	Preis
q	Qualitätsstufe
r	Rendite, Zinssatz
s	Sparquote
t	Zeit
u	Individuelle Nutzenfunktion
v	Unternehmenswert eines Branchenführers
w	Lohnsatz
x	Arbeitsinput eines Unternehmers
y	Unternehmensertrag
z	Schuldendienstzahlungen eines einzelnen Unternehmens an Anleger
Φ	Bankrottkosten
Π	Gewinn eines Marktführers
∂	Modus
δ	Abschreibungsrate
ϕ	Anteil der in Periode 1 abgehobenen Einlagen an den Gesamteinlagen
κ	Marktwert eines "bewerteten" Unternehmers
λ	Maß eines Qualitätssprunges
π	Innovationswahrscheinlichkeit
ρ	Zeitpräferenzrate
τ	Transaktionskostensatz der finanziellen Intermediation
ξ	Unternehmertalent
ψ	Typ 1 Anteil an allen Konsumenten

EINLEITUNG

Does finance matter? Dieser in der amerikanischen Literatur vor noch nicht allzulanger Zeit als Frage formulierter Gedanke hat inzwischen allgemeine Beachtung gefunden. Die jüngsten Finanzkrisen in Asien und Rußland haben das Interesse einer breiten Öffentlichkeit auf diese Frage gelenkt. Auch für die Entwicklungs- und Schwellenländer Lateinamerikas ist die Thematik hochaktuell, nicht zuletzt da die „aufstrebenden Märkte“ Lateinamerikas die Auswirkungen der Asien- und Rußlandkrise in beträchtlichem Maße spüren. Die Diskussion um die Bedeutung des Geld- und Finanzwesens für die ökonomische Entwicklung reicht jedoch zurück bis auf die Fundamente des heutigen Theoriegebäudes der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften. Die Problematik beschäftigt die Ökonomie sowohl auf mikro- als auch auf makroökonomischer Ebene.

In der Mikroökonomik analysiert die Theorie der Finanzintermediation die Aufgaben und Funktionen, die Finanzintermediäre und insbesondere Banken und Kapitalmärkte in einer Volkswirtschaft wahrnehmen. Die Existenz von Finanzintermediären wird damit begründet, daß sie in der Lage sind, bestehende Marktunvollkommenheiten zu reduzieren. Frühere Ansätze stellten dabei die transaktionskostensenkende Wirkung der Finanzintermediation in den Vordergrund, während neuere Arbeiten Vorteile der Intermediäre bei der Risikodiversifikation, der Informationsproduktion und der Unternehmenskontrolle hervorheben. Ein in sich geschlossener Theorieansatz der Finanzintermediation, der die genannten Gründe zur Entstehung von Finanzintermediären gleichzeitig berücksichtigt, existiert zur Zeit jedoch noch nicht.

In der Makroökonomik wird vor allem der Beitrag des Finanzsystems zur wirtschaftlichen Entwicklung untersucht. Schon frühe Forschungen lassen einen Zusammenhang zwischen finanzieller und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung einer Volkswirtschaft erkennen. Meinungsverschiedenheiten bestehen jedoch über die spezielle Bedeutung des Finanzsektors. Insbesondere bleibt die Frage der Kausalität offen. Sind Wachstum und Wohlstand Ursache oder Folge des finanziellen Entwicklungsstandes einer Volkswirtschaft? Beeinflußt die finanzielle Entwicklung, d.h. Qualität und Quantität der Finanzintermediation, die Wachstumsrate einer Volkswirtschaft oder nur das Wohlstandsniveau? Diese Fragen stehen im Mittelpunkt der wachstumsorientierten Forschungen zur Rolle der Finanzintermediäre.

Die weltweit unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung von Volkswirtschaften wird von einigen Ökonomen auch auf die Struktur von Finanzsystemen zurückgeführt. Gegenstand der vergleichenden Finanzsystemforschung ist die Frage, ob die Adaption eines „marktorientierten“ oder „bankorientierten“ Finanzsystems merklichen Einfluß auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft hat. Bis heute ist unter den Wirtschaftswissenschaftlern umstritten, welches die „optimale“ Struktur von Finanzsystemen darstellt, bzw. ob die bankbasierte Finanzintermediation der marktba- sierten überlegen ist, oder umgekehrt. Zudem ist nicht eindeutig geklärt, ob eine derarti- ge „optimale“ Finanzsystemstruktur überhaupt für sämtliche Volkswirtschaften existie- ren kann, oder ob beispielsweise die Finanzstruktur vom Stadium der wirtschaftlichen Entwicklung abhängig ist. Gleichzeitig ist bei einer bereits oberflächlichen Betrachtung der aktuellen Entwicklungen in den westlichen Industrienationen zu konstatieren, daß eine Konvergenz der Finanzsysteme stattfindet. Sind diese Entwicklungen unumgänglich oder hat beispielsweise der durch den Staat festgesetzte finanzielle Ordnungsrahmen Einfluß auf die Evolution von Finanzsystemen?

Mit der Diskussion über die Relevanz der finanziellen Intermediation im ökonomischen Entwicklungsprozeß ist daher auch die Frage eng verbunden, ob und wie staat- liche Politik Quantität oder Qualität der finanziellen Intermediation beeinflussen kann oder soll. In jüngerer Zeit haben insbesondere Regierungen lateinamerikanischer Staaten versucht, über die Kontrolle der Geldschöpfung die wirtschaftliche Aktivität und durch Lenkung der Kreditvergabe und der Kreditzinsen die Zusammensetzung der Investitio- nen zu beeinflussen. Charakteristisch hierfür ist, daß die Zinsen staatlicherseits unterhalb eines Niveaus festgesetzt werden, das auf frei funktionierenden Finanzmärkten erreicht würde. Durch die damit verbundene Subvention des Faktors Kapital wird eine Kredit- aufnahme auch für solche Wirtschaftssubjekte interessant, deren Investitionen nicht die auf einem freien Markt geforderte Rentabilität erbringen. Dadurch kommt es zu einer Verzerrung der relativen Preise und einer suboptimalen Allokation nicht nur auf dem Finanzmarkt, sondern auf sämtlichen Güter- und Faktormärkten. Beispielsweise entsteht eine Tendenz zur Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital, da sich die Verzin- sung des Eigenkapitals nach wie vor an seiner tatsächlichen Grenzleistungsfähigkeit bzw. den Opportunitätskosten orientiert. McKinnon prägte für dieses Phänomen der Verzerrung der Finanzmärkte durch staatliche Eingriffe den Ausdruck *financial repres- sion*.

Mitte der siebziger Jahre wurde ein neues theoretisches Konzept der Entwick- lungspolitik propagiert, das auf einer weitgehenden Liberalisierung und Deregulierung

der Finanzsysteme beruhte. Ziel der Reformen im Finanzsektor war es, die Intermediationskosten zu verringern und die allokativen Effizienz bzw. wenn möglich, das Volumen von Investitionen zu steigern, um so die ökonomische Entwicklung positiv zu beeinflussen. Durch eine entsprechende Transformation von Fristen, Losgrößen und Risiken würde sich so, abstrakt betrachtet, die gesellschaftliche Wohlfahrtsfunktion in Richtung eines Tangentialpunktes auf der volkswirtschaftlichen Transformationskurve bewegen.

Zu den Reformen im Finanzsektor gehörten insbesondere die vollständige Liberalisierung der Zinsen, der Abbau staatlicher Investitionslenkung, ein Übergang von direkten zu indirekten Instrumenten der Liquiditätssteuerung und die Begrenzung offener Kreditlinien der Zentralbank für Banken und Regierungen. Reformen im Finanzsektor blieben jedoch keinesfalls nur auf Entwicklungsländer beschränkt. Die rasante Entwicklung in der Kommunikationstechnologie, Produktinnovationen, verschärfter Wettbewerb und die Deregulierung der Finanzmärkte lösten auch einen tiefgreifenden Wandel in den Finanzsystemen der Industrieländer aus.

Die in der Praxis unternommenen Liberalisierungsmaßnahmen im Finanzsektor waren allerdings nicht immer erfolgreich, sondern endeten mancherorts in Bankenkrisen, so zum Beispiel einige frühe Reformversuche der Länder der Südspitze Lateinamerikas in den siebziger Jahren bzw. zu Beginn der achtziger Jahre. Krisen im Bankensektor blieben indes nicht nur auf Entwicklungsländer begrenzt. Dies verdeutlicht die Krise der US-amerikanischen Spar- und Darlehensinstitute in den achtziger Jahren oder die aktuelle japanische Bankenkrise. Der durch die ersten Reformversuche in Argentinien, Chile und Uruguay ausgelöste Schock führte jedoch in den meisten Ländern Lateinamerikas zu einer Rückkehr zu dem alten interventionistischen System staatlich gelenkter Geld- und Kapitalmärkte. Nur Chile hielt trotz der Rückschläge zweier schwerer Rezessionen in den Jahren 1975 und 1982/83 unvermindert an dem Ziel der Implementierung eines funktionierenden marktwirtschaftlichen Systems fest.

Erst Ende der achtziger Jahre bildete sich in Lateinamerika ein Reformkonsens heraus, der einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel Richtung Marktwirtschaft, außenwirtschaftlicher Öffnung und Reduzierung des Staatseinflusses in der Wirtschaft allgemein und im Finanzsektor im besonderen beinhaltete. Eine Reihe von Ländern, insbesondere Argentinien und Brasilien, führten im Laufe der neunziger Jahre umfassende Wirtschaftsreformen durch. Im Zentrum der Anpassungsprogramme stand eine Neuordnung der Finanzsysteme, da Finanzsysteme in ihrer Rolle als Koordinationszentren volkswirtschaftlicher Ressourcen eine Schlüsselposition im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß einnehmen.

Die Wirtschaftsreformen, die makroökonomischen Stabilisierungsbemühungen sowie die Reformen im Finanzsektor zogen teilweise beeindruckende Veränderungen nach sich. In den neunziger Jahren kam es in Lateinamerika zu einem Börsenboom und zu einer sprunghaften Zunahme der Kreditvergabe. Dennoch blieb die Entwicklung der lateinamerikanischen Finanzsysteme sowie Ausmaß und Qualität der Finanzintermediation trotz der Reformanstrengungen im Vergleich zu führenden Industrienationen weit zurück. Auch ist die Rolle des Staates bei der Allokation finanzieller Ressourcen noch immer bedeutend. Eine Ausnahme ist Chile, das aufgrund seiner kontinuierlichen und entschlossenen Reformpolitik einen für lateinamerikanische Verhältnisse vorbildlich entwickelten Finanzdienstleistungssektor aufbauen konnte.

Um die Qualität und Quantität der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft zu steigern, ohne dabei die Stabilität des Finanzsystems durch eine hohe Anfälligkeit für Krisen und Schocks gleich welcher Art zu gefährden, wird in der neueren Forschung verstärktes Augenmerk auf die Ausgestaltung der Überwachungs- und Regulierungsinstitutionen, auf Anreizsysteme und auf die Wettbewerbssituation im Finanzsystem gelegt. Die Dissertation will hier anknüpfen und die bisher in der Forschung in dieser Art noch nicht explizit untersuchte Beziehung zwischen Finanzsystemen, wirtschaftlicher Entwicklung und der Rolle des Staates bei der Entwicklung einer effizienten Finanzsystemstruktur untersuchen. Die Untersuchung dieser Beziehung erweist sich am Beispiel Lateinamerika als besonders fruchtbar, da diese Region in den letzten Jahren durch eine hohe Reformtätigkeit im Finanzsektor auffiel, in deren Kern eine Neuformulierung der Rolle des Staates im Finanzsystem stand.

Um die zu Beginn im Zusammenhang mit der Bedeutung des Geld- und Finanzwesens für die ökonomische Entwicklung aufgeworfenen Fragen zu beantworten, entwickelt die Arbeit einen funktionalen Ansatz der Theorie der Finanzintermediation. Im Mittelpunkt steht hierbei die Frage, inwieweit es einem Finanzsystem gelingt, bestehende Marktunvollkommenheiten mit minimalen Kosten abzubauen, um so die volkswirtschaftliche Wachstumsdynamik zu unterstützen. Ein Finanzsystem ist dazu um so besser in der Lage, je höher die Güte der hierfür konzipierten institutionellen Arrangements ist. Die zentrale Funktion eines Finanzsystems besteht darin, die Allokation von Ressourcen über Zeit und Raum unter Unsicherheit zu erleichtern. Konkret läßt sich diese Hauptfunktion folgendermaßen instrumentalisieren: Ein Finanzsystem ermöglicht (i.) den Handel, das Pooling und die Diversifikation von Risiken, mobilisiert (ii.) Ersparnisse und führt diese in einem Pooling-Prozeß zusammen, alloziert (iii.) Ressourcen und überwacht Unternehmen sowie stellt (iv.) Zahlungsverkehrsfazilitäten zur Verfügung. Je

besser diese Funktionen von einem Finanzsystem erfüllt werden, desto größer sollte der positive Effekt auf das Wirtschaftswachstum sein.

Im Vordergrund der Arbeit steht die funktionale Gesamtbetrachtung von Finanzsystemen. Falls unterschiedlich leistungsfähige Finanzsysteme existieren, so muß sich dies in einer unterschiedlichen Performance der Finanzsystemfunktionen niederschlagen. Aufgrund der zentralen Rolle, die der Staat bei der Evolution von Finanzsystemen spielt, versucht die Arbeit aus einer funktionalen Perspektive heraus, die institutionellen Kernelemente bzw. die ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen zu identifizieren. Es stellt sich heraus, daß sowohl die bank- als auch marktbasierende Finanzintermediation spezifische Vor- und Nachteile hat. Da die Entwicklung sämtlicher Finanzintermediäre an Rechtssysteme bzw. an den jeweiligen finanziellen Ordnungsrahmen geknüpft ist, sollten die institutionellen Voraussetzungen sowohl für ein solides Bankwesen als auch für funktionierende Finanzmärkte geschaffen werden. Die länderspezifische „optimale“ Finanzstruktur kann sich auf dieser institutionellen Basis in einem offenen Prozeß entwickeln.

Diese Ergebnisse sind sowohl für reformwillige Entwicklungsländer als auch für Industrieländer von Relevanz. Zu beachten ist jedoch, daß die „beste“ Finanzsystemstruktur von länderspezifischen Faktoren abhängt, die den politischen, kulturellen, historischen und gesellschaftlichen Gegebenheiten der jeweiligen Volkswirtschaft entsprechen. Es ist daher bei der Analyse der lateinamerikanischen Finanzsysteme zwingend notwendig, die spezifischen Entwicklungen und Gegebenheiten dieser Region zu beachten. Am Beispiel Argentiniens, Brasiliens und Chiles wird untersucht, welche Rolle der Staat bei der Evolution der lateinamerikanischen Finanzsysteme spielte und welche Aufgaben dem Staat bei der Neuordnung der Finanzsysteme Lateinamerikas zufallen. Wissenschaftlich fundierte Empfehlungen zur Neuordnung der Finanzsysteme in Lateinamerika sollten dabei zum einen auf den neuesten theoretischen Erkenntnissen zur Rolle und Funktion des Finanzsektors beruhen, zum anderen sollten sie sich auf die Erfahrungen anderer Länder mit ihren unterschiedlichen Finanzsystemen stützen.

Teil eins der Arbeit entwickelt einen funktionalen Ansatz der Theorie der Finanzintermediation. Abschnitt (1.1) untersucht im Detail wie Finanzintermediäre und Finanzmärkte entstehen und welche Funktionen sie in einer Volkswirtschaft erfüllen. In Abschnitt (1.2) wird gezeigt, wie die bereits genannten vier Funktionen von Finanzsystemen Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen können. Dabei wird insbesondere die Verbindung zwischen der Qualität der Funktionen von Finanzsystemen und wirtschaftlichem Wachstum betont. In der Arbeit werden zwei Kanäle untersucht wie die

Funktionen eines Finanzsystems Einfluß auf die gleichgewichtige Wachstumsrate haben können; zum einen durch die Akkumulation von Kapital und zum anderen über technische Innovationen. Die Resultate des ersten Teils der Arbeit betonen die hohe Bedeutung von Finanzintermediären für wirtschaftliches Wachstum und liefern somit auch eine Rechtfertigung für die detaillierte Beschäftigung mit der Gestaltung von Finanzsystemen.

Teil zwei der Arbeit beschäftigt sich mit den ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen. In Abschnitt (2.1) werden in der Theorie vorhandene Klassifikationen zu einer möglichen Unterscheidung von Finanzsystemen diskutiert. Abschnitt (2.2) untersucht die Determinanten der Entwicklung finanzieller Strukturen. Mit Hilfe des aus Teil eins der Arbeit bekannten funktionalen Ansatzes der Finanzintermediation werden in Abschnitt (2.3) theoretische Argumente sowie empirische Studien zur vergleichenden Finanzsystemforschung beleuchtet. Banken sowie Börsen bzw. bank- und marktbasierter Finanzintermediation haben bei dem Koordinationsprozeß volkswirtschaftlicher Ressourcen bestimmte Vor- und Nachteile. Abschnitt (2.4) untersucht, ob sich die Vorteile „markt- und bankorientierter“ Systeme nicht zu einem gewissen Grad in einem hybriden Finanzsystem kombinieren lassen. Als Ergebnis des zweiten Teils läßt sich festhalten, daß aus einer funktionalen Perspektive die ordnungspolitischen Grundlagen für eine effiziente Finanzintermediation in der Schaffung der institutionellen Voraussetzungen sowohl für bank- als auch marktbasierter Finanzintermediation durch den Staat bestehen.

Ausgehend von den theoretischen Resultaten des ersten Teils und den im zweiten Teil erarbeiteten Erkenntnissen zu den ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen, stellt die Übertragung dieser Ergebnisse auf die Neuordnung der Finanzsysteme in Lateinamerika den dritten Schwerpunkt der Arbeit dar. Für die Reformländer Lateinamerikas besteht die Möglichkeit, durch Art, Umfang und Reihenfolge entsprechender Reformmaßnahmen die Basis sowohl für die Entwicklung bank- als auch marktbasierter Finanzintermediation zu legen. Abschnitt (3.1) versucht am Beispiel Argentiniens, Brasiliens und Chiles das komplexe Wechselspiel zwischen staatlichem Interventionismus, der Evolution von Finanzsystemstrukturen und wirtschaftlicher Entwicklung in Lateinamerika zu erläutern. Im einzelnen wird in Abschnitt (3.1.1) auf das interventionistische Schema des bis in die siebziger Jahre vorherrschenden Systems der finanziellen Repression, in Abschnitt (3.1.2) auf die bisher erfolgten Reformen, in Abschnitt (3.1.3) auf die aktuelle makroökonomische Situation und in Abschnitt (3.1.4) auf den Einfluß der Reformpolitik auf die Performance der Finanzsysteme eingegangen.

Für eine Steigerung der Effizienz und der Qualität der Finanzintermediation in Lateinamerika ist jedoch ein Modernisierungsprogramm notwendig, das eine Neudefinition der Rolle des Staates erfordert. Eine mögliche Neudefinition der Rolle des Staates in lateinamerikanischen Finanzsystemen wird in Abschnitt (3.2) dargestellt. Abschnitt (3.2.1) erläutert, daß staatliche Eingriffe in das Finanzwesen aufgrund des Auftretens von Externalitäten und dem Faktum, daß Informationen ein öffentliches Gut sind, grundsätzlich gerechtfertigt und notwendig sein können. Staatliche Eingriffe in das Finanzwesen sollten jedoch im wesentlichen auf unterstützende Maßnahmen zur Informationsproduktion und Rechtssicherheit (Abschnitt 3.2.2) sowie auf die Schaffung solider Rahmenbedingungen für die Entwicklung eines stabilen Bankwesens (Abschnitt 3.2.3) und funktionierender Geld- und Kapitalmärkte (Abschnitt 3.2.4) beschränkt bleiben. Ein Exkurs, der in etwas kürzerer Form auf die speziellen Entwicklungen in anderen Ländern Lateinamerikas eingeht, rundet das Bild von der Situation und der Leistungsfähigkeit lateinamerikanischer Finanzsysteme ab. Eine Zusammenfassung und kritische Würdigung der Ergebnisse beschließt die Arbeit.

1 THEORETISCHE ERKENNTNISSE ZUR ROLLE VON FINANZSYSTEMEN IM ENTWICKLUNGSPROZEß

Does finance make a difference...? Raymond W. Goldsmith (1969, S.408)

Die Idee, daß die Finanzstruktur einer Volkswirtschaft Einfluß auf den gesamtwirtschaftlichen Output haben könnte, ist nicht neu. Schon im Jahre 1911 betonte Joseph Schumpeter, daß die Dienste der Banken bedeutend für Innovationen und Wirtschaftswachstum seien. Wirtschaftliches Wachstum war für Schumpeter vor allem gekennzeichnet durch das „Durchsetzen neuer Kombinationen“ und durch die „Andersverwendung von Produktionsmitteln“. Zur Durchsetzung der neuen Kombinationen, so Schumpeter, bedürfe es der Verfügung über Produktionsmittel. Bei etablierten Unternehmen bzw. vermögenden Personen stellt dies kein Entwicklungshemmnis dar. Erstere verfügen bereits über die Produktionsfaktoren, letztere besitzen genügend Geld bzw. Kaufkraft, um sie ihrer bisherigen Verwendungsrichtung zu entziehen und für neue Kombinationen einzusetzen. Diejenigen Unternehmen hingegen, die nicht über die notwendigen Mittel verfügen, um Innovationen durchzusetzen, sind gezwungen „Kredit in Geld oder Geldersatzmitteln aufzunehmen und dafür die nötigen Produktionsmittel zu kaufen“ (Schumpeter 1952, S.104). Dieser Kredit wird dem dynamischen Unternehmer typischerweise von Banken zur Verfügung gestellt. Es kommt zu einer „Verbindung zwischen Kredit und Durchsetzung des Neuen“ (Schumpeter 1952, S.105). Die Bank bzw. der Bankier steht als Intermediär zwischen dem dynamischen Unternehmer und den Eigentümern von Produktionsmitteln.

Fisher argumentierte im Jahre 1933, daß die Schwere der wirtschaftlichen Depression der dreißiger Jahre mit schlecht funktionierenden Finanzmärkten zusammenhänge. Keynes (1930) wies ebenfalls auf die Bedeutung der Banken für die gesamtwirtschaftliche Einkommensentwicklung hin: „Credit is the pavement along which production travels; and the bankers, if they knew their duty, would provide the transport facilities to just the extent that is required in order that the productive powers of the community can be employed to their full capacity“ (Keynes 1930, S.219). Auch Roosa (1951) stellte fest, daß die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur entscheidend von den Dispositionen der Geschäftsbanken abhängt, konnte dies jedoch nicht formal nachweisen.

Derartige Überlegungen zur Rolle von Finanzintermediären bzw. Banken blieben lange Zeit ohne nachhaltigen Einfluß auf die mikro- und makroökonomische Theorie. Eine Ursache für die Vernachlässigung des Finanzsektors in der makroökonomischen Analyse geht bis auf Ideen der Klassik zurück, nach denen Geld lediglich ein Schleier vor den realwirtschaftlichen Geschehnissen ist. Keynes räumte finanziellen Variablen zwar einen hohen Stellenwert ein, seine Schüler konzentrierten sich indes auf Keynes' Ansatz der Liquiditätspräferenztheorie und lenkten somit das Augenwerk auf die Geldnachfrage und weg von den Kapitalmärkten. Die empirische Arbeit von Friedman und Schwartz (1963) erbrachte einen weiteren Beleg für das Geldangebot (und nicht das Kreditangebot) als entscheidende finanzielle Determinante zur Beeinflussung des gesamtwirtschaftlichen Outputs.

Die Tatsache, daß finanzielle Variablen auch in der neoklassischen Theorie des Investitionsverhaltens (Hall und Jorgenson 1967) zunächst unberücksichtigt blieben, kann auf das Modigliani-Miller-Theorem (Modigliani und Miller 1958) der Irrelevanz der Kapitalstruktur bei Finanzierungsentscheidungen zurückgeführt werden. Gurley und Shaw (1955), die wenige Jahre zuvor auf die Bedeutung der Finanzintermediäre und dabei insbesondere auf die Rolle der Nichtbanken hinwiesen, hatten eine Welt mit unvollkommenen Kapitalmärkten vor Augen. Dem Modigliani-Miller-Theorem, welches für eine Arrow-Debreu-Welt entwickelt wurde, konnte aber zunächst kein formal gleichwertiges Modell entgegengesetzt werden, das von der Annahme vollkommener Kapitalmärkte abwich (Gertler 1988, S.565).

Eine erste empirische Arbeit von Goldsmith (1969) scheint die von Gurley und Shaw (1955) bekräftigte wachstumsfördernde Wirkung von Finanzintermediation zu bestätigen: „In most countries a rough parallelism can be observed between economic and financial development if periods of several decades are considered“ (Goldsmith 1969, S.48). Die Studie weist allerdings nur auf eine Korrelation dieser beiden Phänomene hin, nicht auf einen Kausalzusammenhang. Auch Goldsmith ist sich darüber im Klaren: „There is no possibility, however, of establishing with confidence the direction of the causal mechanism, i.e., of deciding whether financial factors were responsible for the acceleration of economic development or whether financial development reflected economic growth whose mainsprings must be sought elsewhere“ (Goldsmith 1969, S.48).

Erst mit der Weiterentwicklung der Theorie asymmetrischer Informationen und ihrer Anwendung auf Finanzmärkte (beginnend mit Jensen und Meckling 1976 und Leland und Pyle 1977) wurde es möglich, Existenz und Verhalten von Finanzintermediären

bei unvollkommenen Kapitalmärkten modelltheoretisch zu begründen. Im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik hebt das Konstrukt der Finanzintermediation die realitätsferne Annahme des vollkommenen Marktes auf und erfaßt Marktunvollkommenheiten als asymmetrische Informationsverteilung zwischen den Marktteilnehmern, als anfallende Kosten für den Tauschprozeß und als Unsicherheit über zukünftige Transaktionsbedingungen. Damit werden Finanzintermediäre erkennbar, die Transaktionswünsche effizienter als der Markt erfüllen können, indem sie diese Marktunvollkommenheiten reduzieren.

Dies läßt vermuten, daß wachstumsrelevante Determinanten wie z.B. die Höhe der Spar- oder Investitionsquote, die gesamtwirtschaftliche Innovationsrate oder die Höhe der gleichgewichtigen Wachstumsrate von der Fähigkeit des Finanzsystems abhängen, bestehende Marktunvollkommenheiten zu reduzieren. Aktivitäten der Finanzintermediäre und Finanzmärkte auf einzelwirtschaftlicher Ebene hätten somit bedeutende makroökonomische Konsequenzen: Finanzintermediäre und Finanzmärkte bzw. Finanzsysteme im allgemeinen hätten Einfluß auf das wirtschaftliche Wachstum einer Volkswirtschaft.

Inzwischen gibt es Belege dafür (King und Levine 1993b), daß der finanzielle Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft ein guter Indikator für die künftigen Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes, der Akkumulation von Sachkapital und der Zunahme der Investitionseffizienz ist. Eine wachsende Anzahl von empirischen Analysen, einschließlich Arbeiten auf Industrie- und Firmenebene,¹ Länderstudien² und Länderquerschnittsanalysen³ bestätigen diese positive Verbindung zwischen einem gut funktionierenden Finanzsektor und langfristigem Wirtschaftswachstum. Dennoch bleibt die Frage nach der Kausalitätsrichtung dieser Beziehung offen. Einige Autoren betrachten die Entwicklung des Finanzsektors als notwendige (ursächliche) Determinante wirtschaftlichen Wachstums (*supply-leading* Funktion).⁴ Andere verneinen diese Einschätzung der Bedeutung von Finanzintermediation oder zumindest ihre Gültigkeit für alle Entwicklungsstadien.⁵ Für sie ist der reale Sektor der Motor des Wachstums, der die

¹ Vgl. z.B. Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996; 1998) sowie Neusser und Kugler (1998).

² Vgl. hierzu z.B. Cameron (1967), Haber (1991), Sussman und Zeira (1995) und Kwan u.a. (1998).

³ Vgl. z.B. Fry (1995), King und Levine (1993a; 1993c), Galetovic (1996b) sowie Odedokun (1996; 1998).

⁴ Vgl. insbesondere McKinnon (1973; 1991), Shaw (1973), King und Levine (1993a; 1993b; 1993c), Fry (1997) sowie Rajan und Zingales (1998).

⁵ Vgl. zum Beispiel Robinson (1952), Patrick (1966), Lucas (1988) oder Stern (1989).

finanzielle Entwicklung nach sich zieht (*demand-following* Funktion).⁶ Allgemein anerkannt ist somit lediglich die Tatsache, daß ein Zusammenhang zwischen dem Entwicklungsstand des realen Sektors und dem des Finanzsektors einer Volkswirtschaft besteht.

Um diesen Sachverhalt genauer zu untersuchen, entwickelt die Arbeit einen funktionalen Ansatz der Theorie der Finanzintermediation. Die Funktion des Finanzsystems für die Unterstützung der volkswirtschaftlichen Wachstumsdynamik wird darin gesehen, bestehende Marktunvollkommenheiten mit minimalen Kosten abzubauen. Ein Finanzsystem ist dazu um so besser in der Lage, je höher die Güte der hierfür konzipierten institutionellen Arrangements ist. Die zentrale Funktion eines Finanzsystems besteht darin, die Allokation von Ressourcen über Zeit und Raum unter Unsicherheit zu erleichtern.⁷ Je besser diese Funktion von einem Finanzsystem erfüllt wird, desto größer sollte der positive Effekt auf das Wirtschaftswachstum sein.

Ein zentrales Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, den Nexus zwischen wirtschaftlichem Wachstum und der Leistungsfähigkeit der Finanzintermediation zu modellieren. Dazu wird die Hauptfunktion eines Finanzsystems, die Erleichterung der Allokation von Ressourcen über Zeit und Raum unter Unsicherheit, in vier Funktionen untergliedert: Ein Finanzsystem erleichtert (i.) den Handel, das Pooling und die Diversifikation von Risiken; mobilisiert (ii.) Ersparnisse und führt diese in einem Pooling-Prozeß zusammen, alloziert (iii.) Ressourcen und überwacht Unternehmen sowie Manager und stellt (iv.) Zahlungsverkehrsfazilitäten zur Verfügung.⁸

Dieser funktionale Ansatz begrenzt sich nicht nur auf die Analyse eines bestimmten Finanzierungsinstruments wie z.B. Geld oder die Analyse einer bestimmten Institution wie zum Beispiel Banken. Das erscheint plausibel, da sich die effiziente institutionelle Struktur eines Finanzsystems bzw. auch die Funktionen von Finanzinstitutionen im Zeitablauf verändern und regional verschieden sind. Die Gründe hierfür sind verschiedenster Art. Sie können zum Beispiel auf eine unterschiedliche Verfügbarkeit von Technologien zurückgeführt werden oder auch auf unterschiedliche politische, kulturelle und historische Hintergründe oder differierende Präferenzstrukturen. Im Gegensatz dazu sind die grundlegenden Funktionen von Finanzsystemen in allen Volkswirtschaften zeitinvariant. Innovationen und Wettbewerb unter Institutionen führen letztendlich zu Effizienz-

⁶ Die Begriffe der *supply-leading* versus der *demand-following* Funktion des Finanzsektors im Bezug auf wirtschaftliche Entwicklung gehen auf Patrick (1966) zurück.

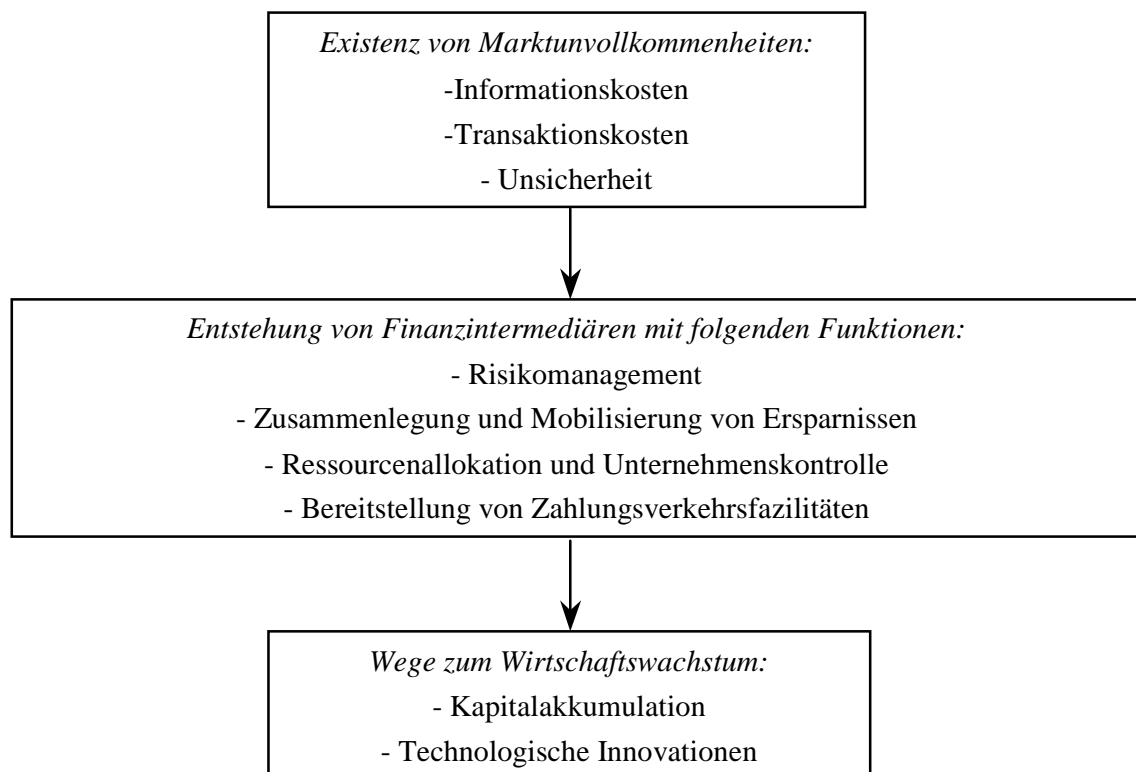
⁷ Vgl. hierzu auch ähnliche Überlegungen von Merton und Bodie (1995) sowie Pierce (1991).

⁸ Vgl. zu weiteren Klassifikationsmöglichkeiten von Finanzsystemfunktionen Cole und Slade (1991), Rose (1997), Merton und Bodie (1995) sowie Levine (1997).

steigerungen im Finanzsystem, was gleichbedeutend mit einer verbesserten Performance der Funktionen des Finanzsystems ist.

Abschnitt (1.1) dieser Arbeit untersucht im Detail wie Finanzintermediäre und Finanzmärkte entstehen und welche Funktionen sie in einer Volkswirtschaft erfüllen. In Abschnitt (1.2) wird gezeigt, wie die bereits genannten vier Funktionen von Finanzsystemen Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen können. Dabei wird insbesondere die Verbindung zwischen der Qualität der Funktionen von Finanzsystemen und wirtschaftlichem Wachstum betont. Es werden zwei Kanäle untersucht, die dafür bedeutsam sein können, wie die Funktionen eines Finanzsystems Einfluß auf die gleichgewichtige Wachstumsrate haben; zum einen durch die Akkumulation von Kapital und zum anderen über technische Innovationen. Abbildung 1.1 verdeutlicht die Vorgehensweise im ersten Teil der Arbeit.

Abbildung 1.1 Eine Theoretische Annäherung zur Wirkung von Finanzintermediation im Entwicklungsprozeß



Quelle: Eigene Darstellung

1.1 EIN FUNKTIONALER ANSATZ DER THEORIE DER FINANZINTERMEDIATION

Die Theorie der Finanzintermediation untersucht auf mikroökonomischer Ebene die Frage, warum Finanzintermediäre und dabei insbesondere Banken, überhaupt auftreten und welche Aufgaben und Funktionen sie in einer Volkswirtschaft wahrnehmen.

Betrachtet man einen vollkommenen Kapitalmarkt, so gibt es in diesem Markt keine Transaktionskosten, keine Unteilbarkeiten und keine Ungewißheit. Informationen sind vollständig und auf alle Wirtschaftssubjekte symmetrisch verteilt. Die Vollständigkeit der Märkte ist ein Konzept der klassischen Gleichgewichtstheorie von Arrow (1953) und Debreu (1959). Ein Markt ist vollständig, wenn mindestens so viele linear unabhängige (Kapital)Güter wie Umweltzustände vorhanden sind. Durch die Kombination der einzelnen (Kapital)Güter kann eine beliebige Risikoposition, d.h. auch eine sichere Position erreicht werden. Hervorzuheben ist dabei, daß das Vorhandensein von Unsicherheit per se noch keine Abweichung von den Effizienzätzen der Wohlfahrtstheorie bedeutet.

Es existiert bei Arrow (1964) eine rudimentäre Finanzierungsfunktion, d.h. ein Unternehmen gibt gegebenenfalls „Arrow-securities“ aus, um seine Investitionen zu finanzieren. Finanzintermediäre sind in solch einem Arrow-Debreu-Szenario nicht notwendig. Man könnte derartige Institutionen grundsätzlich in das Modell einführen, dies hätte allerdings keine Auswirkungen auf die Gleichgewichtsallokation der Investitionen und der Risiken, da die Finanzintermediäre in diesem Rahmen keine produktiv wirkenden Funktionen wie Informationserstellung, Überwachung oder Kommunikation übernehmen. Solange Finanzintermediäre nur die in einem vollständigen Markt vorhandenen Titel kaufen oder verkaufen, haben ihre Aktivitäten keinen Einfluß auf die Risiken, welchen die Haushalte durch die Unternehmen ausgesetzt sind, oder auf die Möglichkeiten, diese Risiken auf die verschiedenen Haushalte aufzuteilen.

Der perfekte Kapitalmarkt ist jedoch eine Fiktion. In der Realität ist die Kapitalanlage bzw. die Kapitalbeschaffung mit Transaktionskosten, Unsicherheit und asymmetrischen Informationen verbunden. Transaktionskosten sind ganz allgemein die Kosten der Betreibung eines Wirtschaftssystems durch Märkte oder Organisationen. Sie können in der Form von Such- oder Informationskosten, Verhandlungskosten sowie Kosten der Überwachung und Durchsetzung vertraglicher Leistungspflichten auftreten. Informationsmängel ergeben sich durch unvollständiges Wissen der Wirtschaftssubjekte über die Umweltzustände und/oder über das Verhalten oder die Charakteristika der Vertragspart-

ner. Es besteht unvollkommene Voraussicht und damit Unsicherheit über bestimmte Ereignisse.

Bei der Existenz von Marktunvollkommenheiten kann die Einschaltung eines Finanzintermediärs sinnvoll sein, da sich die gesamtwirtschaftlichen Kosten des Kapitaltransfers von Kapitalüberschußeinheiten zu den Defiziteinheiten reduzieren. Insofern stellen sie effiziente Zweitbestlösungen dar, deren Existenz durch Transaktionskosten bei unvollkommener Voraussicht begründet wird. Ein in sich geschlossener Theorieansatz der Finanzintermediation, der alle genannten Gründe zur Entstehung von Finanzmittlern gleichzeitig berücksichtigt, existiert zur Zeit noch nicht. Vielmehr werden einzelne Phänomene herausgegriffen und unter diesem Aspekt erklärt. Die verschiedenen Theorieansätze zur Existenz von Finanzintermediären werden in den folgenden Abschnitten berücksichtigt. Im Vordergrund der Arbeit steht dabei die funktionale Dimension der Finanzsysteme insgesamt. Es wird versucht, eine funktionale Gesamtperspektive der Bedeutung der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft zu entwickeln.

Uneinigkeit herrscht in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur darüber, welche Funktionen der Finanzintermediäre am bedeutendsten sind. Dies führt zu verschiedenen Unterteilungen der Aktivitäten von Finanzintermediären, die letztendlich hinter den verschiedenen Erklärungsansätzen stehen. Hart und Jaffee (1975), Bhattacharya und Thakor (1993), Neuberger (1998) und Büschgen (1998) unterscheiden zwei Arten von Intermediationsleistungen: Maklergeschäft/Transaktionsleistungen (*brokerage*) und Vermögenstransformation (*asset transformation*).

Finanzintermediäre erbringen eine Maklerfunktion, indem sie Kapitalgeber und Kapitalnehmer mit komplementären Bedürfnissen zusammenbringen. Dafür erhalten sie in der Regel eine Gebühr. Der Finanzintermediär reduziert die asymmetrische Informationsverteilung zwischen den Marktpartnern und profitiert dabei insbesondere von der Wiederverwertbarkeit der Informationen (*information reusability*). Im Gegensatz zum Maklergeschäft, welches ohne substantielles Risiko betrieben werden kann, sind die Transformationsleistungen der Finanzmittler mit Risiko verbunden. Transformationsleistungen beziehen sich insbesondere auf die Fristigkeit (Fristentransformation), die Teilbarkeit (Losgrößentransformation), das Kreditrisiko (Risikotransformation) und die Liquidität von Finanzvermögen. Diese Unterteilung betont die indirekte Finanzierungsfunktion der Finanzmittler. Dabei wird aber implizit die Bereitstellung und Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zur Nebensächlichkeit reduziert (Scholtens 1993, S.117). Klein (1971), Fama (1985), Goodhart (1987) sowie Englund und Svensson (1988) betonen dagegen die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten als die

Hauptaufgabe der Finanzintermediäre. Die Unterscheidung der Funktionen von Finanzmittlern in Transaktions- und Transformationsleistungen dient aber insbesondere dazu, Banken von anderen Finanzintermediären abzugrenzen. Büschgen (1998, S.40) bezeichnet die Übernahme von Transformationsleistungen als das „wesensbestimmende Merkmal von Banken“.⁹

In diesem Abschnitt wird aber keine funktionale Differenzierung *innerhalb* der Finanzintermediation angestrebt, d.h. beispielsweise eine Trennung in Transaktions- oder Transformationsfunktion. Grundlage der Gliederung dieses Abschnittes sind die Funktionen von Finanzsystemen, d.h. die Funktionen der Finanzintermediation aus gesamtwirtschaftlicher Sicht. Betrachtet man die Entwicklungen innerhalb der Finanzintermediation im Zeitablauf, so erkennt man, daß die Funktionen von Finanzsystemen insgesamt stabil geblieben sind, die Art und Weise wie sie durchgeführt worden sind, d.h. die Funktionen einzelner Finanzinstitutionen, hingegen sich stark verändert haben.

Beispielsweise sei auf die Entwicklungen des Finanzwesens innerhalb der letzten zwanzig Jahre hingewiesen, das durch eine drastische Innovationstätigkeit gekennzeichnet war. Man denke z.B. an den außerbörslichen Wertpapierhandel über Internet-Plattformen, an den weltumspannenden 24 Stunden-Handel Tokio/London/New York, an innovative Finanzierungsinstrumente wie Swaps, Futures, ABS-Anleihen (*asset-backed securities*), Junk Bonds, an Vorausregistrierung (*shelf-registration*) usw. Vor allem im Großkreditbereich treten Kapitalanbieter guter Bonität und Kapitalnachfrager zunehmend direkt miteinander in Kontakt, d.h. ohne die Zwischenschaltung der Transformationsleistung einer Bank. Diesen Prozeß des „an den Banken vorbei“ bezeichnet man als „Disintermediation“. Das bilanzwirksame zinsorientierte Geschäft der Banken wird in zunehmenden Maße durch provisionsorientierte Aktivitäten eines Garantiegebers (*underwriter*) bzw. Vermittlers oder Händlers ersetzt. In diese Richtung wirkt auch der Trend zur Verbriefung von Kreditbeziehungen (*securitization*) und die steigende Bedeutung innovativer Zahlungssysteme im Wettbewerb um Marktpotentiale. Ermöglicht wurden diese strukturellen Änderungen in den Finanzsystemen unter anderem durch Fortschritte in der Telekommunikations- und Computertechnologie, die zu einer enormen Reduzierung der Transaktionskosten führten.

⁹ Es sei darauf hingewiesen, daß den US-amerikanischen Banken (*commercial banks*) bis zur Verabschiedung des Gramm-Leach-Bliley Act im November 1999 nur das Einlagengeschäft als bankinstitutsbegründende Tätigkeit gesetzlich vorbehalten war. In der Terminologie von Büschgen (1998) entspricht dies der Transformationsfunktion. Die Transaktionsleistung wird typischerweise von den *investment banks* erbracht.

Disintermediation kann auch als ein institutioneller Verlagerungsprozeß angesehen werden, in dem Finanzmärkte immer mehr die klassischen Finanzintermediäre bei der Durchführung gewisser Funktionen von Finanzsystemen ersetzen. In der Terminologie von Ross (1989) zur Klassifizierung von Finanzinstitutionen wäre somit ein Trend von opaken Finanzinstitutionen („opaque financial institutions“) zu transparenten Finanzinstitutionen („transparent financial institutions“) erkennbar (vgl. Abbildung 1.2). Die Trennung in Transaktions- und Transformationsfunktion von Finanzintermediären verliert damit tendenziell an Gewicht.

Abbildung 1.2 Klassifizierung von Finanzinstitutionen

<i>Transparent</i>			<i>Halbtransparent</i>			<i>Opak</i>	
Rentenmärkte	Aktienmärkte	Terminbörsen	Investmentfonds	Pensionsfonds	Finanzierungsgesellschaften	Versicherungsgesellschaften	Banken

Quelle: Merton (1995)

An dieser Stelle sind einige definitorische Bemerkungen angebracht. Unter einem Finanzsystem wird im folgenden die Gesamtheit von Institutionen und Einrichtungen verstanden, die Finanzierungs-, Geldanlage- und Zahlungsverkehrsfazilitäten in einer Volkswirtschaft zur Verfügung stellen. Grundsätzlich ist eine Aufteilung der Finanzinstitutionen im Sinne von Ross (1989) nach dem Grad der Transparenz bzw. der Relevanz von Agency-Kosten denkbar: Agency-Kosten sind für organisierte Wertpapiermärkte (transparente Finanzinstitutionen) gering und sind relevant und charakteristisch für opake Finanzinstitutionen (vgl. Abbildung 1.2).

Als Finanzintermediäre werden Individuen, Institutionen oder Einrichtungen bezeichnet, die einen Ausgleich zwischen Kapitalanlage- und Kapitalaufnahmebedarf von unterschiedlichen Wirtschaftssubjekten herstellen oder zur Herstellung des Ausgleichs beitragen. Finanzintermediäre im engeren Sinne werden in Anlehnung an Bitz (1989) dadurch definiert, daß sie von originären Kapitalgebern, die Finanzmittelüberschüsse haben, Zahlungsmittel entgegennehmen (Anlageleistung), und die Finanzmittel originären Kapitalnehmern, bei denen finanzielle Defizite bestehen, zur Verfügung stellen (Finanzierungsleistung). Finanzintermediäre im engeren Sinne sind beispielsweise sämtliche Arten von Kreditinstituten, Kapitalanlagegesellschaften, Leasing- und Factoringunternehmen oder Kapitalbeteiligungsgesellschaften einschließlich Venture-Fonds usw.

Über den eigentlichen semantischen Gehalt des Terminus „Intermediär“ hinaus werden im folgenden solche Institutionen als Finanzintermediäre im weiteren Sinne bezeichnet, die darauf spezialisiert sind, den unmittelbaren Abschluß von Finanzkontrakten zwischen originären und/oder intermediären Kapitalgebern und -nehmern herbeizuführen bzw. zu ermöglichen, ohne dabei jedoch als Partner eines solchen Vertrages aufzutreten. Bitz (1989) unterscheidet drei Leistungskategorien der Finanzintermediäre im weiteren Sinne: (i.) Institutionen, die eine Vermittlungsleistung zwischen originären und/oder intermediären Kapitalnehmern und -gebern erbringen. Hierunter fallen typischerweise Finanz-, Versicherungs- und Wertpapiermakler aber auch die Wertpapierbörsen, denn ihre Einrichtungen tragen wesentlich dazu bei, die Kosten für die Anbahnung eines Vertragsabschlusses zu senken. (ii.) Informationsleistungen. Die Bereitstellung von Informationen über Existenz und Qualität potentieller Kapitalnehmer bzw. verschiedener Anlagemöglichkeiten wird beispielsweise von Börsendiensten, Rating-Agenturen oder Evidenz-Zentralen usw. erbracht. (iii.) Risikoübernahme. Unter diese Kategorie fallen zum Beispiel Kreditversicherer oder Bürgschaftsbanken bzw. Institutionen, die bestimmte, vertraglich genau spezifizierte Risiken, die denen aus der Geldanlage resultierenden Ansprüchen unterliegen, übernehmen.

Die Grenzen zwischen Finanzintermediären im engeren und weiteren Sinne sind teilweise fließend, da Vermittlungs-, Informations- und Risikoübernahmeleistungen auch von Finanzintermediären im engeren Sinne erbracht werden (z.B. Emissionsgeschäft, Anlageberatung oder Akzeptkreditgeschäft von Banken). Trotzdem ist diese Unterteilung sinnvoll, da sie zum einen alle Institutionen in der finanziellen Sphäre umfaßt und zum anderen die verschiedenartigen Tätigkeiten der Finanzintermediäre zum Ausdruck bringt.

Im folgenden wird nun detailliert untersucht, warum Finanzintermediäre im engeren und weiteren Sinne entstehen und welche Funktionen sie in einer Volkswirtschaft ausüben. Es werden vier Funktionen von Finanzsystemen unterschieden: die Funktion des Risikomanagements (Abschnitt 1.1.1); die Funktion der Ersparnismobilisierung (Abschnitt 1.1.2); Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle (Abschnitt 1.1.3) und die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten (Abschnitt 1.1.4).

1.1.1 Risikomanagement

Sämtliche wirtschaftliche Aktivitäten sind einer Vielzahl von Risiken ausgesetzt. Unter Risiko versteht man in der Ökonomie allgemein die Gefahr, daß ein tatsächlich realisiertes Ereignis vom erwarteten Ergebnis negativ abweicht. Formal läßt sich dieser Risikobegriff durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung darstellen, bei der die künftigen realisierbaren Ereignisse um einen Erwartungswert schwanken. Versteht man Risiko als die Gefahr von Ergebnisschwankungen um den Erwartungswert, so besteht grundsätzlich die Möglichkeit sowohl positiver wie auch negativer Abweichungen. Ersteres wird häufig als „Chance“ bezeichnet, letzteres kann auch als „Risiko im engeren Sinne“ verstanden werden. Charakteristisch für den Risikobegriff ist die einseitige Betrachtung der ungünstigen Abweichungen der Ereignisse vom Erwartungswert.¹⁰

Risiken bezüglich zukünftiger Ereignisse haben für risikoaverse Wirtschaftssubjekte Nutzeneinbußen zur Folge. Haushalte und Unternehmen sind in der Regel grundsätzlich risikoavers, d.h. sie haben das Bedürfnis, sich gegen Risiken abzusichern. Dazu sind folgende Maßnahmen denkbar: Informationssuche, um die Risiken abzubauen; Diversifikation, um durch geeignete Streuung die Risiken zu verkleinern oder Risikoverteilung zwischen Individuen mit unterschiedlichem Grad der Risikoabneigung. Stellt daher eine Volkswirtschaft mehr Möglichkeiten zum Management von Risiken bereit, so werden die einzelnen Wirtschaftssubjekte besser gestellt, da mehr Möglichkeiten bestehen, Risiken umzuverteilen.

Ein effizientes Finanzsystem stellt sicher, daß durch marktorientierte finanzielle Arrangements die Risiken denjenigen Wirtschaftssubjekten zugewiesen werden, die sie am bereitwilligsten übernehmen. Derartige Arrangements können viele Formen annehmen, spiegeln aber tendenziell die Komplexität und das Entwicklungsniveau einer Volkswirtschaft wieder. Beispielsweise liegt vielen der jüngsten Finanzinnovationen, die ihren Ursprung in den entwickelten Industrienationen haben, das Motiv zugrunde, komparative Vorteile bei der Risikoübernahme auszunutzen (z.B. Swaps, Futures, Optionen). Die Bedeutung solcher Absicherungsinstrumente wird dort am deutlichsten, wo sie nicht vorhanden sind. So dürfen in vielen Entwicklungsländern die Unternehmen – auch solche mit Fremdwährungsverbindlichkeiten – keine Fremdwährungsaktiva halten oder

¹⁰ Grundsätzlich ist es möglich, Ungewißheit und Risiko zu unterscheiden (Knight 1921). Ungewißheit grenzt sich von Risiko dadurch ab, daß die Eintrittswahrscheinlichkeiten für zukünftige Ereignisse nicht bekannt sind. Risiko und Ungewißheit werden hier jedoch synonym verwendet.

Terminkontrakte erwerben. Sie können ihr Wechselkursrisiko deswegen kaum absichern. Ebenso sind beispielsweise Landwirte in Entwicklungsländern, die keinen Zugang zu den Weltterminmärkten haben, nicht in der Lage, die mit den Fluktuationen der Weltmarktpreise ihrer Erzeugnisse verbundenen erheblichen Risiken abzusichern. Unter solchen Umständen sind sie wahrscheinlich dazu geneigt, weniger zu investieren und damit zu produzieren.

Finanzsysteme können zur Bewältigung von Risiken beitragen, indem sie diese unter den Marktteilnehmern umverteilen bzw. durch finanzielle Arrangements denen zuweisen, die sie am bereitwilligsten übernehmen. Allen und Santomero (1998) identifizieren die Funktion des Risikomanagements als die Hauptaktivität vieler Finanzintermediäre. Grundsätzlich gibt es dazu drei verschiedene Möglichkeiten: Hedging, Versicherung und Diversifikation.

Hedging zielt darauf ab, aus einem Grundgeschäft resultierende offene Positionen durch negativ korrelierte Risiken aus Finanztransaktionen zu kompensieren und damit versicherungsähnliche Wirkungen zu erzielen. Ein perfektes Hedging schließt für den Hedger sowohl Gewinne als auch Verluste aus den genannten Risiken aus. Unter einer Versicherung wird hier ganz allgemein eine Menge von Wertpapieren oder Kontrakten verstanden, die bestimmte Risiken im Austausch für die Zahlung einer Prämie begrenzen oder ausschalten. Diversifikation bezeichnet eine Risikoreduktion, die aus einer Kombination von nicht vollständig positiv miteinander korrelierten Risikoquellen resultiert (Risikostreuung). Angewandt auf ein Kreditportfolio besagt das Diversifikationsprinzip beispielsweise, daß die Ungewißheit über die tatsächlichen Ausfälle des Portfolios durch eine Zunahme der Anzahl der Einzelkredite im Portfolio reduziert werden kann, solange die Ausfallrisiken der einzelnen Darlehen nicht vollständig positiv miteinander korrelieren. Sofern die einzelnen Kreditrisiken identisch und unabhängig verteilt sind, gilt das Gesetz der großen Zahl, d.h. die Streuung der Ausfälle tendiert gegen Null, wenn sich die Anzahl der Kreditnehmer gegen Unendlich nähert. Dies impliziert, daß das Auftreten von Darlehensausfällen in einem Portfolio mit einer großen Anzahl voneinander unabhängigen Kreditnehmer besser vorhergesagt werden kann, obwohl die erwartete Ausfallrate durch Diversifikation nicht beeinflußt wird (Flannery 1985, S.461). Auf dem Diversifikationsprinzip basieren auch mehrere Ansätze zur Erklärung der Existenz von Finanzintermediären auf die im folgenden eingegangen wird.

Entstehung von Finanzintermediären durch Risikotransformation

„Banks have issued demand deposits throughout their history, and economists have long had the intuition that demand deposits are a vehicle through which banks fulfill their role of turning illiquid assets into liquid assets.“ Douglas W. Diamond und Philip H. Dybvig (1983, S.405)

In dem Ansatz von Diamond und Dybvig (1983) bieten Banken Versicherungsleistungen an, indem sie Investoren vor Einkommens- und Vermögensfluktuationen bewahren, die bei Risikoaversion negativ bewertet werden. Insofern entstehen Banken als Pareto-optimale Institutionen, die eine bessere Aufteilung der Risiken ermöglichen. Das Modell von Diamond und Dybvig (1983) wird im folgenden genauer untersucht, da es zum einen eine Pionierleistung auf diesem Gebiet darstellt und zum anderen verschiedene endogene Wachstumsmodelle, die den Nexus zwischen Finanzintermediation und Wirtschaftswachstum modellieren, diesen Ansatz verwenden.

Das Modell von Diamond und Dybvig (1983) gibt mit der Risikotransformation eine Erklärung für festverzinsliche Depositen. Es wird gezeigt, daß das Angebot eines Sichtdepositenkontrakts durch eine Bank eine gegenüber kompetitiven Tauschmärkten überlegene Allokation herbeiführt, indem risikoaversen Individuen eine Versicherung durch Bereitstellung von Liquidität geboten wird. Die Funktion der Banken besteht in der Transformation illiquider Aktiva in liquide Passiva, die zu einer Verstetigung der Erträge führen. Die Transformationsleistung ist mit Wohlfahrtsgewinn verbunden, da die Einleger dem Risiko unerwarteter Liquiditäts- bzw. Konsumbedürfnisse unterliegen. Aufgrund der Risikoaversion der Einleger erfordert eine effiziente Allokation eine Versicherung gegen diese unerwarteten Konsumbedürfnisse. Die Versicherungsleistung kann auf einem kompetitiven Markt nicht funktionieren, weil der Versicherungsfall, d.h. das Eintreten unerwarteter Liquiditätsbedürfnisse, eine private Information ist und daher nicht nachgeprüft werden kann. Es stellt sich heraus, daß dieses Problem asymmetrischer Informationsverteilung am besten eine Bank durch Sichtdepositenkontrakte lösen kann, wodurch die Ertragsverstetigung institutionalisiert wird, ohne daß private Informationen nachgeprüft werden müssen. Allerdings können in dem Modell Depositenkontrakte nicht nur zu einer wohlfahrtssteigernden Risikoallokation führen, sondern sie können auch eine Bankpanik mit erheblichen gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen implizieren. Beide Möglichkeiten werden als Nash-Gleichgewichte identifiziert.

Das Modell erstreckt sich über drei Perioden ($V = 0, 1, 2$). Es existiert ein einziges, lagerfähiges homogenes Gut und ein Kontinuum von Konsumenten, die in der Peri-

ode 0 jeweils mit einer Einheit des Gutes ausgestattet sind. Alle Konsumenten haben Zugang zu einer identischen, risikolosen Produktionstechnologie, die jede in $V = 0$ investierte Einheit in eine Einheit Output in Periode 1 und $G > 1$ Outputeinheiten in Periode 2 verwandelt. Dies macht deutlich, daß die Liquidierung einer langfristigen Investition Kosten verursacht. Alle Konsumenten haben Zugang zu einer privaten Lagerhaltungstechnologie, die eine nicht beobachtbare Lagerhaltung des Gutes ermöglicht, aber keinen Ertrag abwirft.

Jeder Konsument ist mit einem Konsum- bzw. Liquiditätsrisiko konfrontiert. Ein Anteil ψ der Konsumenten gehört zum Typ 1, der ausschließlich aus dem Konsum in Periode 1 Nutzen zieht; $(1-\psi)$ der Konsumenten ist vom Typ 2, der nur in Periode 2 konsumieren will. Ansonsten sind alle Konsumenten identisch und ψ ist fix. In $V = 0$ werden daher alle Konsumenten investieren, da die Produktionstechnologie mindestens so ertragreich ist wie eine Lagerung (für Typ 2 Konsumenten ist eine Investition eindeutig besser). Die Konsumenten erfahren aber annahmegemäß erst in $V = 1$ ihren Typ, d.h. sie sind in $V = 0$ dem Konsumrisiko Typ 1 ausgesetzt, der einen vorzeitigen, ertraglosen Abbruch der Investitionen in Periode 1 impliziert. Die Information, von welchem Typ die Konsumenten sind, ist objektiv nicht nachprüfbar, sie ist nur den einzelnen Konsumenten bekannt, also rein privat.

Die Autarkielösung: Angenommen die Individuen sind voneinander isoliert, dann wird jeder einzelne in $V = 0$ zunächst seine gesamte Anfangsausstattung zur Produktion verwenden, da er sie ja in $V = 1$ ohne Verluste wieder zurückziehen und konsumieren kann. Stellt er in $V = 1$ fest, ein Typ 1 zu sein, wird er die Produktion vollständig unterbrechen und seine Ausstattung konsumieren. Gehört er zu Typ 2, so läßt er die Produktion weiter laufen und konsumiert in $V = 2$ genau G Gütereinheiten. Da alle Haushalte gleich handeln, läßt sich die gesamte Autarkieallokation durch den kontingenten Konsumvektor

$$\{ c_1^1 = 1; c_2^1 = 0; c_1^2 = 0; c_2^2 = G \}$$

darstellen, wobei c_i^T den Konsum in Periode i ($i = 0, 1, 2$) eines Individuums des Typs T beschreibt.

Die Pareto-optimale Lösung: Für die Konsumenten ergibt sich folgende zustandsabhängige Nutzenfunktion

$$(1) \quad U(c_1, c_2) = \begin{cases} u(c_1) & \text{falls Typ 1} \\ \rho u(c_2) & \text{falls Typ 2.} \end{cases}$$

ρ ist der Diskontierungssatz in $V = 1$ für Konsum in $V = 2$, wobei angenommen wird, daß der Nutzen aus zukünftigem Konsum mit einem niedrigerem Zinssatz diskontiert wird als der technologiebedingte Ertrag G , d.h. $1 \geq \rho > G^{-1}$. Weiterhin gilt, daß $u(c)$ streng konkav (Bedingung für Risikoaversion) und zweifach differenzierbar sei. Der relative Risikoaversionskoeffizient sei immer $-cu''(c) / u'(c) > 1$.

Es wird nun angenommen, daß c_i^T öffentlich nachgeprüft werden kann, nur kann nicht beobachtet werden, ob c_i^T konsumiert oder gelagert wird (man stelle sich dies zur Veranschaulichung beispielsweise aus der Sicht eines zentralen Planers vor). Daraus ergeben sich folgende Optimalbedingungen $\{c_i^{T*}\}$:

$$(2a) \quad c_2^{1*} = c_1^{2*} = 0$$

$$(2b) \quad u'(c_1^{1*}) = \rho G u'(c_2^{2*})$$

$$(2c) \quad tc_1^{1*} + [(1-t)c_2^{2*} / G] = 1$$

(2a) entspricht den Typbedingungen, (2b) bezeichnet die Optimalbedingung für den Tausch von Periode 1 Konsum in Periode 2 Konsum und (2c) ist die Ressourcenbedingung. Aufgrund der Annahme, daß $\rho G > 1$, folgt durch (2b) daß $c_2^{2*} > c_1^{1*}$ ist. Außerdem gilt $c_1^{1*} > 1$ und $c_2^{2*} < G$.¹¹ Aufgrund der Ressourcenverteilung (2c) hängen c_1^{1*} und c_2^{2*} von ψ ab.

Ein Wohlfahrtsmaximum erfordert ein Abtreten von Konsum in $V = 2$ der Typ 2 Konsumenten zugunsten der Typ 1 Konsumenten, die in Periode 1 konsumieren. Die Erträge der illiquiden Technologie werden somit verstetigt. Eine Autarkielösung, d.h. eine Lösung ohne Tausch mit $c_1^1 = 1$ und $c_2^2 = G$ ist suboptimal, da die Optimalbedingung (2b) verletzt wäre: Der Grenznutzen der Konsumenten wäre unter Berücksichtigung der marginalen Produktivität nicht für alle gleich.

Diese Überlegungen machen deutlich, daß ein sozialer Planer ex post gewissermaßen in die Privatautonomie der Haushalte eingreifen muß, um die ex ante Pareto-optimale Allokation durchsetzen zu können. Oder anders ausgedrückt erfordert die optimale Allokation bereits in $V = 0$, daß auf die verschiedenen Typen kontingente Kontrakte im Sinne von Arrow (1953) und Debreu (1959) abgeschlossen werden. Dies wiederum setzt voraus, daß Informationen über die einzelnen „Typrealisationen“ öffentlicher Natur bzw. verifizierbar sind. Genau dies ist aber im Falle einer *Marktlösung* nicht möglich, da

¹¹ Für den formalen Beweis siehe Diamond und Dybvig (1983, S.407).

die Information, ob ein Konsument vom Typ 1 oder Typ 2 ist, privat ist. Solch ein optimaler anreizkompatibler Kontrakt kommt nur zustande, wenn die Information, ob ein Konsument in $V = 1$ Typ 1 oder Typ 2 ist, öffentlich verifiziert werden kann. Ansonsten würde jeder Konsument in $V = 1$ vorgeben, vom Typ 2 zu sein, um Versicherungsansprüche zu fordern. Bei einer reinen *Marktlösung* kommt es zu keinem Tausch; es bildet sich $c_1^1 = 1$ und $c_2^2 = G$, analog zur Autarkielösung.

In einer Welt unterschiedlicher Liquiditätsbedürfnisse sind nur beschränkt Kontrahierungsmöglichkeiten vorhanden, so daß die Marktlösung lediglich einen Pareto-inferioren Zustand darstellt. Auf der Suche nach einem Ausweg aus diesem Dilemma gewinnt die Institution eines Finanzintermediärs an Bedeutung. Sie muß in dem Modell als das Ergebnis kollektiven Handelns begriffen werden.

Lösung durch Finanzintermediation: Ein optimaler anreizkompatibler Versicherungsvertrag ist in dem Modell dadurch möglich, indem alle Konsumenten ihre Anfangsausstattung in eine Bank einlegen, die diese Depositen in den Produktionsprozess investiert. Die Bank emittiert festverzinsliche Depositen mit dem Ertrag $r = c_1^{1*}$ unter der Voraussetzung, daß ψ bekannt ist. Depositenabzüge des Typs 1 in $V = 1$ treten zufällig zu verschiedenen Zeitpunkten innerhalb der Periode auf und werden der Reihe nach befriedigt (*sequential service constraint*). ϕ sei der Anteil sämtlicher in $V = 1$ abgehobenen Einlagen an den Gesamteinlagen. In $V = 2$ wird die Bank annahmegemäß liquidiert, und diejenigen, die ihre Einlagen noch nicht abgezogen haben, partizipieren anteilig am Gewinn. Da c_1^{1*} der Ressourcenbedingung (2c) unterliegt, erhalten alle Typ 2 Konsumenten c_2^{2*} . Aufgrund der Tatsache, daß $c_1^{1*} < c_2^{2*}$ ist, haben Typ 2 Konsumenten keinen Anreiz, früher als in Periode 2 abzuheben. Da $c_1^{1*} > 1$, muß der Anteil der Typ 1 Konsumenten auf $\psi = r^{-1}$ begrenzt werden. Grundsätzlich ist ein Gleichgewicht, in dem Erwartungen eine Rolle spielen, dadurch charakterisiert, daß sich diese Erwartungen erfüllen. Da an dieser Stelle auf die Erwartungsbildung nicht näher eingegangen wird, wird sie exogen vorgegeben. In diesem Kontext bedeutet dies, daß im Fall des „guten“ Gleichgewichts von allen $\phi = \psi$ erwartet wird und im Fall des Bankpanik-Gleichgewichts $\phi = 1$ erwartet wird. Wird nun $\phi = \psi$ erwartet, so existiert beim Einlagenzins von $r = c_1^{1*}$ ein Gleichgewicht, welches die Pareto-optimale Allokation

$$\{c_1^{1*} > 1; c_2^{1*} = 0; c_1^{2*} = 0; c_2^{2*} < G\}$$

generiert.

Die Konsumenten können sich bereits in $V = 0$ gegen das Liquiditätsrisiko optimal versichern, indem sie ihre Anfangsausstattung in eine Bank einlegen. Der Versicherungsfall, Typ 1 zu sein, braucht nicht verifiziert zu werden. Damit ist die Intermediationslösung gegenüber dem direkten Kapitalaustausch Pareto-superior, und es werden alle Konsumenten Bankdepositen halten. Es existiert somit ein Nash-Gleichgewicht. Die Annahme, daß ψ bekannt ist, ist allerdings problematisch. Dies impliziert, daß die Bank die Konsumbedürfnisse ihrer Kunden kennt. Falls ψ stochastisch ist und niemand relevante Informationen über ψ erfahren kann, ist auch eine Bank nicht in der Lage, die optimale Risikotransformation zu erreichen. Dies ist bedingt durch den sequentiellen Auszahlungsmodus, d.h. die Bank muß vor der Realisation von ψ die Größe r festlegen; r entspricht dann dem subjektiven Erwartungswert der Bank von ψ . In der Realität wird r jedoch durch die Erfahrungen der Bank approximiert, dennoch verbleibt eine positive Wahrscheinlichkeit für Differenzen.

Es existiert im Modell allerdings noch ein zweites Nash-Gleichgewicht, nämlich die Bankpanik. Dafür verantwortlich sind negative Erwartungen. So können beispielsweise, aus welchen Gründen auch immer, in Periode 2 Liquiditätsschwierigkeiten erwartet werden. Dann ist es auch für ein Individuum des Typs 2 rational, die Einlagen frühzeitig in $V = 1$ abzuziehen, d.h. von allen Anlegern wird $\phi = 1$ erwartet. Es wird solange die vereinbarte Summe $c_1^{1*} > 1$ ausbezahlt, bis der Anteil derer, die ebenfalls in $V = 1$ abziehen wollen r^{-1} übersteigt. Tritt letzteres ein, so bricht die Bank zusammen. Die Bankpanik ist somit die schlechteste aller möglichen Lösungen. Alle Wirtschaftssubjekte bekommen einen unsicheren Ertrag c_1^{1*} mit der Wahrscheinlichkeit $1/c_1^{1*}$ und dem Erwartungswert 1. Eine Autarkie- oder Marktlösung wäre in diesem Fall noch besser: Typ 1 und Typ 2 erhielten jeweils die sicheren Erträge 1 bzw. G .

Das Modell verdeutlicht, daß differierende Liquiditätsbedürfnisse in einer Welt mit asymmetrischen Informationen nicht in einer Arrow-Debreu-Manier bewältigt werden können. Statt dessen wird die Allokation einer Marktstruktur ohne finanzielle Mittlertätigkeit durch Finanzintermediäre verbessert. Es wird gezeigt, daß Finanzintermediäre aufgrund der großen Zahl von Anlegern unproduktive Liquiditätsreserven minimieren und diese in illiquide, produktive Technologien investieren, und somit alle Anleger besser gestellt werden. Eine weitere Stärke des Modells liegt darin, daß es durch die Existenz zweier Nash-Gleichgewichte die tiefsitzende Intuition formalisiert, daß dieselben Finanzinstitutionen, die in „ruhigen“ Zeiten eindeutig die Wohlfahrt steigern, gleichzeitig in Krisensituationen den realen Sektor einer Volkswirtschaft in einen Abwärtsstrudel reißen können.

Kritisiert wird am Modell von Diamond und Dybvig (1983), daß die Versicherung gegen individuelle Liquiditätsrisiken nicht unbedingt von einer Bank erbracht werden muß. Ein Investmentfonds, der seine Einlagen in produktive Technologien investiert und in $V = 0$ Eigenkapital emittiert, das für Periode 1 fixe Dividenden verspricht, ist in der Lage, dieselbe optimale Risikotransformation durchzuführen. Den Ertrag, den ein Investor vom Typ 1 in $V = 1$ erhält, setzt sich dann aus der Dividende in Periode 1 und dem Preis einer Aktie zusammen, die der Typ 1 Investor an einen Investor des Typs 2 verkauft (Jacklin 1987). Unter den bisherigen Annahmen ist jedoch nicht einmal ein Investmentfonds in der Art Jacklins (1987) notwendig, um die Liquiditätsrisiken der risikoaversen Wirtschaftssubjekte abzusichern. Ein beliebiger Unternehmer könnte Eigenkapital für sein eigenes Investitionsprojekt aufnehmen. Aufgrund der Identität der Produktionstechnologien wären auch die Aktien identisch, wobei die Aktien den Ansprüchen von Jacklins Eigenkapitalkontrakt entsprechen können. In diesem Fall wären Finanzintermediäre im engeren Sinn gar nicht notwendig, da die investierenden Konsumenten ihr Liquiditätsbedürfnis durch Handel von Aktien als direkte Ansprüche an Projekterträge befriedigen könnten. Finanzintermediäre im weiteren Sinne (Wertpapiermärkte) entstehen also in jedem Fall; Finanzmittler im engeren Sinne entstehen in diesem Modellrahmen aber nur, wenn ausreichend hohe Kapitalmarktfriktionen bestehen, die den Wertpapierhandel zwischen den Investoren einschränken (Gorton und Pennacchi 1990).

In einer Welt mit Kapitalmarktfriktionen wäre also die Diamond-Dybvig-Bank sowohl Jacklins Investmentfonds als auch dem Kapitalmarkt ohne Finanzintermediäre im engeren Sinne überlegen. Dowd (1992, S.112) weist aber daraufhin, daß die Diamond-Dybvig-Bank nicht sehr realitätsnah ist, da die Sichtdepositenkontrakte, die die Bank emittiert „a kind of debt-equity hybrid“ sind. Die Bezeichnung Sichtdepositenkontrakt ist nach Dowd (1992) nicht angemessen, da nicht allen Anlegern ein Fremdkapitalkontrakt angeboten wird, sondern nur denjenigen, die in $V = 1$ ihre Depositen abziehen. Diejenigen Anleger, die in $V = 2$ ihre Ansprüche anmelden, sind Residualgläubiger und damit eher Eigenkapitalgeber.¹² Wird das Modell von Diamond und Dybvig (1983) aber nur zur Erklärung der Entstehung von Finanzintermediation im weiteren Sinne herangezogen, so sind diese Einwände weniger gewichtig. Finanzintermediation entsteht aus dem Bedürfnis risikoaverser Individuen, sich gegen Liquiditätsrisiken abzusichern, seien diese Finanzmittler nun Banken, Aktienmärkte oder Investmentfonds.

¹² Vgl. hierzu auch Dowd (1992, S.114) und Wallace (1989). Für eine kritische Zusammenfassung des Diamond und Dybvig Modells und alternative Ansätze vgl. auch Neuberger (1994, S.92ff.).

1.1.2 Zusammenlegung und Mobilisierung von Ersparnissen

Finanzsysteme haben die Funktion, monetäre Ressourcen zahlreicher disparater Haushalte zu aggregieren. Das Finanzsystem leitet die Ersparnissalden von Wirtschaftseinheiten mit Überschüssen zu solchen mit Defiziten. Dieses Pooling finanzieller Aktiva kann durch Finanzinstitutionen vollzogen werden, welche durch die Transformation von Betrag und Fristigkeit finanziellen Vermögens zwischen den vielen kleinen Einlegern, die liquide Anlagen bevorzugen, und den wenigen großen Kreditnehmern, die langfristiges Kapital zur Durchführung von Investitionen benötigen, vermitteln. Andererseits können diese Funktion auch Finanzmärkte erfüllen. Die Emissionsfinanzierung ist ein Beispiel wie Unternehmen die Finanzierungsleistungen einer großen Zahl von Geldgebern unmittelbar in Anspruch nehmen. Einem breiten Anlegerpublikum werden auf diese Weise in großer Zahl gleichartige, klein gestückelte Finanztitel zum Kauf angeboten.

Das Sammeln und Zusammenlegen betragsmäßig kleinerer Spareinlagen durch Finanzintermediäre ermöglicht die Durchführung unteilbarer Investitionen. Ohne Zugang zu verschiedenen Kapitalgebern, d.h. bei reiner Selbstfinanzierung der Unternehmen, könnten die eigenen Ressourcen für den betrieblich rentablen Investitionsumfang nicht ausreichen. Viele Produktionsprozesse würden auf eine ökonomisch ineffiziente Größenordnung reduziert bleiben. Firmen könnten dann nicht mehr Fremdfinanzierung erhalten, als ein einzelner Haushalt sparen würde; Unternehmen mit einer Größe wie DaimlerChrysler oder Siemens könnten nicht existieren.

Auch für die Haushalte ist das Pooling von Ressourcen von Vorteil: Sie können sich mit einem diversifiziertem Portfolio an Firmen mit einer effizienten Größenordnung beteiligen und so die Rendite ihrer Ersparnisse maximieren. Andernfalls müßten sie ganze Firmen kaufen oder verkaufen. Durch das Ausnutzen von Nichtkonvexitäten bei Investitionsmöglichkeiten können Finanzintermediäre Anlegern relativ höhere Zinsen bieten, während sie gleichzeitig zu einer Erhöhung der Kapitalproduktivität und damit zu gesteigertem Wachstum beitragen.

Die Mobilisierung kleiner Sparbeträge für investive Verwendungen kann zudem das gesamtwirtschaftliche Kapitalangebot für Finanzierungen erhöhen. Eine Zunahme des Bestandes an finanziellen Aktiva wird als „finanzielle Vertiefung“ oder als *financial deepening* bezeichnet. Wird ein größerer Teil der Ersparnis durch das Finanzsystem geleitet bzw. nimmt der Bestand an finanziellen Aktiva in einer Volkswirtschaft zu, so gewinnt das Finanzsystem an Tiefe. Rascheres Wachstum, höhere Investitionen und größe-

re finanzielle Tiefe resultieren teilweise aus einer höheren Ersparnis, welche positiv mit finanzieller Tiefe korreliert ist.¹³ Je besser Finanzsysteme die Funktion der Ersparnismobilisierung erfüllen, desto größer sollte der Effekt auf das Wirtschaftswachstum sein.

Entstehung von Finanzintermediären durch Pooling

„The raison d'être for this industry is the existence of transactions costs.“
George J. Benston und Clifford W. Smith, Jr. (1976, S.215)

Grundsätzlich kann das Pooling finanzieller Aktiva von Finanzintermediären im engeren Sinne und Finanzintermediären im weiteren Sinne, wie beispielsweise Finanzmärkte, durchgeführt werden. Die Konsolidierung und Transformation von Risiken sowie die Mobilisierung bzw. das Pooling von Ersparnissen und deren Vermittlung erfordert jedoch den Einsatz realer Ressourcen durch den Finanzintermediär. Da der gesamte Prozeß des Kapitaltransfers mit Transaktionskosten und Informationsasymmetrien verbunden ist, die durch Unteilbarkeiten gekennzeichnet sind, entstehen Skalen- und/oder Verbundvorteile (Baltensperger und Milde, 1987, S.6). Auch Lernkurveneffekte beim Produktionsfaktor Arbeit bewirken eine zunehmende Produktivität. Die Funktion von Finanzintermediären besteht darin, daß sie einen gegebenen Grad des Pooling bzw. der Anbahnung von Kredittransaktionen mit einem geringeren Einsatz von Ressourcen bewerkstelligen können als dies Gläubiger und Schuldner auf individueller Basis, d.h. bei direktem Kontakt, könnten.¹⁴

Skalenvorteile ergeben sich durch die bessere Auslastung von Mindestkapazitäten des Intermediationsprozesses. Beispielsweise wird eine höhere Auslastung des Computersystems, des Zweigstellennetzes usw. erreicht. Weitere Faktoren sind eine größere

¹³ Vgl. hierzu u.a. Fry (1995, S.155ff.). Für eine neuere empirische Einschätzung vgl. Kwan u.a. (1998) sowie Bandiera u.a. (1999).

¹⁴ Die Existenz von Transaktionskosten allein liefert noch keine Begründung für die Entstehung von Banken, wohl aber für die Entstehung sonstiger Finanzintermediäre wie Kapitalanlage-, Versicherungsgesellschaften u.ä. Die Bedingung für die Entstehung von Intermediären ist, daß Unteilbarkeiten oder andere Nichtkonvexitäten der Transaktionstechnologien bestehen. Transaktionskostenansätze (Benston und Smith 1976; Kane und Buser 1979) kranken auch daran, daß die zugrundeliegende Idee nicht genau modelliert wird (May 1992, S.29). Versteht man unter Transaktionskosten nur physische und technische Kosten, so hätte die Bedeutung der Finanzintermediäre aufgrund der rasanten technischen Entwicklung (Computer/Telekommunikation) und der damit verwandten Entwicklung neuer Finanzinstrumente im Zeitablauf eher abnehmen müssen. Da dem jedoch nicht so ist, scheint eine besondere Form der Transaktionskosten, nämlich die der Informationsasymmetrien, von besonderer Bedeutung zu sein (Freixas und Rochet 1997, S.16).

Produktivität aufgrund stärkerer Spezialisierung und die Verwendung von standardisierten Verträgen und Verfahren. Lassen sich die Mindestkapazitäten der Finanzintermediäre durch die Spezialisierung auf bestimmte Kunden, denen verschiedene Produkte angeboten werden, besser ausnutzen als durch die Spezialisierung auf bestimmte Produkte, so spricht man produktionstheoretisch von Verbund- und nicht von Skalenvorteilen. Bestehen *economies of scope* im Bereich der Finanzintermediation, so entstehen Vorteile für Universalbanken. Unter unvollständiger Information können sich durch die Verknüpfung von *investment banking* und *commercial banking* Verbundvorteile ergeben, da kundenspezifische Informationen nur einmal beschafft werden müssen.¹⁵

Unabhängig von den Verbundvorteilen der Produktion ergeben sich *economies of scope* auf Seiten der Nachfrager. Beispielsweise werden Informations- und Transaktionskosten eingespart, wenn mehrere Produkte von einem Finanzmittler bezogen werden können. Analog zu den Informationskosten der Anbieter reduzieren sich die durchschnittlichen Erfahrungskosten der Nachfrager, denn die marginalen Erfahrungskosten bei Bezug zusätzlicher Leistungen gehen gegen Null.

1.1.3 Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle

Eine zentrale Funktion von Finanzsystemen ist die Allokation monetärer Ressourcen zu ihren produktivsten Verwendungen. Der Transfer finanzieller Aktiva erfolgt über Zeit und Raum. Individuen, verschiedene Regionen und Sektoren einer Volkswirtschaft erfahren Phasen, in denen sie entweder Kapital benötigen oder im Überschuß vorhanden haben. Oft ist dabei ein Lebenszyklus-Phänomen zu beobachten. Jüngere Haushalte benötigen typischerweise Kapital, um sich ein Haus bzw. andere Einrichtungsgegenstände zu kaufen, während ältere Haushalte Kapital akkumulieren, um für das Alter vorzusorgen. Junge, dynamische Unternehmen oder Industriezweige sind oft Kapitalnachfrager, um ihr schnelles Wachstum zu unterstützen, während Unternehmen, die in gesättigten Märkten agieren, sich nach neuen Investitionsmöglichkeiten umsehen, also auf der Kapitalangebotsseite stehen. Dies gilt analog auch für Regionen oder ganze Volkswirtschaften, man denke beispielsweise an aufstrebende Ökonomien in Asien oder

¹⁵ Empirisch ist dies jedoch nicht eindeutig belegt. Die Aussagekraft von Studien zur Existenz signifikanter Verbundvorteile ist begrenzt (Steinherr und Huveneers 1994).

Lateinamerika, die zur Finanzierung ihres schnellen Wachstums beträchtliche Kapitalimporte verzeichnen (Crane 1995).

Finanzintermediäre fungieren in dem Transferprozeß zwischen Einheiten mit Kapitalüberschuß und Einheiten mit Kapitaldefiziten als Mittler, indem sie finanzielle Aktiva denjenigen Projekten zuführen, die die höchsten Renditen versprechen. Ein wesentliches Problem, das bei diesem Vorgang auftauchen kann, ist die Gefahr von Opportunismus aufgrund asymmetrisch verteilter Informationen. Dies sei am Beispiel des Kreditmarktes verdeutlicht, in welchem Kapitalgeber als Prinzipale und Kapitalnehmer als Agenten agieren.

Kreditnehmer wissen in der Regel besser über die Qualität ihrer Projekte Bescheid als die Kreditgeber. Da die Kreditgeber ex ante, d.h. vor Vertragsabschluß, keine Möglichkeiten haben, „schlechte“ von „guten“ Projekten zu unterscheiden (versteckte Information), wird sich der Marktpreis für Kredite an der durchschnittlichen Qualität der Projekte bzw. an der durchschnittlichen Bonität der Schuldner orientieren. Wie Akerlof (1970) am Beispiel eines Gebrauchtwagenmarktes gezeigt hat, kann dies dazu führen, daß Kreditbewerber überdurchschnittlicher Bonität aus dem Markt ausscheiden, da sich der Kreditzins an der durchschnittlichen Bonität der Kreditbewerber orientiert. Für potentielle Kapitalgeber bleiben nur noch Schuldner schlechter Bonität übrig (adverse Selektion), was im Extremfall zum Zusammenbruch des Kreditmarktes führen kann.

Informationsasymmetrien können auch ex post, d.h. nach Vertragsabschluß, vorliegen. In diesem Fall kann der Gläubiger die Handlungen des Schuldners nicht beobachten (versteckte Aktion), was dazu führen kann, daß der Schuldner für die Kreditrückzahlung relevante Sachverhalte verschweigt oder Handlungen zu seinen Gunsten und zu Lasten des Gläubigers ergreift (Moral Hazard).

Adverse Selektion und Moral Hazard führen zu einer suboptimalen Allokation von Kapital, da es zu dem Phänomen der Kreditrationierung kommen kann. Stiglitz und Weiss (1981) weisen mit Hilfe der Vorstellung eines Nash-Bertrand-Gleichgewichts die Existenz eines Rationierungsgleichgewichts mit Nachfrageüberschuß nach. Kreditrestriktionen erfolgen in der Form einer Begrenzung der Darlehensanzahl. Einige potentielle Kreditnehmer erhalten im Modell von Stiglitz und Weiss (1981) keine Kredite, selbst wenn sie einen Kreditzins über dem Marktzinssatz zahlen oder höhere Sicherheiten einbringen würden.

Es bestehen jedoch auch marktliche Korrekturmechanismen, welche die Effizienz der Kapitalallokation erhöhen. Die Beschaffung zusätzlicher Informationen über die Qualität und das Risiko der zu finanzierenden Projekte vor Abschluß des Kreditvertrages, kann die ex ante Informationsasymmetrie zwischen Darlehensnehmern und Kapitalgebern vermindern und so Probleme der adversen Selektion verringern (Leland und Pyle 1977; Campbell und Kracaw 1980; Allen 1990). Die ex post Informationsasymmetrie kann durch die Überwachung des Schuldners bzw. durch Unternehmenskontrolle reduziert werden. Dadurch werden Anreizkonflikte beseitigt und damit das Moral Hazard-Problem abgeschwächt (Diamond 1984; Haubrich 1989; von Thadden 1990).

Boyd und Prescott (1986) und Boyd und Smith (1992) erklären die Entstehung von Finanzintermediären durch Informationsproduktion ex ante und ex post. Finanzintermediation kann in den genannten Ansätzen endogen entstehen, sofern die Kreditwürdigkeitsprüfung bzw. die Überwachung des Kreditnehmers mit Unteilbarkeiten der Informationsproduktion verbunden ist. Die Agency-Kosten auf dem Kreditmarkt können durch die Delegation der Informationssuche an einen Finanzintermediär reduziert werden, welcher Größenvorteile bei der Informationssuche ausnutzt. Unteilbarkeiten der Informationsproduktion sind somit eine notwendige Bedingung für das Entstehen von Finanzintermediären. Durch Informationsproduktion reduzieren Finanzmittler die Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgebern und Kapitalnehmern und können so vermehrtes Sparen bewirken. Sie entschärfen das Problem der Kreditrationierung und fördern dadurch Wirtschaftswachstum und Wohlstand einer Volkswirtschaft.

Entstehung von Finanzintermediären aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung

„Transactions costs could explain intermediation, but their magnitude does not in many cases appear sufficient to be the sole cause. We suggest that informational asymmetries may be a primary reason that intermediaries exist.“ Hayne E. Leland und David H. Pyle (1977, S.382f)

Diamond (1984) zeigt, daß eine beauftragte Überwachung von Schuldnern durch einen Finanzintermediär vorteilhaft ist, obwohl es neue Agency-Probleme zwischen dem Finanzmittler und seinen Einlegern hervorruft. Der Ansatz von Diamond (1984) wird im folgenden skizziert, da es die erste konsequente modelltheoretische Umsetzung der Mittlerfunktion eines Finanzintermediärs und somit die Grundlage für viele der heute relevanten Modelle ist. Finanzintermediäre werden gleichzeitig als Prinzipal der Unternehmer und Agent der (originären) Kapitalgeber aufgefaßt. Da der für ein Projekt notwendi-

ge finanzielle Input das Vermögen eines einzelnen Investors übersteigt, kann durch die Delegation der Informationsproduktion eine Vervielfachung des Überwachungsaufwandes, die bei direkter Finanzierung auftreten würde, vermieden werden. Das durch die beauftragte Informationssuche bei asymmetrisch verteilten Informationen neu entstandene Anreizproblem zwischen Finanzmittler und Einleger kann durch Diversifikation im Kreditgeschäft gelöst werden.

Betrachtet wird eine modellhafte Volkswirtschaft mit N identischen Firmen, deren Vermögen der Einfachheit halber Null beträgt. Die Unternehmen benötigen jeweils zu Beginn der Periode eine Einheit Fremdkapital zur Finanzierung ihrer Projekte, die jeweils voneinander unabhängige, ungewisse Erträge \tilde{y} , $\tilde{y} \in [0, \bar{y}]$, $\bar{y} < \infty$, am Ende der Periode erbringen. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung von \tilde{y} ist den Unternehmern und den Kapitalanlegern bekannt. Alle Anleger verfügen jeweils über eine Anfangsausstattung des homogenen Kapital- und Konsumgutes in Höhe von $1/n$ Einheiten, weswegen n Anleger zur Finanzierung eines Projekts erforderlich sind. Mit $E_{\tilde{y}}(\tilde{y}) > R+Q$ übersteigt der erwartete Projektertrag die Summe aus dem Ertrag R der risikofreien Anlage (Verzinsung zum Marktzinssatz), zu der alle Kapitaleigner Zugang haben, und eventuell anfallenden Überwachungskosten Q ($Q > 0$), weswegen die Anleger auch prinzipiell bereit sind, den Unternehmern ihre Mittel zu überlassen. Asymmetrisch verteilte Informationen treten in dem Modell insofern ex post auf, als daß nur die Unternehmer die aus ihren Projekten erwirtschafteten Erträge kostenlos beobachten können, Kapitalgeber jedoch Kosten in Höhe von Q aufwenden müssen, um \tilde{y} zu erfahren.

Fall 1: Keine Überwachung der Unternehmen. Für die Anleger besteht stets die Gefahr, daß ein Unternehmer trotz besserer Ergebnisse behauptet, der Projektertrag sei Null, um auf diese Weise seinen (verdeckten) Eigenkonsum am Ende der Periode zu vergrößern. Die Anleger sind deswegen nur bereit, ihr Kapital den Unternehmern zu überlassen, wenn der Erwartungswert der Rückzahlungen aus den Investitionsprojekten der Unternehmen mindestens dem der risikolosen Anlage entspricht.

Die Rückzahlungen der Unternehmer an die Kapitalgeber seien $z \geq 0$. Der tatsächlich realisierte Projektoutput sei $\tilde{y} = y$, wobei der Unternehmer $y - z$ für sich behält. Es gilt $z \leq y$, da negativer Konsum nicht möglich ist und der Unternehmer kein Eigenkapital besitzt. Der Kapitalgeber kann annahmegemäß den tatsächlichen Projektertrag nicht nachprüfen, wodurch sich ein Moral Hazard-Problem ergibt und der Unternehmer dazu verleitet wird, $y = 0$ anzugeben bzw. keinen Anreiz hat, $z > 0$ zu wählen. Die Anleger aber sind nur bereit, ihr Geld den Investoren zur Verfügung zu stellen, wenn der Erwar-

tungswert der Projekttrendite mindestens gleich der Verzinsung der risikolosen Anlage ist. Dies kann nur durch einen Vertrag mit nichtpekuniären Strafkosten, die der Unternehmer im Bankrottfall ($z = 0$) tragen muß, sichergestellt werden. Beispielsweise fällt hierunter der Zeitaufwand bei der Konkursabwicklung, der Reputationsverlust des Managers u.ä. Durch die nichtpekuniären Strafkosten im Bankrottfall erhalten die Unternehmer den Anreiz, den Konkurs zu vermeiden bzw. $z > 0$ zu wählen. Diamond (1984, S.397) zeigt, daß der optimale Vertrag, der den erwarteten Ertrag der Unternehmer unter den Nebenbedingungen eines für die Kapitalgeber erwarteten Mindestertrages R maximiert, ein Kreditkontrakt mit dem Nennwert h und den Bankrottkosten $\Phi^*(z) = \max(h - z, 0)$ ist. Das monetäre Äquivalent der Bankrottkosten muß der Differenz zwischen behauptetem Ertrag y und den bestehenden Verbindlichkeiten des Unternehmers entsprechen. Der kleinste Nennwert h , der die Gleichung

$$(1) \quad (P(\tilde{y} < h) \cdot E_{\tilde{y}}[\tilde{y} \mid y < h] + P(\tilde{y} \geq h) \cdot h) = R$$

löst, ist der kleinste Nennwert, der für die Kapitalgeber einen erwarteten Ertrag von R gewährleistet. Der optimale anreizkompatible Vertrag ist in einem Fall ohne Überwachung der Unternehmen ein Standardkreditvertrag zwischen dem Unternehmer und n Anlegern, wobei der Unternehmer im Konkursfall nichtpekuniäre Bankrottkosten auf sich nehmen muß.

Fall 2: Überwachung der Unternehmen durch jeden einzelnen Anleger. Die Androhung von Bankrottkosten verursacht Kosten. Es stellt sich die Frage, ob diese nicht vermieden werden können, indem jeder Anleger das Unternehmen, dem er sein Kapital anvertraut hat, auf den tatsächlich erwirtschafteten Ertrag hin kontrolliert. Es wird im folgenden angenommen, daß jeder der n Kapitalgeber mit den Unternehmern direkt Verträge schließt und sich über den tatsächlichen Projektertrag \tilde{y} durch Einsatz von Q Gütereinheiten informieren kann. Die Kreditgeber haben keine Möglichkeit, sich untereinander über die Realisierung von \tilde{y} oder z auszutauschen, weswegen sich die Einzelüberwachung nur lohnt, wenn

$$(2) \quad nQ \leq E_{\tilde{y}}[\Phi^*(\tilde{y})].$$

Die Summe der Kontrollkosten muß geringer sein als die erwarteten Strafkosten, wenn sich die Einzelüberwachung lohnen soll. Es wird offensichtlich, daß je größer n ist, die Wahrscheinlichkeit Gleichung (2) zu erfüllen, abnimmt. Selbst wenn Gleichung (2) erfüllt ist, kann sich *delegated monitoring*, die Beauftragung eines Finanzintermediärs

mit der Unternehmenskontrolle, lohnen, da der Überwachungsaufwand durch die Vielfachung der Kosten Q enorm ist.

Fall 3: Beauftragte Informationsproduktion durch einen Finanzintermediär. Zur Lösung der durch die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Anlegern entstehenden Probleme fallen entweder Kontrollkosten nQ pro Unternehmer an oder aber der jeweilige Unternehmer wird im Falle der Steuerung über Strafandrohung der Gefahr ausgesetzt, ohne direkte Nutzenstiftung für die Anleger im Bankrottfall bestraft zu werden. Aus diesen Gründen kann sich die Einschaltung eines Finanzintermediärs lohnen. Delegierte Überwachung ist die kostengünstigste Lösung des Kapitaltransferproblems, sofern

$$(3) \quad Q + D \leq \min \{ E_{\tilde{y}} [\Phi^*(\tilde{y})], (nQ) \}$$

gilt. Die Gesamtkosten der delegierten Überwachung setzen sich aus den Überwachungskosten des Informationsproduzenten je Unternehmen Q und den sog. Delegationskosten je Projekt D zusammen. Die Delegationskosten D ergeben sich aus der jetzt neu entstehenden Prinzipal-Agenten Beziehung zwischen Kapitalanlegern und dem Informationsproduzenten (Finanzintermediär), da ja keineswegs gesichert ist, daß der Finanzmittler die von den Unternehmern erhaltenen Projekterträge auch an die Anleger auszahlt.

Es ergibt sich ein Anreizproblem, das analog zu der im Fall 1 diskutierten Prinzipal-Agenten Beziehung zwischen Kapitalgebern und Unternehmern auftritt. Die Anleger können nur ihre vom Finanzintermediär erhaltenen Zahlungen kontrollieren, nicht jedoch die Zahlungen der Unternehmen an den Intermediär und die vom Intermediär aufgewandten Unternehmenskontrollkosten. Das Anreizproblem läßt sich analog zu Fall 1 dadurch lösen, daß dem Agenten (Finanzintermediär) Strafkosten angedroht werden, sofern er in den Konkurs geht.

Der Projektertrag des j -ten Unternehmens sei y_j ($j = 1, \dots, N$), die Zufallsvariablen $\tilde{y}_j \in [0, \bar{y}]$ seien unabhängig voneinander verteilt, und $b_j(y_j)$ sei die Zahlung des j -ten Unternehmens an die Bank. Es gilt $b_j(y_j) \leq y_j$, da die Unternehmen nicht mehr als das, was sie erwirtschaftet haben, zurückzahlen können. Der Intermediär, der N Unternehmen überwacht, erhält insgesamt Zahlungen in Höhe von $B_N = \sum_{j=1}^N b_j(y_j)$, wobei B_N die Ausprägung der Zufallsvariable $\tilde{B}_N \in [0, \bar{B}_N]$ beschreibt. Da die Anleger von dem Finanzmittler mindestens einen Ertrag von R erwarten, betragen die gesamten erwarteten Zahlungen NR . Die geleisteten Zahlungen an die Anleger sei Z_N , wobei $Z_N \leq B_N$ gilt, da

der Intermediär kein Eigenkapital besitzt. Um das durch die Delegation der Unternehmenskontrolle an einen Finanzmittler entstandene Moral Hazard-Problem zu lösen, bedarf es analog zu Fall 1 der Einführung nichtpekuniärer Strafkosten $\Phi(Z_N)$, die den erwarteten Ertrag des Intermediäres unter den Nebenbedingungen maximieren, daß die Einleger mindestens den Betrag NR erhalten.¹⁶ Es ergibt sich auch hier als optimale Lösung ein Kreditkontrakt mit $\Phi(Z_N) = \max(H_N - Z_N, 0)$, wobei H_N der kleinste Nennwert ist, der die Bedingung

$$(4) \{ (P(\tilde{B}_N < H_N) \cdot E_{\tilde{B}_N}[\tilde{B}_N | B_N < H_N]) + ([1 - P(\tilde{B}_N < H_N)] \cdot H_N) \} \geq NR$$

erfüllt. Der Kreditkontrakt setzt die Anreize so, daß sowohl die Einleger ausreichend Zinsen erhalten als auch die Unternehmen effizient kontrolliert werden. Da der erwartete Ertrag des Finanzintermediärs mit $E_{\tilde{B}_N}[\tilde{B}_N] - H_N$ gegeben ist, wird der Intermediär soviel Kontrollaufwand verwenden, daß $E_{\tilde{B}_N}[\tilde{B}_N]$ maximal wird.

Die Vermittlertätigkeit eines Intermediärs ist nur sinnvoll, wenn folgende drei Bedingungen erfüllt sind: Erstens müssen die Kapitalanleger mindestens einen erwarteten Ertrag in Höhe von R erhalten; zweitens muß der Ertrag der Finanzintermediation abzüglich Kontroll- und eventuellen Strafkosten mindestens gleich Null sein; und schließlich dürfen die Unternehmer durch die Mittlerfinanzierung nicht schlechter gestellt werden als durch direkte Kreditaufnahme bei den Anlegern. Diese Bedingungen sind nur erfüllt, wenn der Finanzintermediär ausreichend diversifiziert ist.

Ein Finanzintermediär, der nur einen Unternehmer finanziert, kann nicht existieren.¹⁷ Sobald jedoch der Finanzintermediär Kredite an $N > 1$ Firmen vergibt, sind die erwarteten Strafkosten je betreutem Projekt stets geringer als die einer einzelnen Firma bei direkter Finanzierung und gehen für $N \rightarrow \infty$ gegen Null. Dies ergibt sich aus dem Gesetz der großen Zahl, das dazu führt, daß die tatsächlichen Erträge des Finanzmittlers je betreutem Projekt (stochastisch) gegen ihren Erwartungswert konvergieren. Folglich sinkt die Wahrscheinlichkeit, daß Strafkosten anfallen, da die Wahrscheinlichkeit abnimmt, daß der durchschnittliche Projektertrag diejenige kritische Schwelle unterschreitet, bei der die Bank bankrott geht. Für den Extremfall unabhängig verteilter Projekterträge läßt sich zeigen (Diamond 1984, S.400), daß für $N \rightarrow \infty$ die gesamten

¹⁶ Für den Spezialfall, daß $P(\tilde{B}_N \geq NR) = 1$ ist, d.h. der Intermediär immer Zahlungen in der Höhe von mindestens NR erhält, ist die Einführung von Bankrottkosten nicht notwendig. Eine Existenzberechtigung für eine Bank besteht in diesem Falle aber auch nicht, vgl. Diamond (1984, S.399f).

¹⁷ Die Delegationskosten eines derartigen Intermediärs in Höhe von $\max(H_I - Z_I, 0)$ wären mindestens so hoch wie die Bankrottkosten der sich direkt finanzierenden Firma in Höhe von $\max(h_I - y_I, 0)$. Vgl. Diamond (1984, S.400).

Kosten der Sicherstellung wahrheitsgemäßer Berichterstattung je betreutem Projekt bei Finanzintermediation sich Q annähern bzw. die erwarteten Delegationskosten pro Projekt D gegen Null tendieren. In diesem Fall lohnt sich Finanzintermediation, sofern die direkten Überwachungskosten pro Unternehmen Q kleiner als die erwarteten Strafkosten im Falle direkter Finanzierung sind [vgl. Bedingung (2)]. Es existiert ein optimaler Diversifikationsgrad $N > 1$, bei dem die Delegationskosten D ausreichend klein sind, um Bedingung (3) zu erfüllen. Für $D_N \rightarrow 0$ sind die Bankverbindlichkeiten risikolos, trotz hoher Verschuldung des Finanzintermediärs.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß Finanzintermediäre durch Delegation der Unternehmenskontrolle entstehen können. „Diversification is key to this theory“ (Diamond 1984, S.395): nur bei ausreichender Diversifikation ist Finanzintermediation lohnend und das Moral Hazard-Problem zwischen Kapitalanlegern und Intermediär kann gelöst werden. Da Diversifikation im Kreditgeschäft Delegationskostensparnisse zur Folge hat, ist der Bankensektor durch zunehmende Skalenerträge gekennzeichnet. Trotz hoher Verschuldung der Finanzintermediäre haben sie ein geringes Bankrottrisiko – ebenfalls ein Ergebnis des Gesetzes der großen Zahl. Sicherlich hat das Modell auch seine Schwächen wie die Annahme, daß die Projekterträge stochastisch voneinander unabhängig sind.¹⁸ Auch ist keineswegs klar, welche Mindestgröße ein Intermediär aufweisen muß, um die Überlegenheit intermediärer versus direkter Finanzierung zu begründen. Letztlich erklärt das Modell aber die stilisierten Fakten der finanziellen Mittler-tätigkeit, beispielsweise einer Bank, hinreichend gut.

Die Informationsproduktion bzw. die Kontrolle von Unternehmen durch Finanzintermediäre muß nicht nur wie im Modell von Diamond (1984) ex post erfolgen, sondern kann auch ex ante durchgeführt werden. Die Technologie der Informationsproduktion braucht ebenfalls nicht nur auf die Beobachtung von Projekterträgen beschränkt bleiben, sondern kann z.B. eine Kreditwürdigkeitsprüfung (Boyd und Prescott 1986; Broecker 1990), die Beobachtung der Projektwahl (Diamond 1991) oder eine langfristige Beziehung zwischen Intermediär und Kreditnehmer (Haubrich 1989) umfassen. Grundsätzlich läßt sich aber jedes Modell der Informationssuche, basierend auf wenigen Annahmen des Modells von Diamond (1984), in ein Modell der beauftragten Informationsproduktion überführen (Hellwig 1991, S.48).

¹⁸ Das Problem kann dadurch abgeschwächt werden, indem vom Intermediär beobachtbare Risiken durch Hedging auf Terminmärkten (allerdings nur sofern vorhanden) eliminiert werden (Diamond 1984, S.404).

1.1.4 Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten

Betrachtet man eine Welt ohne Transaktionskosten, welche die Grundlage für das Standard Arrow-Debreu-Paradigma bildet, so ist die Existenz von Geld nicht von Bedeutung. Läßt man diese Annahme jedoch fallen und bewegt sich in der Realität, so ist es effizienter, Güter und Dienstleistungen für Geld und nicht gegen andere Güter und Dienstleistungen zu tauschen. Ansonsten befände man sich in einer Tauschökonomie, in der die „beiderseitige Übereinstimmung der Bedürfnisse“ Grundlage jeglicher Transaktion wäre. Der Handel würde durch die kostspielige Suche nach Handelspartnern beschränkt. Geld erfüllt daher die Funktion eines allgemeinen Tauschmittels und einer einheitlichen Recheneinheit.¹⁹ Für Alchian (1977) indes ist nicht die „beiderseitige Übereinstimmung der Bedürfnisse“ der Hauptgrund für die Vorteilhaftigkeit der Institution Geld als Tauschmittel, sondern die Existenz von Informationsasymmetrien.²⁰

Die Zahlungsmittelfunktion des Geldes geht über die Tauschmittelfunktion insofern hinaus, als daß das Geld auch als Mittel zur Tilgung von Schulden dient. Kredite werden ebenfalls in Geldform übertragen, was im weiteren Sinne ebenfalls noch unter der Zahlungsmittelfunktion subsumiert werden kann. Darüber hinaus erfüllt Geld die Funktion eines Wertaufbewahrungsmittels, da alleine schon die zeitliche Differenz zwischen Geldeinnahmen und -ausgaben in der Regel Geldreserven erforderlich macht. Der Begriff „Zahlungssystem“ bezeichnet üblicherweise Instrumente, Organisationen, operative Abläufe sowie Informations- und Kommunikationssysteme, die eingesetzt werden, um Informationen zu initiieren und vom Zahler auf den Zahlungsempfänger zu übertragen, sowie um Zahlungen durchzuführen, d.h. Geld zu transferieren (Baliño u.a. 1996, S.2).

Historisch betrachtet entwickelte sich die Form des Geldes nach seinen kultisch-religiösen Ursprüngen vom Warengeld, welches i.d.R. allgemein akzeptierte Güter wie Gold oder Silber waren, zu Buchgeld. Die Suche nach billigeren Zahlungsmitteln führte schließlich zu Papiergeld und dem bargeldlosen Zahlungsverkehr. Allgemeine Verbrei-

¹⁹ Der Gedanke, daß Geld als Tauschmittel Transaktionskosten reduziert, ist eine Hypothese, die mindestens auf Smith (1776) und Jevons (1875) zurückgeht. In jüngster Zeit wurde sie von Brunner und Meltzer (1971), King und Plosser (1986) und Williamson und Wright (1994) wieder aufgegriffen. Für einen Überblick vgl. Ostroy und Starr (1991).

²⁰ Alchian (1977, S.139) äußert sich hierzu wie folgt: „It is not the absence of double coincidence of wants, nor the costs of searching out the market of potential buyers and sellers of various goods nor of record keeping, but the costliness of information about the attributes of goods available for exchange that induces the use of money in an exchange economy“.

tung erhielt der bargeldlose Zahlungsverkehr erst, nachdem das Bankpublikum verzinsliche Depositen bei den Banken hielt – dies begann in England mit der Errichtung der Aktienbanken (seit 1833). Die Rationalisierung der Verwendung von Warengeld war die Geburtsstunde des Buchgeldes und des Bankwesens im modernen Sinne. Büschgen (1998, S.415) bezeichnet dementsprechend den Übergang von Bargeld zu Buchgeld im Zahlungsmittelbereich als die erste Entwicklungsdimension des Zahlungsverkehrs.²¹

Die zweite wesentliche Entwicklungsdimension des Zahlungsverkehrs betrifft das Trägermedium. Subsumiert man alle Verfahren, bei denen unbare Zahlungen auf elektronischen Medien oder per Datenfernübertragung weitergeleitet werden unter elektronischem Zahlungsverkehr, so wird eine sukzessive Substitution der papiergebundenen Medien durch elektronische Zahlungsübertragungsmedien wie etwa *electronic cash*, Geldausgabeautomaten, Kreditkarten, usw. deutlich (Büschgen 1997). Diese Entwicklungen wurden gleichzeitig zur Plattform für den Markteintritt technisch spezialisierter Nichtbankunternehmen (*nonbanks*) und bankähnlicher Institute (*near banks*). Heute sind neben den Geschäftsbanken, die traditionellerweise Zahlungsverkehrsfazilitäten in einer Volkswirtschaft zur Verfügung stellen, auch andere „Zahlungsmediäre“ wie Kreditkartengesellschaften oder Softwareunternehmen getreten. Büschgen (1998) kategorisiert den Marktzutritt von Nicht- und Quasibankunternehmen als Intermediär beim Zahlungsvorgang zwischen Zahlungspflichtigen und -empfängern als die dritte Entwicklungsdimension des Zahlungsverkehrs.

Die verschiedenen Entwicklungsdimensionen im Zahlungsverkehr sind ein weiteres Beispiel für die Plausibilität der funktionalen Analyse von Finanzsystemen: Die Funktion der Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten hat sich über die Jahrhunderte nicht geändert; die Art und Weise jedoch, wie diese vollzogen wird, änderte sich durch die Innovationen in der Kommunikations- und Informationstechnologie dramatisch.

²¹ Perold (1995) betrachtet neben den traditionellen Zahlungsmittelformen von Bargeld, Buchgeld, Geldsurrogaten und Geldsubstituten auch Derivate als integralen Bestandteil des Zahlungssystems: „derivative instruments should be considered as an integral part of the payment system because they substitute in a variety of ways for trading in cash market instruments, typically transforming payments demands from a small number of large payments to a large number of small payments spread over time“ (Perold 1995, S.75).

1.1.5 Fazit

Märkte sind in der Realität unvollkommen. Es existieren Transaktions- und Informationskosten. Die Hauptaufgabe von Finanzsystemen ist die Allokation von Ressourcen über Raum und Zeit in einer unsicheren Umgebung. Diese Hauptaufgabe läßt sich in vier Funktionen konkretisieren: (i.) Risikomanagement, (ii.) Ersparnismobilisierung, (iii.) Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle, sowie (iv.) die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten.

Finanzintermediäre entstehen, um die genannten Funktionen zu erfüllen. Anfängliche Ansätze betonten insbesondere die transaktionskostensenkende Wirkung von Finanzintermediation, während neuere Ansätze auf die besondere Rolle von Finanzintermediären bei der Informationsproduktion, bei der Unternehmenskontrolle und beim Risikomanagement in einer Volkswirtschaft hinweisen. Hervorzuheben ist dabei, daß die Funktionen von Finanzsystemen insgesamt im Zeitablauf konstant sind, die Funktionen bestimmter Finanzinstitutionen oder -intermediäre bzw. die effizienteste institutionelle Struktur mit der die Funktionen von Finanzsystemen erfüllt werden, sich jedoch im Zeitablauf ändern können.

Ziel des funktionalen Ansatzes der Theorie der Finanzintermediation ist es, eine funktionale Gesamtperspektive der Bedeutung der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft zu entwickeln. Es wurde versucht, die einzelnen bereits existierenden Ansätze, welche versuchen die Existenz von Finanzintermediären zu erklären, in eine funktionale Gesamtperspektive der Finanzintermediation zu integrieren. Dieser Ansatz ist die Basis für das Verständnis des folgenden Abschnitts (1.2), der die Rolle der Finanzintermediation im Wachstumsprozeß untersucht.

1.2 FINANZINTERMEDIATION UND WIRTSCHAFTSWACHSTUM

„Economists have long believed that financial markets and institutions are important factors in determining ‘the wealth of nations’.“ John H. Boyd und Bruce D. Smith (1996, S.371)

Für die Wachstums- und Entwicklungspolitik ist die Frage von großem Interesse, welchen Beitrag Finanzmärkte und Finanzintermediäre für die ökonomische Entwicklung leisten können. Eine Ursache für die Skepsis gegenüber der Rolle der Finanzintermediation im Wachstumsprozeß lag in den Ergebnissen der neoklassischen Wachstumstheorie. Viele Ökonomen gingen davon aus, daß Finanzsysteme bzw. Finanzintermediation die Investitionsrate in Sachkapital nur sehr gering beeinflussen können. Falls doch, dann folgt aus den Analysen von Solow (1956; 1957), daß zusätzliche Investitionen nur einen schwachen und zudem vorübergehenden Einfluß auf das Wirtschaftswachstum haben. Der Versuch von Tobin (1965), das neoklassische Wachstumsmodell um den Geldsektor zu erweitern, ist mit folgendem Widerspruch behaftet: Die modellmäßige Aussage, daß eine um den monetären Sektor erweiterte Volkswirtschaft eine niedrigere Kapitalintensität aufweist als eine einfache Tauschwirtschaft ohne Geld, entspricht nicht den Erwartungen. Das paradoxe Ergebnis ist darauf zurückzuführen, daß neben der Integration von Geld als zusätzliche Anlageform die ursprünglichen Annahmen des Solow-Modells einfach übernommen wurden. Geld ist im Tobin-Modell ein zusätzliches Vermögensobjekt, das bei steigender Ertragsrate die Sachkapitalbildung substituiert und – ebenso wie Realkapital – nur in seiner Wertaufbewahrungsfunktion betrachtet wird.²²

Die Frage nach dem Nutzen des Geldes versuchte McKinnon (1973) durch die Komplementaritätshypothese zu beantworten. Geld, als einziges Vermögensobjekt neben Sachkapital, hat demnach in einer sich selbstfinanzierenden Wirtschaft direkten Einfluß auf die (unteilbaren) Investitionen. Zur Finanzierung der Investitionen müssen eigene Güter gehortet und später verkauft oder Geldbestände angehäuft werden. Unter Berücksichtigung der Lagerkosten tangibler Güter ist Geldhaltung eine ertragreichere Art der Wertaufbewahrung, sofern die reale Ertragsrate positiv ist.²³ Ist die Ertragsrate der Inve-

²² Dieser Kritikpunkt führte zur Integration der Tauschmittelfunktion des Geldes in die monetäre Wachstumstheorie. Geld wurde als Argument in der Nutzenfunktion (Sidrauski 1967) oder als Faktor in der Produktionsfunktion (Levhari und Patinkin 1968) berücksichtigt. Für einen aktuellen Überblick zur monetären Wachstumstheorie vgl. Klump (1993).

²³ Die reale Ertragsrate hängt ab von der erwarteten Inflationsrate, dem durchschnittlichen Nominalzinssatz und der Attraktivität der Haltung von Bargeld und Sichteinlagen. Vgl. McKinnon (1973, S.39).

stitutionen größer als die der Geldhaltung, werden reale Kassenbestände zur Realisierung dieser unteilbaren Investitionen angehäuft: „(...) if money is viewed as a conduit through which accumulation takes place – rather than a competing asset – the demand for money rises *pari passu* with the productivity of physical capital“ (McKinnon 1973, S.60). Obwohl die Komplementaritätshypothese empirisch nicht eindeutig gestützt werden kann, gaben McKinnon und sein Stanforder Kollege Shaw wichtige Weichenstellungen für nachfolgende Untersuchungen.²⁴

Die theoretischen Modelle zur Wirkung von Finanzintermediation bzw. finanzieller Entwicklung von McKinnon (1973) und Shaw (1973) konzentrieren sich nur auf das Medium Geld. Dieser rein monetäre Betrachtungswinkel verengt den Blick bei der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Wirtschaftswachstum und der Entwicklung des Finanzsystems und kann zu einer mißverständlichen Unterscheidung zwischen „realem“ und „finanziellem Sektor“ führen. Wählt man hingegen einen funktionalen Ansatz, so wird deutlich, daß auch das Finanzsystem ein „realer“ Sektor ist: Es überwacht Manager, kontrolliert Unternehmen, erleichtert das Management von Risiken verschiedenster Art, evaluiert Investitionen, mobilisiert Ersparnisse, und erleichtert den Austausch von Gütern und Waren, indem es Zahlungsverkehrsfazilitäten zur Verfügung stellt.²⁵

Diese funktionalen Gesichtspunkte der Finanzintermediation konnten in den bisherigen neoklassischen Modellen nicht ausgedrückt werden. Ein Anstieg der Sparquote oder eine erhöhte Investitionseffizienz als Ausfluß von verbesserter Finanzintermediation wie sie insbesondere McKinnon (1973) und Shaw (1973) bzw. McKinnon (1991) diskutierten, bewirken in dem neoklassischen Grundmodell lediglich eine Erhöhung des Wohlstandsniveaus. Die gleichgewichtige Wachstumsrate – als Summe der exogenen Wachstumsraten der Bevölkerung sowie der Arbeitsproduktivität – wird durch Finanzintermediation nicht beeinflusst.²⁶

Erst neuere Entwicklungen in der Wachstumstheorie machten einen Einfluß der Finanzintermediation auf die gleichgewichtige Wachstumsrate nachvollziehbar. Die sog. „Neue Wachstumstheorie“ läßt die neoklassische Annahme abnehmender Grenzerträge der Produktionsfaktoren fallen, was ihr die Endogenisierung der Wachstumsrate im

²⁴ Shaw (1973) stellt insbesondere die Bedeutung der Finanzintermediäre in den Vordergrund. Beide Autoren heben indes auf den Ertrag der Geldhaltung als wesentlichen Faktor der Ressourcenmobilisierung ab. Nur bei ausreichend hohem Realzins ist die Finanzierung des Entwicklungsprozesses gewährleistet.

²⁵ Vgl. hierzu auch Levine (1997, S.689) bzw. Abschnitt (1.1) dieser Arbeit.

²⁶ Ein Einfluß auf die gleichgewichtige Wachstumsrate war nur über die mittlerweile „überholten“ Harrod-Domar Wachstumsmodelle theoretisch nachweisbar. Vgl. McKinnon (1991, S.20f).

Steady State ermöglicht.²⁷ Effizienzfortschritte in der Finanzintermediation können daher nicht nur eine Steigerung des Einkommensniveaus im Steady State bewirken, wie von der neoklassischen Wachstumstheorie vorhergesagt wird, sondern auch eine Erhöhung der langfristigen Wachstumsrate zur Folge haben.

Insbesondere ist es mit Hilfe der Neuen Wachstumstheorie möglich, auch funktionale Gesichtspunkte der Finanzintermediation und ihren Einfluß auf das Wirtschaftswachstum explizit zu modellieren. Es wird deutlich, daß eine Verbindung zwischen der Performance der Funktionen von Finanzsystemen und Wirtschaftswachstum existiert. Ordnungspolitische Rahmenbedingungen sowie die Qualität der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft haben demnach Einfluß auf die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft. Die theoretische Untermauerung dieser These wird in Abschnitt (1.2.1) und in Abschnitt (1.2.2) vorgestellt. Die zahlreichen empirischen Arbeiten zu dieser Thematik werden in Abschnitt (1.2.3) kritisch betrachtet.

1.2.1 Finanzintermediation und Neue Wachstumstheorie

Die Neue Wachstumstheorie ist eine Forschungsrichtung, welche Ende der achtziger Jahre insbesondere von Romer (1986; 1990), Lucas (1988), Barro (1990), Grossman und Helpman (1991a; 1991b) und Rebelo (1991) lanciert wurde. Für eine Systematisierung der ständig zunehmenden Zahl von Modellen gibt es mehrere Möglichkeiten (Ramser 1993). Zum einen ist eine Unterscheidung nach der Form der Produktionsfunktion möglich; eine andere Möglichkeit wäre die Bezugnahme auf die Marktstruktur, d.h. Wachstum bei kompetitiven Märkten versus Märkten „mit Marktmacht“. Am überzeugendsten ist die Gliederung nach den jeweiligen Determinanten des Wachstums: Kapitalakkumulation, Humankapital und Innovationen als Resultat von Forschungs- und Entwicklungsaktivität (Stern 1991). Grundsätzlich ist allen Modellen der Neuen Wachstumstheorie gemeinsam, daß die Wachstumsrate im Steady State endogenisiert wird. Dazu gibt es verschiedene Möglichkeiten wie beispielsweise Externalitäten oder Qualitätsleitern. Allgemein ist erforderlich, daß ein oder mehrere akkumulierbare Faktoren

²⁷ Die Endogenisierung der Wachstumsrate ist auch in einem erweiterten neoklassischen Modell möglich (Neumann 1990). Schwiete (1998, S.28ff.) zeigt in einem modifizierten Modell von Neumann (1990) wie Finanzintermediation die gleichgewichtige Wachstumsrate beeinflussen kann.

existieren, die mit konstanten Skalenerträgen und ohne direkten oder indirekten Einsatz nicht-reproduzierbarer Faktoren produziert werden können (Rebelo 1991, S.502).

Die Fusion der Modelle der Neuen Wachstumstheorie mit den Pionierarbeiten von Diamond und Dybvig (1983) und Diamond (1984) auf dem Gebiet der Finanzintermediation erlaubte die Entwicklung einer neuen Generation finanzieller Wachstumsmodelle, welche sowohl Finanzinstitutionen bzw. die finanzielle Entwicklung als auch die Entwicklung des realen Sektors endogen erklären.²⁸ Die Art und Weise, wie endogenes Wachstum modelliert wird, berührt in keinem Falle die Rolle, die Finanzsysteme in einer Volkswirtschaft spielen können. Deswegen ist es ohne weiteres möglich, verschiedene Modelle der Finanzintermediation mit diversen endogenen oder aber auch nichtendogenen Wachstumsmodellen zu kombinieren (Fry 1995, S.61).

Es werden im folgenden zwei Kanäle betrachtet, wie Finanzintermediation die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft beeinflussen kann – in Abschnitt (1.2.1.1) via Förderung der Kapitalakkumulation als Determinante endogenen Wachstums und in Abschnitt (1.2.1.2) entsteht endogenes Wachstum als Ergebnis vermehrter innovativer Tätigkeit, welche durch das Finanzsystem stimuliert wird.

1.2.1.1 Endogenes Wachstum durch Kapitalakkumulation

Das einfach gehaltene Modell von Pagano (1993) verdeutlicht bereits eine Vielzahl potentieller Wirkungen von Finanzintermediation auf Sozialprodukt und Wirtschaftswachstum. Man erkennt, daß der Finanzsektor gegenüber der Entwicklung des realen Sektors der Wirtschaft nicht neutral ist, sondern die Art und Weise wie Finanzsysteme ihre Funktionen erfüllen, auf die Kapitalakkumulation einer Volkswirtschaft einwirkt und so die Wachstumsrate im Steady State beeinflusst.

Man betrachte dazu das einfachste endogene Wachstumsmodell – das „AK-Modell“, in welchem der aggregierte Output eine lineare Funktion des aggregierten Kapitalstocks ist:

²⁸ Als Beispiele finanzieller Wachstumsmodelle sind in erster Linie zu nennen: Greenwood und Jovanovic (1990), Saint-Paul (1992), Greenwood und Smith (1997) sowie Blackburn und Hung (1998).

$$(1) \quad Y_t = AK_t.$$

Folgt man Pagano (1993, S.614), so kann die Produktionsfunktion als eine vereinfachte Form des Modells von Romer (1986) oder des Modells von Lucas (1988) angesehen werden. Die Produktionsfunktion weist trotz abnehmender Grenzerträge beim einzelnen Produzenten ein konstantes gesellschaftliches Grenzprodukt des Kapitals auf. Ausgangspunkt hierfür können zum einen externe Effekte der individuellen Produktion sein (Romer 1989) oder man interpretiert den Kapitalstock umfassender als Summe von physischem und Humankapital (Lucas 1988). Der Einfachheit halber wird kein Bevölkerungswachstum vorausgesetzt. Die Volkswirtschaft produziert ferner nur ein Gut, welches investiert oder konsumiert wird – und, sofern es investiert wird, mit der Rate δ pro Periode abgeschrieben wird. Die Bruttoinvestition beträgt dann

$$(2) \quad I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t.$$

In einer geschlossenen Volkswirtschaft ohne Staatsanteil erfordert das Kapitalmarktgleichgewicht, daß die Bruttoersparnis S_t der Bruttoinvestition I_t entspricht. Man nehme jedoch an, daß beim finanziellen Intermediationsprozeß der Anteil τ „verbraucht“ wird, d.h.

$$(3) \quad (1 - \tau)S_t = I_t.$$

Aus (1) ergibt sich die Wachstumsrate des Outputs zum Zeitpunkt $t+1$: $g_{t+1} = Y_{t+1} / Y_t - 1 = K_{t+1} / K_t - 1$. Verwendet man (2) und im zweiten Schritt (3) und läßt die Zeitindizes fallen, so ergibt sich die langfristige Wachstumsrate

$$(4) \quad g = A(I/Y) - \delta = A(1 - \tau)s - \delta$$

wobei die Sparquote S/Y mit s bezeichnet wurde. Gleichung (4) verdeutlicht anschaulich drei Möglichkeiten wie die Entwicklung des Finanzsektors die gleichgewichtige Wachstumsrate g beeinflussen kann:

(i.) Verringerung der Intermediationskosten τ bzw. Erhöhung des Anteils $(1 - \tau)$ der Ersparnis, der in Investitionen geschleust wird. Bei dem Prozeß, der Ersparnis in Investitionen transformiert, werden Ressourcen verbraucht, sogenannte Intermediationskosten entstehen. Dieser Anteil τ verbleibt bei Banken als der Spread zwischen Soll- und Habenzins und bei Börsenmaklern in Form von Provisionen, Gebühren u.ä. τ ist somit ein direktes Maß für die Effizienz der Kapitalvermittlung. Wenn eine Entwicklung des Finanzsektors die Kosten τ zu reduzieren vermag, so kann dies einen Anstieg der

Wachstumsrate g zur Folge haben. Umgekehrt können die Intermediationskosten auch durch nicht zweckmäßige Regulierungen oder durch Besteuerung der Finanzintermediäre mit hohen Mindestreservesätzen, Transaktionssteuern, usw. erhöht werden, was sich demzufolge negativ auf die Wachstumsrate auswirkt. Dies war beispielsweise in vielen Ländern Lateinamerikas in den fünfziger und sechziger Jahren der Fall.

(ii.) Erhöhung von A bzw. Verbesserung der Allokation des Produktionsfaktors Kapital. Die Höhe des Produktivitätsparameters A und damit die Höhe der Wachstumsrate im Steady State g kann erhöht werden, indem Finanzintermediäre für eine effiziente Allokation von Finanzressourcen sorgen. Dies kann beispielsweise dadurch erfolgen, daß Finanzmittel in diejenigen Projekte geleitet werden, die die höchsten Renditen versprechen bzw. bei denen die einzelwirtschaftliche Grenzproduktivität des Faktors Kapital am höchsten ist. Des weiteren erlauben entwickelte Kapitalmärkte den Wirtschaftssubjekten, nicht versicherbare Risiken zu teilen, und unsystematische Risiken durch Portfoliobil- dung zu diversifizieren. So erhöht zum Beispiel die Schaffung von jederzeit veräußerba- ren Investmentzertifikaten die Liquidität der Sparer bei gleichzeitiger Investition der gepoolten Mittel in längerfristige, produktivere Projekte. Die genannten Funktionen der Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation des Finanzsektors führen im Modell von Pagano (1993) über eine Steigerung der Faktorproduktivität zu höherem Wachstum.

(iii.) Erhöhung der Sparquote s . Gemäß Gleichung (4) steigert eine höhere Spar- quote das Wirtschaftswachstum. Die Auswirkungen von Effizienzsteigerungen im Fi- nanzsektor auf die Sparquote sind jedoch ambivalent. Werden zum Beispiel die Interme- diationskosten τ infolge verbesserter Finanzdienstleistungen verringert bzw. der Produk- tivitätsparameter A erhöht, so steigt der Habenzinssatz und die Haushalte erzielen ein höheres Einkommen aus Ersparnissen. Ist nun der Einkommenseffekt der Haushalte grö- ßer als der Substitutionseffekt, so hat dies eine niedrigere Sparquote zur Folge.

1.2.1.2 Endogenes Wachstum durch technische Innovationen

„Like Schumpeter, we believe the nexus of finance and innovation is thus central to the process of economic growth.“ Robert G. King und Ross Levine (1993c, S.515)

Das Modell von King und Levine (1993c) analysiert die Zusammenhänge zwischen Finanzsystem, Unternehmertätigkeit, Innovationen und Wirtschaftswachstum. Anlehnend an das Modell zunehmender Produktqualität von Grossman und Helpman (1991a), das eine Volkswirtschaft bestehend aus einer Konsumgüterproduktion, einer Zwischenproduktfertigung und einem Forschungssektor betrachtet, tritt bei King und Levine (1993c) an Stelle des Forschungssektors der Finanzsektor als Motor des Wirtschaftswachstums. Im Sinne Schumpeters besteht die Hauptaufgabe des Finanzsystems darin, innovative Unternehmer zu identifizieren, zu finanzieren und damit Neuerungen zum Durchbruch zu verhelfen. Die Bereitstellung verbesserter Finanzdienstleistungen erhöht damit die Wahrscheinlichkeit erfolgreicher Innovation und steigert die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate.

Um die Verbindung zwischen Finanzintermediation und Innovation zu untersuchen, verdeutlicht das Modell die Notwendigkeit folgender Dienstleistungen von Finanzsystemen: (i.) Unternehmenskontrolle: Investitionsprojekte bzw. potentielle Unternehmer müssen bewertet werden, um die vielversprechendsten Projekte bzw. Unternehmer auszuwählen. Unter anderem muß geprüft werden, ob eine Investition in innovative Produkte und Produktionstechnologien überhaupt lohnt, und es nicht wirtschaftlicher ist, weiterhin konventionelle Produkte bzw. mit konventionellen Produktionstechnologien zu produzieren. (ii.) Ersparnismobilisierung: Die Größe der Projekte macht das Pooling von Ersparnissen erforderlich, was das Sammeln vieler kleiner Spareinlagen notwendig macht. (iii.) Risikodiversifikation: Die Erträge der Investitionen in innovative Technologien sind unsicher, was die Bereitstellung von Instrumenten zur Risikodiversifikation durch das Finanzsystem erfordert.

Der Nexus zwischen Innovation und Wirtschaftswachstum wird analog zum endogenen Wachstumsmodell mit zunehmender Produktqualität von Grossman und Helpman (1991a) modelliert. Dabei wirkt sich die Innovation eines Unternehmers dergestalt aus, daß der innovative Unternehmer ein Zwischenprodukt zu vorübergehend geringeren Kosten als seine Konkurrenten produzieren und das Zwischenprodukt somit billiger an-

bieten kann. Das Ausmaß der innovativen Aktivität einer Volkswirtschaft bestimmt die gleichgewichtige Wachstumsrate.

Die Aktivitäten des Finanzsektors im Modell

Unternehmerauswahl. Es wird eine Volkswirtschaft mit W Individuen betrachtet, die alle eine identische Anfangsausstattung an Vermögen besitzen, sich jedoch durch spezifische Unternehmerfähigkeiten unterscheiden. Die Wahrscheinlichkeit ξ , die die Fähigkeit eines Individuums bezeichnet, erfolgreich ein Projekt zu managen, ist weder dem Finanzintermediär noch dem Wirtschaftssubjekt bekannt. Durch Kosten von f Einheiten an Arbeitsinput eines Finanzintermediärs kann die Fähigkeit eines Individuums, ein Projekt zu leiten, nachgeprüft werden. Finanzintermediäre haben somit die Aufgabe, potentielle Unternehmer zu identifizieren bzw. zu bewerten. Der Marktwert eines „bewerteten“ Unternehmers beträgt κ . Der Lohnsatz sei w . Die Finanzintermediäre werden daher bei vollständiger Konkurrenz solange Unternehmer selektieren, bis die Kosten dieser Tätigkeit (wf) gleich dem zu erwartenden Ertrag ($\xi \kappa$) entsprechen. Die unternehmerische Auswahlbedingung lautet

$$(1) \quad \xi \kappa = wf,$$

wenn sich die Bewertungstätigkeit für die Finanzinstitutionen lohnen soll.

Innovationsfinanzierung. Jeder „bewertete“ Unternehmer muß x Einheiten an Arbeitsinput investieren, um eine marktfähige Innovation mit der Wahrscheinlichkeit π zu realisieren. Der Wert einer erfolgreichen Innovation besteht darin, daß der Unternehmer vorübergehend Monopolgewinne realisieren kann. Im Modell wird der Monopolgewinn analog zu Grossman und Helpman (1991a) durch den Gegenwartswert der Gewinne des Branchenführers erfaßt.

Der Wert einer erfolgreichen Innovation ist πv , wobei v den Unternehmenswert eines Branchenführers an der Börse bezeichnet. Die Innovationsrente des Unternehmens beträgt folglich $\pi v - wx$. Zusätzlich fällt noch ein Transaktionskostensatz τ an, der als Anteil des Bruttoeinkommens des erfolgreichen Unternehmers kalkuliert wird. Der Transaktionskostensatz τ umfaßt die Kosten für die Bereitstellung der anfänglichen Außenfinanzierung durch einen Finanzintermediär („Starthilfe“). Unter Berücksichtigung des Transaktionskostensatzes τ , der allgemein auch als Indikator für die Effizienz eines

Finanzsystems angesehen werden kann, ergibt sich die Innovationsrente eines bewerteten Unternehmers

$$(2) \quad \kappa = (1-\tau)\pi v - wx.$$

Die Außenfinanzierung der Innovationsaktivität ist ein zentrales Element des Modells, da realistischerweise davon ausgegangen werden kann, daß der zur Innovation notwendige Input an Arbeit und Kapital in den meisten Fällen das Vermögen eines innovationswilligen Unternehmers übersteigt. Ein weiterer Punkt ist, daß das Risiko eines Innovationserfolges vollständig diversifizierbar ist, was eine alleinige Innenfinanzierung bei Anwesenheit von Unteilbarkeiten als ineffizient erscheinen läßt bzw. das Entstehen von Risikokapitalfonds, welche eine Verstetigung der Erträge aus Innovationsaktivitäten ermöglichen, plausibel macht.

Gleichgewichtige finanzielle Intermediation. Das optimale Ausmaß der finanziellen Intermediation bestimmt sich aus Gleichung (1) und (2),

$$(3) \quad \pi v = wa(\tau),$$

wobei der Koeffizient $a(\tau) = (f/\xi + x)/(1-\tau)$ zwei Einflußgrößen ausgesetzt ist: Zum einen dem für ein Innovationsprojekt notwendigen gesamten Arbeitsinput $a(0) = (f/\xi + x)$ mit (f/ξ) als Arbeitseinsatz, der für die Evaluierung des Unternehmers notwendig ist, und x als direktem Arbeitsinput. Zum anderen dem Transaktionskostensatz τ , der direkte Steuern auf den Finanzsektor und indirekte Steuern durch Verzerrungen im Finanzsektor einschließt. Mit den finanziellen Mitteln der Aktienemission, die die erwarteten diskontierten Gewinne der Innovation reflektieren, sind die Kosten zu decken, die mit der Durchführung der Innovation verbunden sind. Gleichung (3) läßt sich so interpretieren, daß der zusätzliche Ertrag des Börsengangs eines innovativen Unternehmens exakt den Grenzkosten der Projektevaluation und -realisierung entsprechen muß.

Die Börse hat in dem Modell die Funktion, den Wert von Unternehmen als Ergebnis einer rationalen Analyse von Investoren zu bestimmen. Außerdem bietet die Börse eine Plattform zum Pooling von Risiken. In Industrieländern mit einem entwickelten Kapitalmarkt erscheint es plausibel, die im Modell auftretenden Finanzintermediäre als Risikokapitalfonds zu interpretieren, die ihre Erträge aus einem erfolgreichen Börsengang innovativer Unternehmen schöpfen. Die Existenz einer Börse als formale Institution ist – wenngleich im Modell angenommen – nicht notwendig. Die Risikokapitalfirma könnte beispielsweise auch Teil eines größeren Finanzkonzernes sein, der die Aufgaben des Risikopooling und der Unternehmensbewertung durchführt. Die grundlegenden

Konzepte des Modells sind deswegen auf Länder mit verschiedenen Entwicklungsstufen und verschiedenen Arten von Finanzsystemen anwendbar.

Ein Wachstumsmodell mit zunehmender Produktqualität

Im folgenden wird ein Schumpeter-Modell technischen Fortschritts basierend auf der Arbeit von Grossman und Helpman (1991a) entwickelt.²⁹ Der technische Fortschritt äußert sich dabei in diskreten Qualitätssprüngen bei einzelnen Zwischenprodukten entlang einer Qualitätsleiter. Jedes Zwischenprodukt $i \in [0,1]$ gibt es in $q = 0,1, \dots, m(i)$ unterschiedlichen Qualitäten. Eine Einheit des Produktes der Qualität q bietet gegenüber einer Einheit der niedrigeren Qualität $q-1$ eine um den Faktor $\lambda > 1$ höhere Produktionsleistung. Gewichtet man die unterschiedlichen Qualitätsstufen mit ihrem jeweiligen Effizienzniveau, so sind sie für die Konsumgüterherstellung gleichwertig. Eine Produktionstechnik, die diesen Sachverhalt bei der Herstellung des Konsumgutes C berücksichtigt, ist die folgende:

$$(4) \quad C = \exp \left(\int_0^1 \ln \left[\sum_{q=0}^{m(i)} \lambda^q X_q(i) \right] di \right)$$

Unterstellt wird gleichzeitig, daß in allen Branchen das Ausmaß der Qualitätssprünge λ identisch ist und daß die niedrigste Qualität $q = 0$ das Effizienzniveau eins besitzt.

Preisbildung für Zwischenprodukte. Der Konsumgütermarkt ist durch Wettbewerb gekennzeichnet. Kein Unternehmen des Konsumgütersektors kann Nachfragemacht auf den Märkten für Zwischengüter ausüben. Der Preis der Endprodukte sei eins, so daß der Lohn für Arbeit w und die Preise der Zwischengüter $p(i)$ in Einheiten des Endproduktes berechnet werden können. Alle Unternehmen einer Branche i haben dieselben Stückkosten, da für die Produktion einer Einheit einer beliebigen Qualität gerade eine Einheit Arbeitsleistung erforderlich ist. Produziert wird daher nur, wenn der Preis $p(i)$ mindestens den Stückkosten entspricht. Es existiert ein Marktführer in jeder Branche i des Zwischengütersektors, der aufgrund seiner Innovationsleistung das beste Produkt $q = m(i)$ produziert. Er kann einen Eintrittssperrenpreis in Höhe von

²⁹ Um das Modell etwas zu vereinfachen, wird es in kontinuierlicher Zeit und nicht wie bei King und Levine (1993c) in diskreter Zeit dargestellt. Vgl. hierzu auch Maußner und Klump (1996, S.262ff).

$$(5) \quad p(i) = \lambda w$$

setzen, der ihm den ganzen Markt sichert. Berücksichtigt man diesen Sachverhalt, so vereinfacht sich die Produktionsfunktion (4), da im folgenden nur noch die Menge des Zwischenproduktes mit der jeweils höchsten Qualität $X(i)$ betrachtet wird:

$$(6) \quad \ln C = \int_0^1 \ln [\lambda^{m(i)} X(i)] di.$$

Die Unternehmen des Konsumgütersektors produzieren gewinnmaximierend, wenn sie von jedem Zwischenprodukt i die Menge

$$(7) \quad X(i) = \frac{C}{p(i)} = \frac{C}{\lambda w}$$

nachfragen.³⁰ Verwendet man die Tatsache, daß $W_X(i) = X(i)$ ist, so erzielt der Marktführer der Branche i zu dem Preis $p(i) = \lambda w$ einen Gewinn in Höhe von

$$(8) \quad \Pi(i) = p(i) X(i) - w W_X(i) = (\lambda - 1) w W_X(i),$$

wobei $W_X(i)$ den von ihm geleisteten Arbeitsinput bezeichnet. Alle Zwischenprodukte werden in derselben Menge nachgefragt, da sie alle gleichviel kosten. Somit ist der Gewinn der Marktführer aller Branchen i identisch, der Arbeitseinsatz ist unabhängig vom Branchenindex, und die Summe über alle Branchen liefert

$$(9) \quad W_X = \int_0^1 (C / \lambda w) di = C / \lambda w = W_X(i).$$

Aktienbewertung. Gelingt es einem innovativen Unternehmer eine Qualitätsverbesserung eines Zwischenproduktes zu erzielen, so wird der bisherige Branchenführer aus dem Markt verdrängt. Dies war die Grundlage der Preisbildung für Zwischenprodukte. Die Wahrscheinlichkeit, daß irgendein Unternehmer, eine kommerziell nutzbare Innovation macht, ist πe , wobei e die Zahl der innovationswilligen Unternehmer bezeichnet. Es wird dabei angenommen, daß die Wahrscheinlichkeit der Innovation π in einer spezifischen Branche i proportional zu der Zahl der Unternehmer e ist, die nach einer Produktinnovation streben. Die Innovationswahrscheinlichkeit πe sei in allen Branchen i gleich hoch. Diese Dynamik impliziert, daß die Aktie des Marktführers im Falle einer Innovation eines Konkurrenten wertlos wird. Der Dividendenstrom ist damit auf das Intervall begrenzt, in dem keine neue Innovation stattfindet. Die Dividenden und Kurs-

³⁰ Dies folgt aus der gewinnmaximierenden Bedingung: „Faktorpreis = Grenzerlös“.

änderungen sind in allen Branchen gleich groß. Im Intervall von dt ergibt sich für eine Aktie eines jeweiligen Branchenführers folglich einen Ertrag von

$$\Pi dt = (1 - (\pi e) dt) + \dot{v} dt(1 - (\pi e) dt) - v(\pi e) dt .$$

In dem Term beschreibt der erste Ausdruck den erwarteten Dividendenstrom, der zweite den erwarteten Kursgewinn und der dritte den erwarteten Kursverlust. In einem kleinen Zeitintervall dt sind die Terme mit dem Faktor dt^2 vernachlässigbar, weshalb man für die Rendite r der Aktie eines Branchenführers den Ausdruck

$$(10) \quad r = \frac{1}{v} [\Pi + \dot{v} - v(\pi e)]$$

erhält.

Aggregiertes Produktivitätswachstum. Berücksichtigt man die Ergebnisse aus (8) und (9) in der modifizierten Produktionsfunktion (6), so gilt in einem Wachstumsgleichgewicht, das eine konstante Zahl der Arbeitskräfte in der Zwischengüterproduktion impliziert,

$$(11) \quad \ln C = \int_0^1 \ln [\lambda^{m(i)} W_X(i)] di = \ln W_X + \ln M, \quad \ln M := \int_0^1 \ln \lambda^{m(i)} di ,$$

bzw.

$$(12) \quad \ln(\lambda w) = \int_0^1 \ln \lambda^{m(i)} di = \ln M .$$

Man erkennt, daß das Wachstum des Pro-Kopf-Konsums der Wachstumsrate des Qualitätsindex M entsprechen muß. In Grossman und Helpman (1991a) wird die Wachstumsrate des Qualitätsindex $\frac{\dot{M}}{M}$ durch die aggregierte Forschungsintensität bestimmt. Insbesondere wächst der Qualitätsindex mit einer Rate, die proportional zu $\ln \lambda$ und der aggregierten Forschungsintensität ist. In diesem Modell tritt der Finanzsektor an die Stelle des Forschungssektors, d.h. die aggregierte Forschungsintensität entspricht der Zahl der innovationswilligen Unternehmen e im Zwischengütersektor, gewichtet mit der Wahrscheinlichkeit π , daß sich die Innovation auch kommerziell nutzen läßt:

$$(13) \quad \frac{\dot{M}}{M} = (\pi e) \ln \lambda .$$

Das aggregierte Produktivitätswachstum entspricht der Zahl der erfolgreichen Innovatoren πe , der Wachstumsrate des Pro-Kopf-Konsums und – wie später ersichtlich wird – der gleichgewichtigen Wachstumsrate g .

Aus den Gleichungen (3) und (6), (8) und (11) folgt, daß der Reallohn w mit derselben Rate wachsen muß wie der Unternehmenswert der Zwischengutproduzenten v und daß diese Rate proportional zur Veränderungsrate des Qualitätsindex M sein muß:

$$(14) \quad \frac{\dot{v}}{v} = \frac{\dot{w}}{w} = \frac{\dot{M}}{M}.$$

Berücksichtigt man zudem, daß die Dividenden und Kursänderungen in allen Branchen gleich groß sind, so erhält man aus Gleichung (8), daß die Aktie eines Zwischengutproduzenten eine Dividende in Höhe von $\Pi = (\lambda - 1) w W_X$ ausschüttet. Nutzt man diesen Sachverhalt und verwendet zudem Gleichung (10) und (14), so ergibt sich eine Rendite r von

$$(15) \quad r = \frac{\Pi}{v} + \frac{\dot{v}}{v} - (\pi e) = (\lambda - 1) W_X \frac{\pi}{a(\tau)} + \frac{\dot{M}}{M} - (\pi e)$$

für die Aktie eines Branchenführers.

Konsumentenverhalten. Das Modell wird nun unter Einbeziehung der Haushalte geschlossen. Der Haushaltssektor beziehe Lohneinkommen in Höhe von wW , und halte die Aktien aller Marktführer der jeweiligen Branchen. Das Vermögenseinkommen ist somit rv . Die Familiengröße W ist konstant; der Periodennutzen sei logarithmisch verteilt mit $u(c) = \ln c$. Der optimale Konsumplan entspricht daher der Keynes-Ramsey-Regel

$$(16) \quad g := \frac{\dot{c}}{c} = r - \rho,$$

wobei ρ die Zeitpräferenzrate und g die gleichgewichtige Wachstumsrate bezeichnet.

Arbeitsmarktgleichgewicht. Im Gleichgewicht muß der Arbeitseinsatz im Zwischengutsektor (W_X) und im Finanzsektor (W_F) konstant sein und dem gegebenen Arbeitskräftepotential (W) entsprechen:

$$(17) \quad W = W_X + ea(0);$$

dabei beschreibt $W_F = ea(0)$ alle mit der Durchführung von Innovationen verbundenen Arbeitsleistungen im Finanzsektor.

Gleichgewichtige Wachstumsrate. Aufgrund der Tatsache, daß das Wachstum des Pro-Kopf-Konsums der Wachstumsrate des Qualitätsindex M entspricht, und aufgrund der Informationen aus Gleichung (15) und (16), ergibt sich

$$(\lambda - 1) W_X \frac{\pi}{a(\tau)} - (\pi e) - \rho = 0.$$

Setzt man nun Gleichung (17) nach W_X aufgelöst in das obige Ergebnis ein, so läßt sich die Zahl der erfolgreichen innovativen Unternehmer πe je Zeiteinheit berechnen. Unter Verwendung von Gleichung (13) erhält man als Lösung die gleichgewichtige Wachstumsrate g mit

$$(18) \quad g := \frac{\dot{M}}{M} = \left[\frac{(\lambda - 1)W\pi - \rho a(\tau)}{a(\tau) + (\lambda - 1)a(0)} \right] \ln \lambda .$$

Die Wachstumsrate im Steady State hängt wie in den endogenen Wachstumsmodellen mit zunehmender Produktvielfalt (Romer 1990) oder zunehmender Produktqualität (Grossman und Helpman 1991a) von Präferenz- und Technologieparameter ab. Diskontieren die Haushalte die Zukunft weniger (geringere Zeitpräferenzrate ρ), so ist g größer. Der Parameter λ reflektiert die Merkmale der unvollständigen Konkurrenz im Modell. Er kann als Indikator für die Größe der Kostenvorteile eines erfolgreichen innovativen Unternehmens gegenüber der Konkurrenz interpretiert werden. Steigt der Parameter λ , so steigt die Wachstumsrate g . Die Größe des Arbeitskräftepotentials wirkt sich ebenfalls positiv auf die Wachstumsrate aus.

Ein Anstieg der spezifischen Parameter des Finanzsystems, τ und f , die sich hinter den Koeffizienten $a(\tau)$ und $a(0)$ verbergen, hat ein Sinken der Wachstumsrate g zur Folge. Der Transaktionskostensatz τ kann ähnlich dem im Modell von Pagano (1993) vorkommenden Intermediationskostensatz als Indikator für die Effizienz und Qualität der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft betrachtet werden. Ungenügende ordnungspolitische Stabilität, Besteuerung des Finanzsektors beispielsweise durch Transaktionssteuern, Stempelsteuern, nicht verzinliche Mindestreserven u.ä. haben demzufolge negative Wachstumswirkungen. Analog dazu kann die Variable f , die die Kosten der Unternehmenselektion durch den Finanzsektor bezeichnet, ebenfalls als Parameter für die Qualität von verfügbaren Finanzdienstleistungen in einer ökonomischen Einheit verstanden werden.

Aus dem Modell geht zudem hervor, daß Interventionen der öffentlichen Hand wie zum Beispiel Änderungen der Unternehmensbesteuerung oder Veränderungen im Bereich der Eigentumsrechte sich auf den Parameter λ auswirken können. Höhere Steuern oder eine weniger strenge Durchsetzung von Eigentumsrechten wirken sich demnach negativ auf die Gewinnmarge λ des Innovators im Zwischengutsektor aus. Der Anreiz, Neuerungen kommerziell nutzbar zu machen, sinkt.

Es bleibt festzuhalten, daß die gesamtwirtschaftliche Innovationsrate positiv durch gesteigerte Effizienz der Finanzintermediation sowie durch stabile ordnungspoliti-

sche Rahmenbedingungen beeinflusst werden kann. Ein entwickeltes Finanzsystem trägt zu Produktivitätsverbesserungen und damit zu gesteigertem Wirtschaftswachstum bei, indem es qualifizierte Unternehmer auswählt, Ersparnisse zum Zwecke der Anschubfinanzierung für Innovatoren mobilisiert, Instrumente zur Risikodiversifizierung innovativer Aktivitäten zur Verfügung stellt und die Rendite von Innovationsaktivitäten evaluiert.

1.2.2 Finanzintermediation und Wachstum: eine funktionale Synthese

Die Modelle von Pagano (1993) und King und Levine (1993c) zeigten potentielle Kanäle – gesteigerte Akkumulation von Kapital und Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Innovationsrate – durch die die Leistungsfähigkeit der Finanzsysteme auf die gleichgewichtige Wachstumsrate in einer Volkswirtschaft Einfluß nehmen kann. Grundlegende Verbindungen zwischen der Qualität der Finanzintermediation und wirtschaftlichem Wachstum wurden in den Modellen deutlich. Der Zusammenhang zwischen Finanzintermediation und Wirtschaftswachstum ist jedoch bei weitem komplexer als in den beiden vorgestellten Modellen deutlich wurde. Im folgenden werden deshalb die vier wichtigsten Funktionen von Finanzsystemen wieder aufgegriffen und ihre Wirkungen auf die volkswirtschaftliche Kapitalakkumulation und Innovationskraft verdeutlicht.

Risikomanagement und Wirtschaftswachstum

Wie das Management von Risiken als zentrale Funktion von Finanzintermediären Wirtschaftswachstum begünstigen kann, wird am Beispiel der industriellen Revolution intuitiv deutlich. Hicks (1969) argumentiert, daß die Entwicklung einer finanziellen Infrastruktur, die eine verbesserte Kontrolle von Liquiditätsrisiken ermöglichte, eine der zentralen Ursachen für die industrielle Revolution war. Folgt man Hicks (1969), so wurden die Produkte, die in den ersten Jahren der industriellen Revolution produziert wurden, bereits viel früher erfunden. Technische Innovationen waren demzufolge nicht die entscheidende Ursache für die Phase wirtschaftlichen Wachstums, die mit der industriellen Revolution verbunden war, da die Nutzbarmachung vieler Erfindungen großer und langfristiger Investitionssummen bedurfte. Die Entwicklung liquider Kapitalmärkte, die

es den Sparern bei Liquiditätsbedürfnissen schnell und bequem erlaubte, ihre Anlagen zu verkaufen, und die damit verbundene Verfügbarkeit von Kapital für langfristige, große Investitionen ist somit eines der zentralen Faktoren für das Zustandekommen der industriellen Revolution in England:

“In order that people should be willing, in an uncertain world, to sink large amounts of capital, they must either themselves be in possession of other resources, which they hold in a more liquid form, so that they can be quickly realized to meet emergencies; or they must be confident of being able to borrow – and that means borrowing from someone else (it may be a bank) who is able to borrow, or who has liquid funds. In the end, it is the availability of liquid funds which is crucial. This condition was satisfied in England (...) by the first half of the eighteenth century. Already, then, there were financial markets, on which a variety of securities could readily be sold.” John Hicks (1969, S.144f.)

Mit anderen Worten: Die „finanzielle Revolution“ mußte vor der industriellen Revolution erfolgen, um die notwendigen liquiden Kapitalmärkte zur Bereitstellung großer Summen für die Investition in illiquide Technologien zu schaffen. Bencivenga und Smith (1991) formalisieren diesen Gedanken, indem sie das in Abschnitt (1.1.1) vorgestellte Modell von Diamond und Dybvig (1983) in ein Modell überlappender Generationen mit Produktion und Kapitalakkumulation einbetten. In ihrem Modell besteht die Aufgabe der Finanzintermediäre darin, Individuen gegen Liquiditätsrisiken, welche sowohl bei Sparern als auch bei Investoren bestehen, abzusichern. Liquiditätsrisiken können durch Banken gepoolt werden. Der Anteil an unproduktivem, liquidem Vermögen in einer Volkswirtschaft wird dadurch reduziert. In einer Welt ohne Finanzintermediäre käme es nämlich zu individueller Liquiditätssicherung durch Geldhortung. Durch die Transformation von Fristen und Losgrößen bieten Banken liquidere Anlagealternativen als Investoren und können so das Sparen in Anlagen fördern. Zudem sind aufgrund des Gesetzes der großen Zahl die Schwankungen des Depositenabflusses für Banken geringer als im Vergleich zu direkter Finanzierung. Bencivenga und Smith (1991) zeigen, daß durch das Risikomanagement von Finanzintermediären mehr Investitionen in illiquide, aber sehr ertragreiche Technologien fließen, und so die durchschnittliche Kapitalproduktivität gesteigert werden kann. Bei der Annahme eines konstanten Grenzproduktes des Kapitals führt eine höhere durchschnittliche Kapitalproduktivität sowie eine höhere volkswirtschaftliche Sparquote zu einer Steigerung der gleichgewichtigen Wachstumsrate.

Das Management von Liquiditätsrisiken kann auch durch die Etablierung einer Wertpapierbörse erfolgen. Durch den Einbezug der Präferenzstruktur von Diamond und

Dybvig (1983) in ein endogenes Wachstumsmodell zeigt Levine (1991), daß Wertpapierbörsen entstehen, um als institutionelle Plattform für den Handel individueller Liquiditätsrisiken zu fungieren.³¹ Da Liquiditätsrisiken nicht öffentlich verifizierbar sind und Standardversicherungskontrakte daher als Pareto-optimale Lösung ausscheiden, entstehen Finanzmärkte als Antwort auf das Bedürfnis von Individuen, sich gegen Liquiditätsrisiken abzusichern. Durch die Existenz von Finanzmärkten wird der Anteil an unproduktiven, liquiden finanziellen Ressourcen in einer Volkswirtschaft reduziert, da die Wirtschaftssubjekte die Möglichkeit haben, Firmenanteile über eine Börse zu tauschen, ohne daß dabei der Produktionsprozeß durch Kapitalentzug in der jeweiligen Firma unterbrochen wird. Dadurch wird relativ mehr Kapital in produktive Firmen investiert, was nicht nur die durchschnittliche Sachkapitalproduktivität erhöht, sondern über externe Effekte zudem für eine verstärkte Akkumulation von Humankapital sorgt.

Levine (1991) rechtfertigt die Externalität damit, daß mit jeder Investition in Sachkapital auch komplementär das Wissen der Beschäftigten erweitert wird. Technischer Fortschritt bzw. die Bildung von Humankapital ist somit an die Akkumulation eines rivalen Faktors – Sachkapital – gebunden. Eine frühzeitige Liquidation produktiver Firmenanteile führt über den beschriebenen externen Effekt zu einer Verlangsamung der Akkumulation von Humankapital. Damit identifiziert Levine (1991) einen weiteren Kanal, wie verbesserte Finanzintermediation – via Förderung der Humankapitalbildung – die gleichgewichtige Wachstumsrate beeinflusst.

Neben der Versicherung von Liquiditätsrisiken haben Wertpapierbörsen im Modell von Levine (1991) auch die Funktion, Individuen die Diversifikation firmenspezifischer Produktivitätsrisiken zu ermöglichen. Wären Finanzmärkte nicht vorhanden bzw. im Falle direkter Finanzierung würden risikoaverse Investoren möglicherweise davon abgehalten, in einzelne Firmen zu investieren, da jede Firma spezifischen Produktivitäts- und Nachfrageschocks ausgesetzt ist. Finanzmärkte erlauben den einzelnen Wirtschaftssubjekten hingegen, in eine große Zahl von Firmen zu investieren, um so unsystematische Firmenrisiken zu diversifizieren.

³¹ Bencivenga und Smith (1992), Levine (1992; 1993) sowie Greenwood und Smith (1997) verwenden ebenfalls Elemente des Modells von Diamond und Dybvig (1983) als integrativen Bestandteil in ihren endogenen Wachstumsmodellen. Sie formalisieren damit die Idee, daß durch das Management von Liquiditätsrisiken durch Finanzintermediäre eine Rationalisierung liquider Mittel und eine entsprechende Transformation in illiquide, aber ertragreichere Projekte erreicht wird, und somit die gleichgewichtige Wachstumsrate positiv beeinflusst wird.

Obstfeld (1994) analysiert denselben Effekt auf globaler Ebene in Verbindung mit der Integration internationaler Kapitalmärkte. Er geht davon aus, daß weniger technologieintensive Produktionsprozesse mit einem kleineren Risiko behaftet sind und eine geringere Rendite abwerfen als spezialisierte, technologieintensive Projekte. Anhaltendes Wachstum hängt von Investitionen in immer spezialisiertere, technisch höherentwickelte und daher mit Risiko behaftete Produktionsanlagen ab. Die Förderung der internationalen Kapitalmarktintegration erlaubt es Investoren in den einzelnen Ländern, ihre Risiken global zu diversifizieren. Dadurch findet eine Portfolioumschichtung von sicheren Kapitalanlagen mit geringerer Rendite zu risikoreicheren, aber global diversifizierten Kapitalanlagen mit höherer Rendite statt. Verstärktes Wachstum wird auf der Grundlage internationaler Risikodiversifikation durch eine verbesserte Allokation von Ressourcen induziert.

Der Grundmechanismus in dem finanziellen Wachstumsmodell von Saint-Paul (1992) beruht ebenfalls auf der Idee, daß durch finanzielle Mittlertätigkeit ermöglichte Risikodiversifikation Investitionen in technologieintensive und damit risikoreichere Produktionsanlagen begünstigt. Saint-Paul (1992) weist nach, daß durch das Teilen von Risiko via Portfoliodiversifikation an der Börse in einer Volkswirtschaft Spezialisierungseffekte aufgrund verstärkter Arbeitsteilung entstehen. Technische Diversifikation, d.h. geringere leistungswirtschaftliche Spezialisierung, wird durch finanzielle Diversifikation (Hedging) substituiert. Die Folge sind Produktivitätsfortschritte, welche bei der Existenz von Externalitäten gemäß Romer (1986) das Wirtschaftswachstum fördern.

Insbesondere in Entwicklungsländern können unterentwickelte Finanzmärkte eine Erklärung für das Phänomen des ausgeprägten informellen Sektors sein. Saint-Paul (1993) argumentiert, daß technologischer Dualismus, der sich in der Koexistenz von einem entwickelten, produktiven formellen Sektor und einem informellen Sektor, der mit konventionellen, wenig risikobehafteten Produktionstechnologien arbeitet, äußert, positiv mit einem unterentwickeltem Finanzsektor korreliert ist. Aufgrund unzureichender Finanzintermediation und damit fehlenden Möglichkeiten zur Risikodiversifikation, werden Investitionen in den informellen Sektor, die zwar nicht sehr produktiv, dafür aber nur mit geringem Risiko behaftet sind, zur Risikodiversifikation herangezogen. Diese Hypothese erhellt eindrucksvoll, wie eine Rückkopplung zwischen realem und finanziellem Sektor via Risikoteilung stattfinden kann.

Mobilisierung / Pooling von Ersparnissen und Wirtschaftswachstum

Es ist offensichtlich, daß der Anteil der Ersparnis, der zur Kapitalbildung in neue Investitionen geleitet wird (Investitionsquote), eine der Schlüsselvariablen für anhaltendes Wachstum ist. Eine effizientere Finanzintermediation, die sich in einer Erhöhung des Anteils der Ersparnisse äußert, der in produktive Investitionen geschleust wird führt im Modell von Pagano (1993) zu einer Steigerung der gleichgewichtigen Wachstumsrate. Im neoklassischen Wachstumsmodell führt eine Erhöhung der Sparquote zwar nicht zu einer Steigerung der gleichgewichtigen Wachstumsrate, dennoch kommt es zu einem Niveaueffekt, der das Einkommen im Steady State vergrößert. Investitionen können sowohl durch inländische als auch durch ausländische Ersparnisse getätigt werden, jedoch wird in allen Ländern der Großteil der Investitionen aus inländischen Mitteln finanziert.

Die Verbindung zwischen Ersparnismobilisierung durch Finanzintermediäre und Wirtschaftswachstum wurde bereits von den Pionieren auf dem Gebiet der *financial development* Literatur, McKinnon (1973) und Shaw (1973), als bedeutsam erkannt. Sie identifizierten die Ersparnismobilisierung durch Finanzintermediäre als den zentralen Kanal, durch den die Entwicklung der finanziellen Infrastruktur das Wirtschaftswachstum stimuliert:

„Financial liberalization tends to raise ratios of private domestic savings to income. (...) real growth of financial institutions provides more investors with access to borrowing and gives them incentives to save and to accumulate the equity that makes borrowing cheaper. (...) In the liberalized economy savers are offered a wider menu of portfolio choice. The market for their savings is extended; (...) Local capital markets can be integrated into a common market, and new opportunities for pooling savings and specializing in investment are created. (...) Liberalization and deepening of finance contribute to the stability of growth in output and employment.“ Edward S. Shaw (1973, S.9f.)

Empirisch hat sich diese These bisher allerdings nicht bestätigt (Bandiera u.a. 1999; Fry 1995).³² Eine einfache Erklärung dafür wäre beispielsweise, daß aufgrund verbesserter Finanzintermediation der Einkommenseffekt der Haushalte größer ist als der Substitutionseffekt. Eine andere Erklärung dieses Phänomens könnte an der Tatsache liegen, daß verbesserte Finanzintermediation zu einer Verminderung von Liquiditätsschranken auf Seiten der Konsumenten führt. Liquiditätsschranken ergeben sich häufig

³² Selbst McKinnon (1991, S.22) konstatiert, daß „aggregate savings, as measured in the GNP accounts, does not respond strongly to higher real interest rates“. De Gregorio und Guidotti (1995, S.433) kommen zum selben Ergebnis: sie weisen darauf hin, daß „the main channel of transmission from financial development to growth is the efficiency, rather than the volume of investment“.

für Wirtschaftssubjekte bei der Planung ihres intertemporalen Konsums insbesondere bei Erwartung eines höheren zukünftigen Einkommens. Diese Ansätze verschieben den Blickwinkel der Auswirkungen eines veränderten Niveaus der Finanzintermediation von der Produktionsseite auf das Verhalten der Haushalte.

Japelli und Pagano (1994) analysieren die Existenz von Liquiditätsschranken in einem Modell überlappender Generationen, in dem Individuen sich während ihrer Ausbildungszeit verschulden, um ihren gegenwärtigen Konsum zu finanzieren. Später, wenn die Wirtschaftssubjekte im Berufsleben stehen, zahlen sie ihre Schulden zurück und sparen für das Alter. Bestehen nun Liquiditätsschranken, so wird der intertemporale Konsumausgleich erschwert. Dies führt zu verstärktem Sparen während der Erwerbsphase, um für die Rente vorzusorgen. Eine Verminderung der Liquiditätsschranken – wie dies beispielsweise durch Fortschritte im Finanzsystem der Fall sein kann – hat somit eine Verminderung der Sparquote zur Folge.

Die Tatsache, daß verbesserte Finanzintermediation verminderte Liquiditätsschranken und entsprechend eine Reduzierung der Sparquote zur Folge hat, führt aber nicht zwingend zu negativen Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate. Da Wirtschaftswachstum auch von der Akkumulation von Humankapital abhängt, führen Liquiditätsschranken zu einer verminderten Investition in Humankapital wie De Gregorio (1993; 1996) in einem Modell überlappender Generationen zeigt. Trotz sinkender gesamtwirtschaftlicher Sparquote kann daher eine entwickelte finanzielle Infrastruktur zur Reduzierung von Liquiditätsschranken beitragen und so die Bildung von Humankapital und damit Wirtschaftswachstum fördern.

Kaum umstritten ist die Funktion des Pooling von Ersparnissen von Finanzsystemen für die wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft. Ohne die Losgrößentransformation im Bankensektor beispielsweise würden Investitionen auf eine ökonomisch ineffiziente Größenordnung reduziert bleiben, da die Unternehmen vollständig auf Selbstfinanzierung angewiesen wären. Bei der Analyse von Finanzierungsmöglichkeiten, Unternehmertätigkeit und Wirtschaftswachstum in dem endogenen Wachstumsmodell von King und Levine (1993c) wurde bereits deutlich, welchen Beitrag Finanzintermediäre durch die Bereitstellung von Fremdkapital in der anfänglichen Entwicklungsphase junger Unternehmen zur Erhöhung der Zahl der Innovationen in einer Volkswirtschaft und damit zum Wirtschaftswachstum leisten können.

Neuere Forschungsansätze wie der von Rojas-Suárez und Weisbrod (1997) stellen das geringe Vertrauen des privaten Sektors in das inländische Finanzsystem als Ursa-

che für die unzureichenden privaten Sparquoten Lateinamerikas in den Mittelpunkt. Gemessen wird das Vertrauen des Privatsektors in das heimische Finanzsystem anhand des Verhältnisses der Unternehmensnachfrage nach liquiden Bankaktiva zur Nachfrage von Haushalten nach liquiden Bankaktiva. Hinter diesem Indikator steht die Überlegung, daß Unternehmen zur Aufrechterhaltung des Produktionsprozesses dazu gezwungen sind, eine ausreichende Menge an liquiden Mitteln zur Verfügung zu haben. In Ländern, in denen dieser Indikator hoch ist bzw. das Vertrauen in das inländische Finanzsystem niedrig – wie beispielsweise im Fall Lateinamerika – ist die private Sparquote geringer als in Ländern mit größerem Vertrauen in den Finanzsektor (z.B. in Industrieländern). Eine Entwicklung und Stabilisierung des Finanzmarktes würde das Vertrauen des Privatsektors in das Finanzsystem erhöhen und könnte so die private Sparquote in Entwicklungsländern steigern.

Ressourcenallokation / Unternehmenskontrolle und Wirtschaftswachstum

Walter Bagehot erkannte bereits im Jahre 1873, daß eine elementare Funktion von Finanzsystemen die Allokation von Kapital zu ihren profitabelsten Verwendungen ist (Bagehot 1873). Goldsmith fand im Jahr 1969 erste empirische Beweise für seine These, daß die „financial superstructure“ einer Volkswirtschaft „accelerates economic growth and improves economic performance to the extent that it facilitates the migration of funds to the best user, i.e., to the place in the economic system where the funds will yield the highest social return“ (Goldsmith 1969, S.400). Im bereits vorgestellten Modell von Pagano (1993) wurde deutlich, wie eine Steigerung des gesamtwirtschaftlichen Grenzprodukts des Kapitals die Wachstumsrate im Steady State erhöhen kann.

Wie Finanzintermediation die gesamtwirtschaftliche Kapitalproduktivität zu beeinflussen in der Lage ist, geht aus dem Modell von Greenwood und Jovanovic (1990) hervor. Sie betonen die Fähigkeit der Informationsverarbeitung und des Ressourcen-Pooling von Finanzmittlern, indem die Intermediäre einerseits zwischen den erfolgversprechendsten Projekten und Unternehmungen auswählen und andererseits mittels dieser Informationen gegen eine feste Gebühr das Kapital von Anlegern in die Projekte leiten, die die höchste Rendite versprechen. In dem Modell von Greenwood und Jovanovic (1990) hat jeder Investor die Option, in ein risikoloses Projekt mit geringer Rendite oder in ein Projekt mit hoher Rendite, das einem technologischem Risiko ausgesetzt ist, zu investieren. Das technologische Risiko setzt sich aus einer firmenspezifischen, unsyste-

matischen und einer für alle Projekte identischen, systematischen Komponente zusammen.

Finanzintermediäre sind nun in der Lage, zu Beginn einer jeden Periode versuchsweise in risikoreiche Projekte zu investieren, um zu eruieren, ob die Rendite der risikobehafteten Investitionen über der risikolosen Anlage liegt. Einzelne Investoren hingegen können zwischen den beiden Komponenten nicht unterscheiden, sondern nur das Gesamtrisiko beobachten. Aufgrund ihres großen Portfolios können Finanzintermediäre zudem das mit der Investition in risikoreiche Projekte verbundene unsystematische Risiko vollständig diversifizieren. Die Zahlung einer festen Gebühr der einzelnen Anleger an Finanzintermediäre macht deren Existenz lohnend und sorgt gleichzeitig dafür, daß die Anleger eine höhere Rendite für ihr eingesetztes Kapital erhalten als dies bei individuell getätigten Investitionen möglich gewesen wäre. Die Errichtung eines Finanzsystems führt somit gesamtwirtschaftlich zu einer verbesserten Ressourcenallokation und damit zu höherem Wachstum.

Bei der Analyse des Modells von Diamond (1984) im Abschnitt (1.1.3) wurde bereits deutlich, daß die Existenz von Finanzintermediären bei Unteilbarkeiten in der Technologie der Informationsproduktion lohnend ist. Ein Problem asymmetrisch verteilter Informationen ist insbesondere, daß sie zu einer suboptimalen Allokation von Kapital führen können. Kreditrationierung ist beispielsweise ein bekanntes Phänomen von ex ante Informationsasymmetrien auf dem Kreditmarkt. Die Schädlichkeit der Kreditrationierung bzw. deren negative Auswirkungen auf die Steady State Wachstumsrate weisen Bencivenga und Smith (1993) in einem endogenen Wachstumsmodell nach, in dem alle Investitionen durch Kredite finanziert werden.

Auf diesen Gedanken aufbauend zeigt Levine (1993), daß die Allokation von Ressourcen verbessert und damit Wirtschaftswachstum gesteigert werden kann, wenn Finanzintermediäre die Funktion der Unternehmenskontrolle bzw. der Evaluierung von Investitionsmöglichkeiten wahrnehmen. Wie im Modell von Levine (1991) ist die Bildung von Humankapital aufgrund externer Effekte an die Akkumulation von Sachkapital gebunden. Eine Vervielfachung des Überwachungs- und Bewertungsaufwandes wird vermieden, indem die Informationsproduktion an einen Finanzintermediär delegiert wird. Die Tätigkeit der Informationsproduktion durch Finanzmittler findet bei Levine (1993) im Gegensatz zu Diamond (1984) ex ante statt und umfaßt alle Aktivitäten, die

mit der Identifizierung und Bewertung von potentiellen Projekten verbunden sind.³³ Durch die Delegation der Informationsproduktion können Ressourcen eingespart werden, die den Anteil der finanziellen Aktiva, die in produktive Investitionen geschleust werden, erhöhen. Dies führt im endogenen Wachstumsmodell von Levine (1993) zu einer verstärkten Humankapitalbildung, was zusammen mit einer verbesserter Ressourcenallokation ein höheres Wirtschaftswachstum zur Folge hat.³⁴

Die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen im Finanzsektor können bedeutende Auswirkungen auf die durchschnittliche Kapitalproduktivität einer Volkswirtschaft bzw. auf das Verhältnis von Finanzintermediation und Wirtschaftswachstum haben. Einen von den bisherigen Modellen abweichenden Ansatz entwickeln Roubini und Sala-i-Martin (1992), indem sie finanzielle Repression³⁵ als Werkzeug von Regierungen ansehen, die Basis für die Inflationssteuer zu verbreitern, mit dem Zweck, die Staatseinnahmen zu maximieren.³⁶ Finanzielle Repression führt somit zu höherer Seigniorage, um höhere öffentliche Ausgaben zu ermöglichen.

Theoretischer Ausgangspunkt ist ein AK-Modell analog zu Abschnitt (1.2.1.1), wobei der Produktivitätsparameter A bzw. das gesamtwirtschaftliche Grenzprodukt des Kapitals mit dem Niveau finanzieller Repression korreliert ist. Dies wird dadurch gerechtfertigt, daß finanzielle Repression das reibungslose Funktionieren des Finanzsystems einschränkt. Beispielsweise werden mit steigendem Grad finanzieller Repression die Kosten der Aktivitäten der Finanzintermediäre verteuert, was bei Unternehmen tendenziell zu einer Substitution der Außen- durch Innenfinanzierung führt. Die Folge ist,

³³ Die wachstumsfördernde Tätigkeit der Informationsproduktion von Finanzintermediäre kann auch ex post dargestellt werden wie dies beispielsweise in den Modellen von Blackburn und Hung (1998) und Sussman und Zeira (1995) geschieht.

³⁴ Vgl. hierzu auch das endogene Wachstumsmodell von Levine (1992), das die Entstehung von Finanzintermediären als Antwort auf spezifische ökonomische Bedingungen erklärt und dann untersucht, wie die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen durch Finanzmittler – Risikomanagement und Informationsproduktion – Wirtschaftswachstum beeinflusst. Davon abweichend untersucht Levine (1993) den Zusammenhang zwischen Entwicklung von Finanzdienstleistungen und langfristigem Wirtschaftswachstum unter besonderer Berücksichtigung differierender Finanzsysteme.

³⁵ Der Ausdruck *financial repression* geht auf McKinnon (1973) und Shaw (1973) zurück. Er bezeichnet im weitesten Sinne alle staatlichen Regulierungsmaßnahmen, die eine Behinderung des Marktmechanismus im Finanzsektor zur Folge haben. Typischerweise fallen darunter Zinsobergrenzen, selektive Kreditvergabe und hohe Mindestreservesätze auf Bankeinlagen. Vgl. auch die Definition von Roubini und Sala-i-Martin (1995, S.279): „we define financial repression as the set of policies, laws, regulations, taxes distortions, qualitative and quantitative restrictions, and controls imposed by governments which do not allow financial intermediaries to operate at their full technological potential.“

³⁶ Einnahmen aus der finanziellen Repression des Finanzsektors machen in manchen Entwicklungsländern bis zu 30% der Staatseinnahmen und 5% des Bruttoinlandsproduktes aus! Vgl. hierzu Giovannini und De Melo (1993).

daß Investitionen auf eine ökonomisch ineffiziente Größe reduziert bleiben. Hinzu kommen die schädlichen Wirkungen der Inflationssteuer auf das ökonomische Handeln, beispielsweise wird das Nominalvermögen der Unternehmen durch Inflation erodiert. Je höher daher der Grad finanzieller Repression, desto stärker wird eine effiziente Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen behindert.³⁷

In einem Kalkül optimaler Besteuerung, in dem der Regierung die Inflationssteuer sowie eine Einkommensteuer zur Auswahl stehen, zeigen Roubini und Sala-i-Martin (1992), daß in einem Umfeld starker Einkommenssteuerhinterziehung Regierungen dazu verleitet werden, auf die Inflationssteuer zurückzugreifen, um Staatseinnahmen zu generieren. Hohe Inflation bzw. ein hoher Grad finanzieller Repression reduziert die durchschnittliche gesamtwirtschaftliche Kapitalproduktivität und hemmt nicht nur in einem konventionellen AK-Modell, in dem der aggregierte Output eine lineare Funktion des Kapitalstocks ist, sondern auch mit der Annahme abnehmender Grenzerträge des Kapitals,³⁸ wie sie aus dem neoklassischen Wachstumsmodell bekannt sind, Wirtschaftswachstum.

Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten und Wirtschaftswachstum

„It is probably true to say that the major contribution of a financial system to growth comes from the setting up of an efficient and adaptable system of payments.“ Jean Claude Berthélemy und Aristomene Varoudakis (1996, S.8)

Das Zahlungssystem hat einen bedeutenden Einfluß auf die Effizienz der Geldpolitik, auf die Solidität von Finanzunternehmen und auf das Funktionieren der gesamten Volkswirtschaft, da nahezu sämtliche ökonomische Transaktionen im Austausch gegen ein einheitliches Medium, nämlich Geld, getätigt werden. Der Begriff Zahlungssystem bezieht sich auf sämtliche Instrumente, Organisationen, operative Abläufe sowie auf Informations- und Kommunikationssysteme, die eingesetzt werden, um Informationen zu initiieren und vom Zahler auf den Zahlungsempfänger zu übertragen sowie um Zahlungen durchzuführen, d.h. Geld zu transferieren. Zahlungssysteme sind für wirtschaftliches Wachstum bedeutsam, da durch den zunehmenden Handel, das Entstehen neuer Märkte

³⁷ Für ein Modell finanzieller Repression unter Berücksichtigung informeller Finanzmärkte vgl. auch das endogene Wachstumsmodell von Bencivenga und Smith (1992).

³⁸ Die Annahme abnehmender Grenzerträge im AK-Modell impliziert, daß die Wachstumsrate im Steady State Null ist. Wird der Kapitalbegriff jedoch sehr breit definiert – wie in diesem Falle, so dauert der Übergang zum Steady State sehr lange. Vgl. Roubini und Sala-i-Martin (1992, S.11f.).

und die steigende Produktvielfalt, die Wirtschaftswachstum charakterisiert, die Zahl der monetären Transaktionen steigt.

Die Konsequenz der zunehmenden Komplexität der Tauschbeziehungen ist in frühen Stadien wirtschaftlicher Entwicklung eine verstärkte Nachfrage nach Geld im Verhältnis zum Einkommen bzw. eine Monetisierung der Volkswirtschaft, die notwendig wird, um die ökonomische Aktivität zu erhalten. Dies ist eine der Ursachen für den in den meisten entwickelten Nationen auf lange Sicht beobachteten Trend einer abnehmenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Friedman und Schwartz 1982). Das Bestreben, die Opportunitätskosten der Geldhaltung zu reduzieren, führte zur Entwicklung von innovativen Finanzinstrumenten wie Geldmarktfonds oder Kreditkarten, die Geld als Tauschmittel substituierten. Andere Innovationen wie Wertpapierpensionsgeschäfte, Eurodollar-Depositen oder Nullsaldo-Konten erlaubten es Unternehmen, ihre Geldbestände zu minimieren. Die Entwicklungen in der Technologie der Finanzintermediation führten daher ab einer bestimmten Stufe der wirtschaftlichen Entwicklung zu einer tendenziellen Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, zumindest der enger gefaßten Geldmengenaggregate. Graphisch schlägt sich dies in einem U-förmigen Muster nieder. Gleichzeitig ist der Anstieg des Pro-Kopf-Einkommens mit einer Zunahme des Gewichts des Finanzsektors am Bruttoinlandsprodukt und mit dem Anteil der Beschäftigten in der finanziellen Sphäre einer Volkswirtschaft korreliert wie Kuznets (1971) in Regressionsanalysen nachweist.

Die positive Verbindung zwischen Pro-Kopf-Einkommen und dem Grad der Monetisierung einer Volkswirtschaft wurde deswegen auch in den anfänglichen Studien zur Rolle der Finanzintermediation im Entwicklungsprozeß (Goldsmith 1969; McKinnon 1973; Shaw 1973) betont. Formal wird der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum, finanzieller Evolution und dem langfristigen Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in dem Gleichgewichtsmodell von Ireland (1994) dargestellt. Das Modell formalisiert den Zusammenhang zwischen den empirischen Regelmäßigkeiten eines U-förmigen Verlaufes der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und den zunehmendem Anteil des privaten Finanzwesens am Bruttoinlandsprodukt mit dem Prozeß der wirtschaftlichen Entwicklung.

Wirtschaftswachstum und die Funktion der Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten durch Finanzsysteme sind insofern verbunden, als daß durch die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten Transaktionskosten gesenkt werden können, was die Arbeitsteilung, den technischen Fortschritt und das Wirtschaftswachstum fördern kann. Der Zusammenhang zwischen der Erleichterung von Transaktionen, Arbeitstei-

lung, Innovation und Wirtschaftswachstum war bereits der Kerngedanke von Adam Smiths *An inquiry into the nature and causes of the wealth of the nations*. Smith (1776) argumentierte, daß Arbeitsteilung die Grundlage für Produktivitätsfortschritte darstellt. Entscheidend ist dabei, daß Finanzsysteme Arbeitsteilung fördern können, indem sie durch Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten Transaktionskosten reduzieren. Geringere Transaktionskosten erlauben eine Zunahme der Arbeitsteilung, da eine verstärkte Spezialisierung eine höhere Zahl von Transaktionen erfordert als eine autarke Umgebung.

Greenwood und Smith (1997) formalisieren diese Verbindung zwischen Handel, Spezialisierung und Innovation, indem sie betonen, daß Finanzmärkte eine zentrale Rolle im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß spielen. Sie entwickeln ein finanzielles Wachstumsmodell, in dem die Einführung neuer Produktionstechnologien die Verwendung spezialisierter Zwischengüter erfordert. Die Produktion spezialisierter Zwischengüter macht im Gegenzug die Existenz von Handelsinstitutionen bzw. von Finanzmärkten notwendig. Der Aufbau einer finanziellen Infrastruktur ist jedoch mit Fixkosten verbunden. Die Gewinne, die aus zunehmender Spezialisierung entstehen, werden nun in Relation zu den Kosten des Betriebs und Aufbaus von Finanzmärkten gesetzt. Das Ergebnis ist ein Schwelleneffekt: Finanzmärkte entstehen, wenn die Volkswirtschaft wohlhabend genug ist, um die Märkte zu unterhalten. Wachstum führt zur Bildung von Finanzmärkten und die Bildung von Finanzmärkten erhöht wiederum die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft.³⁹

1.2.3 Empirische Evidenz

Zahlreiche Studien versuchten bereits, die erläuterten theoretischen Zusammenhänge zwischen der Entwicklung eines Finanzsystems und Wirtschaftswachstum empirisch zu belegen. Die erste Hürde bei diesem Unterfangen liegt in der Konstruktion geeigneter Indikatoren für die Qualität und Quantität der Finanzdienstleistungen in einer Volkswirtschaft. Es ist offensichtlich, daß die verschiedensten Arten von Finanzdienst-

³⁹ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch Galetovic (1996a) bei der Konstruktion eines endogenen Wachstumsmodells, das die Zusammenhänge zwischen Spezialisierung, Finanzintermediation und Wirtschaftswachstum untersucht.

leistungen (im weitesten Sinne: Risikomanagement, Pooling von Ersparnissen, Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle, Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten), die von einer Vielzahl von Finanzinstitutionen (Banken, Börsen, Versicherungsgesellschaften etc.) bereitgestellt werden, empirisch nur grob erfaßt werden können. Hinzu kommt, daß einige dieser Dienstleistungen wie beispielsweise die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten den Charakter öffentlicher Güter besitzen.

Erstmals wies Goldsmith (1969) in seiner Analyse der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung von 35 Ländern, den Zeitraum von der industriellen Revolution Mitte des 19. Jahrhunderts bis 1963 umfassend, eine positive Korrelation zwischen Entwicklungsstand des Finanzsektors und der Wachstumsrate einer Volkswirtschaft nach. Der Entwicklungsstand des Finanzsektors wurde durch das Verhältnis finanzieller Aktiva in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gemessen.

King und Levine (1993a; 1993b; 1993c) entwickelten in einer Serie von Studien weitere Indikatoren, die das Ausmaß der in einer Volkswirtschaft bereitgestellten Finanzdienstleistungen messen. Die Indikatoren, die sich vor allem nach der Verfügbarkeit von geeignetem und verlässlichem Datenmaterial richten, lassen sich in drei Bereiche gliedern:

- (1) Finanzielle Tiefe bzw. das Verhältnis der liquiden Verbindlichkeiten von Finanzintermediären (Bargeld, Sichteinlagen sowie verzinste Verbindlichkeiten von Banken und Nichtbankunternehmen) zum Bruttoinlandsprodukt. Dieser in der Tradition von Goldsmith (1969) stehende Indikator mißt das Volumen der Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft, das positiv mit dem Umfang der bereitgestellten Finanzdienstleistungen korreliert sein sollte.
- (2) Die Bedeutung der Geschäftsbanken gemessen durch das Verhältnis des Anteils der Kredite der Geschäftsbanken am insgesamt ausstehenden Kreditvolumen (Geschäftsbanken und Zentralbank). Dieser Indikator soll die Bedeutung spezifischer Finanzinstitutionen, nämlich der Geschäftsbanken, innerhalb des Finanzsystems erhellen. Der dahinterstehende Gedanke ist, daß Geschäftsbanken im Vergleich zur Zentralbank besser in der Lage sind, die in der Theorie betonten, für Wirtschaftswachstum relevanten Aufgaben wie Risikomanagement und Informationsproduktion, zu übernehmen.
- (3) Die Allokation inländischer Kredite wird anhand zweier Indikatoren untersucht. Zum einen durch die Relation „Kredite an Nicht-Finanzunternehmen zu Gesamtkrediten

(Nicht-Finanzunternehmen, Staatssektor und Konsumentenkredite)“ und zum anderen durch die Relation „Kredite an Nicht-Finanzunternehmen zu Bruttoinlandsprodukt“. Dahinter steht die Überlegung, daß ein Finanzsystem, das Kredite vornehmlich an den Staat oder staatliche Unternehmen vergibt, weniger in der Lage ist, die Funktionen des Risikomanagements, der Unternehmenskontrolle und der Ressourcenallokation zu erfüllen.

Als Indikatoren für Wirtschaftswachstum verwendeten King und Levine (1993b) (i.) das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes pro Kopf, (ii.) das Wachstum des Kapitalstocks pro Kopf und (iii.) das Wachstum der Faktorproduktivität. Das Ergebnis der Länderquerschnittsanalysen für eine Stichprobe von insgesamt 80 Industrie- und Entwicklungsländern im Zeitraum von 1960-1989 ist ein signifikant positiver Einfluß aller Finanzindikatoren auf die Wachstumsrate einer Volkswirtschaft. Das Ergebnis ist unabhängig vom betrachteten Wachstumsindikator und berücksichtigt andere für das Wirtschaftswachstum relevante Variablen wie anfängliches Einkommen, Ausbildung, politische Stabilität und Indikatoren für Geld- und Fiskalpolitik.

Beachtenswert ist dabei, daß die Finanzindikatoren auch positiv mit der totalen Faktorproduktivität korreliert sind. Dies ist konsistent mit den vorgestellten theoretischen Überlegungen, wonach finanzielle Entwicklung nicht nur das Wohlstandsniveau einer Volkswirtschaft, sondern auch die Fortschrittsrate und die Qualität des Faktoreinsatzes verbessert.

Zur Überprüfung der Kausalitätsrichtung zwischen finanzieller und wirtschaftlicher Entwicklung (*supply-leading* bzw. *demand-following*) schätzten King und Levine (1993b) einen verzögernden Einfluß der Finanzindikatoren auf die Wachstumsvariablen. Untersucht wurde der Einfluß der Werte der Finanzindikatoren zu Beginn eines Jahrzehnts (1960, 1970, 1980) auf die Wachstumsrate des jeweiligen Jahrzehnts (1960-69, 1970-79, 1980-89). Die erzielten Resultate bestätigen insofern die *supply-leading* These, als daß diejenigen Länder, die anfangs ein relativ gut entwickeltes Finanzsystem hatten, später höhere Wachstumsraten des Pro-Kopf-Einkommens, der Kapitalakkumulation und der Faktorproduktivität aufwiesen. Die Ergebnisse der Länderquerschnittsanalysen Ode-

dokuns (1996; 1998) für eine Stichprobe von 81 Entwicklungsländer stützen ebenfalls die *supply-leading* These.⁴⁰

Arestis und Demetriades (1997) hegen jedoch eine gewisse Skepsis gegenüber der Aussagekraft von Länderquerschnittsanalysen in Bezug auf die Kausalitätsrichtung von Finanzmarktentwicklung und Wirtschaftswachstum. Sie weisen insbesondere daraufhin, daß die Kausalitätsrichtung zwischen Finanzmarktentwicklung und Wirtschaftswachstum entscheidend durch die finanziellen Institutionen und Politiken eines spezifischen Landes beeinflusst wird. Im Gegensatz zu Querschnittsanalysen sind Zeitreihenanalysen in der Lage, solche länderspezifischen Komponenten zu erfassen. Die Ergebnisse der Zeitreihenanalysen von Arestis und Demetriades (1997) sowie die verwandte Untersuchung von Demetriades und Hussein (1996), die Kausalitätstests für 16 Entwicklungsländer durchführten, ergeben ein gemischtes Bild. Nicht in allen untersuchten Ländern ist eine *supply-leading* Funktion des Finanzsektors zu konstatieren, in einigen Ländern ist die Beziehung bidirektional und in wenigen Ländern ist sogar eine umgekehrte Kausalität von realem Wachstum zu Finanzsektorentwicklung der Fall. Demetriades und Hussein (1996, S.407) schließen daraus, daß „economic policies are country specific and their success depends on the effectiveness of the institutions which implement them. There can, therefore, be no ‘wholesale’ acceptance of the view that ‘finance leads growth’ as there can be no ‘wholesale’ acceptance of the view that ‘finance follows growth’.“

Die Zeitreihenanalysen von Kwan u.a. (1998) für die drei wachstumsstarken Länder Hong Kong, Südkorea und Taiwan bestätigen hingegen den eindeutigen Einfluß von *financial deepening* auf Wirtschaftswachstum. Die Zeitreihenanalysen von Neusser und Kugler (1998) zum Verhältnis der Entwicklung des verarbeitenden Gewerbes und finanziellem Entwicklungsstand in OECD Ländern sowie von Rousseau und Wachtel (1998), die die Entwicklung von fünf Industrieländern im Zeitraum 1870-1929 betrachten, bestätigen ebenfalls, daß die Kausalität vom Entwicklungsstand der Finanzsysteme in Richtung Wachstum weist. Auch die Untersuchungen von Beck, Levine und Loayza (1999) und Levine u.a. (1999), welche mit neueren ökonometrischen Methoden und ver-

⁴⁰ Wurgler (1999) untersucht den Zusammenhang zwischen finanzieller Entwicklung und der Effizienz der Kapitalallokation und bestätigt, daß Länder mit entwickelten Finanzsystemen eher in der Lage sind, die Kapitalverlagerung von langsam wachsenden Industrien hin zu dynamischen Wachstumsbranchen zu vollziehen.

besserten Datensätzen explizit die Frage der Kausalitätsrichtung angehen, bestätigen die *supply-leading* Rolle von Finanzsystemen.⁴¹

Eine von den bisher vorgestellten Studien abweichende Vorgehensweise zur Untersuchung der Kausalitätsrichtung stellt der mikroökonomische Ansatz von Rajan und Zingales (1998) dar. Sie gehen davon aus, daß ein entwickeltes Finanzsystem geringere Kosten der Außenfinanzierung für Unternehmen zur Folge hat. Konsequenterweise erstellen die Autoren ein Ranking von Industriebranchen nach ihrer Abhängigkeit von Außenfinanzierung und untersuchen, ob diejenigen Industrien, die mehr auf Außenfinanzierung angewiesen sind, sich in Ländern mit ausgebauten Finanzsystemen besser entwickeln. Die Analyse einer Stichprobe von 41 Industrie- und Entwicklungsländer ergab in der Tat eine positive Verbindung zwischen Finanzsektorentwicklung und dem Erfolg stark von Außenfinanzierung abhängiger Industrien. Die mikroökonomischen Analysen von Jayaratne und Strahan (1996) zur Liberalisierung der geographischen Ausdehnungsmöglichkeiten von Bankfilialen in den USA und von Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996), die die Auswirkungen des Zugangs von Firmen zu Wertpapierbörsen überprüfen, bestätigen ebenfalls die *supply-leading* Rolle von Finanzsystemen.

Aufbauend auf einer Studie von Atje und Jovanovic (1993) zur Rolle von Wertpapierbörsen im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß konstruieren Levine und Zervos (1998) weitere Indikatoren zur Messung der in einer Volkswirtschaft bereitgestellten Finanzdienstleistungen.⁴² Betrachtet werden zwei Indikatoren zur Messung der Liquidität von Aktienbörsen. Theoretischer Hintergrund dieser Meßkonzepte ist, daß bei hoher Liquidität der Aktienbörsen Wirtschaftssubjekte schnell und billig Anteile am Produktivkapital einer Volkswirtschaft tauschen können, ohne den Produktionsprozeß zu unterbrechen. Diese beiden Indikatoren sind:

- (1) Die Umschlagkennziffer (*turnover ratio*). Die Kennzahl bezeichnet den Wert aller inländischen Aktientransaktionen an inländischen Börsen dividiert durch die inländische Marktkapitalisierung (Summe des Kurswertes aller an einer Wertpapierbörse

⁴¹ Stephen Haber (1997b, S.170f.) kommt in einer historisch angelegten Länderstudie, in der er den Zusammenhang zwischen der industriellen Entwicklung Mexikos und Brasiliens und den respektive verfolgten Politiken zur Finanzmarktregulierung untersucht, ebenfalls zu dem Schluß, daß „governmental regulatory policies had a significant effect on the growth of capital markets in Brazil and Mexico“ und ferner, daß “differences in capital-market development had a significant impact on the rate of growth and structure of industry.“ Vgl. hierzu auch Haber (1997a).

⁴² Vgl. hierzu auch Demirgüç-Kunt und Levine (1996a; 1996b), die ebenfalls verschiedene Börsenindikatoren und ihren Einfluß auf das Wirtschaftswachstum untersuchen.

notierten Aktien). Hohe Umschlagkennziffern sind ein Anzeichen für geringe Transaktionskosten im Markt.

- (2) Das Börsenhandelsvolumen aller inländischen Börsen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (*value traded ratio*). Dies ist zwar kein direktes Maß für Handelskosten oder die mit dem Handel von Aktien verbundene Unsicherheit, dennoch sollte dieser Indikator in Anlehnung an theoretische Überlegungen von Bencivenga u.a. (1995) zu einem gewissen Grad die Liquidität auf volkswirtschaftlicher Ebene reflektieren.

Die Ergebnisse der empirischen Analyse von 49 Ländern in dem Zeitraum von 1976-1993 fassen Levine und Zervos (1998, S.554) wie folgt zusammen: „We find that, even after controlling for many factors associated with growth, stock market liquidity and banking development are both positively and robustly correlated with contemporaneous and future rates of economic growth, capital accumulation, and productivity growth.“⁴³ Insbesondere schließen Levine und Zervos (1998) aus der Tatsache, daß sowohl die Indikatoren für Börsenliquidität als auch die Bankensektorvariablen positiv und signifikant in die Regressionen eingehen, daß Banken andere, nicht mit den Dienstleistungen von Börsen konkurrierende, Finanzdienste anbieten.⁴⁴

Zu beachten ist aber bei allen derartigen empirischen Analysen, daß Börsen nicht die einzigen Finanzintermediäre sind, die in der Lage sind, eine Versicherung gegen Liquiditätsrisiken anzubieten. Banken können diese Funktion genauso gut erfüllen – und dies nicht nur mit einem Standarddepositenkontrakt. Die Fokussierung auf Teile des Finanzsystems kann daher zu einem unvollständigem Bild der Leistung des Finanzsystems einer Volkswirtschaft führen (Levine 1997, S.714).

Eine weitere Gruppe empirischer Untersuchungen zur Rolle der Finanzintermediation im Wachstumsprozeß beschäftigt sich mit dem Thema der finanziellen Repression. Studien, die die Ineffizienz repressiver Finanzmarktpolitiken nachzuweisen versuchen gehen zurück auf McKinnon (1973) und Shaw (1973). Aktuellere Untersuchungen wie beispielsweise diejenige von Roubini und Sala-i-Martin (1992) oder Haslag und Koo (1999) zeigen in Länderquerschnittsanalysen, daß geeignete Variablen für finanzielle Repression wie Inflation, Mindestreservesätze der Geschäftsbanken und negative reale

⁴³ Andere Finanzindikatoren wie Größe, Volatilität und internationale Integration der Börsen sind nicht signifikant mit den genannten Wachstumsindikatoren korreliert. Des weiteren hat keiner der untersuchten Finanzindikatoren Einfluß auf die private Sparquote.

⁴⁴ Da diese Ergebnisse auf Länderquerschnittsanalysen beruhen, sind sie der gleichen Kritik ausgesetzt wie die Resultate von King und Levine (1993a; 1993b; 1993c). Vgl. hierzu auch Arestis und Demetriades (1997) sowie Singh (1997).

Zinssätze unter Berücksichtigung der üblichen anderen für Wirtschaftswachstum bedeutsamen Variablen (Barro 1991) negativ mit Wirtschaftswachstum korreliert sind.⁴⁵ Hermes und Lensink (1998), die die wirtschaftliche Leistung 14 lateinamerikanischer Länder untersuchen, sowie die Querschnittsanalyse asiatischer Länder von Fry (1998) bestätigen die negativen Auswirkungen finanzieller Repression auf die Effizienz von Investitionen und Wachstumsleistung einer Volkswirtschaft.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß trotz der unbestrittenen Korrelation von Finanzsektorentwicklung und wirtschaftlichem Wachstum die Frage der Kausalität nicht ganz eindeutig geklärt ist. Eine zunehmende Zahl von Studien weist jedoch in Richtung der *supply-leading* Rolle von Finanzsystemen. Als gesichert kann gelten, daß repressive Finanzsektorpolitiken, die typischerweise negative reale Zinssätze, hohe Mindestreservesätze und selektive Kreditprogramme umfassen und unter dem Begriff der finanziellen Repression subsumiert werden können, wirtschaftliches Wachstum hemmen. Finanzsysteme mögen zwar nicht der entscheidende Motor von Wirtschaftswachstum sein, ihre Rolle als „Schmiermittel“, das den Wachstumsprozeß in Gang hält und verstärken kann, ist jedoch unbestritten.

1.2.4 Fazit

Seit den ersten Arbeiten zur Rolle der Finanzintermediation im Entwicklungsprozeß Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre hat die wirtschaftswissenschaftliche Forschung wesentliche Fortschritte theoretischer und empirischer Art gemacht. Endogene finanzielle Wachstumsmodelle decken zahlreiche Kanäle und Wirkungsketten auf, wie Finanzsysteme und insbesondere der von Regierungen manipulierbare finanzielle Ordnungsrahmen die Wachstumsrate einer Volkswirtschaft beeinflussen können. Eine wachsende Anzahl empirischer Arbeiten bestätigen, daß Wirtschaftswachstum und Finanzmarktentwicklung positiv korreliert sind. Die Frage der Kausalität ist indes noch nicht endgültig geklärt, die Mehrheit der empirischen Untersuchungen deutet aber auf eine *supply-leading* Rolle des Finanzsektors hin. Als gesichert kann gelten, daß finanzielle Repression bzw. ein finanzieller Ordnungsrahmen, der von Regierungen mit dem

⁴⁵ Den schädlichen Einfluß negativer realer Zinssätze auf das Wirtschaftswachstum weisen u.a. auch Gelb (1989) und Easterly (1993) nach.

alleinigen Ziel gesetzt wird, Staatseinnahmen zu maximieren, Wirtschaftswachstum hemmt.

Der funktionale Ansatz der Theorie der Finanzintermediation ließ eine Gesamtbetrachtung von Finanzsystemen zu. Der Vorteil des funktionalen Ansatzes liegt insbesondere in seiner Einfachheit und Konsistenz: Die Vielfalt der finanziellen Modellkonstruktionen, die oft nur ansatzweise die Rolle von Finanzintermediären und Finanzsystemen beleuchten, wird dadurch überschaubar und kann in den Gesamtkontext eines funktionalen Zusammenhangs zwischen der Entstehung von Finanzintermediären einerseits, und zwischen Finanzsystemen und wirtschaftlichem Wachstum andererseits, eingeordnet werden.

Die mikroökonomischen Theorien zur Entstehung von Finanzintermediären wurden in eine funktionale Gesamtperspektive der Finanzintermediation integriert. Die finanziellen Wachstumsmodelle zeigen die Kanäle auf, durch die die Finanzsystemfunktionen Risikomanagement, Ressourcenallokation, Unternehmenskontrolle, Ersparnismobilisierung und Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft erhöhen können. Die bedeutendsten Wachstumskanäle sind Kapitalakkumulation und technischer Fortschritt.

Die Qualität mit der ein Finanzsystem in der Lage ist, seine zentralen Funktionen zu erfüllen, beeinflußt damit die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Vor diesem empirischen wie theoretischen Hintergrund fällt es selbst Skeptikern schwer, eine aktive Rolle von Finanzsystemen im Wachstumsprozeß zu bestreiten.

2 **ORDNUNGSPOLITISCHE GRUNDLAGEN VON FINANZSYSTEMEN**

Zu Beginn des 21. Jahrhunderts ist die Welt durch das Phänomen der Globalisierung gekennzeichnet. Die Finanzmärkte sind dabei diejenigen Märkte, die sich am schnellsten und mit der größten Flexibilität den sich verändernden nationalen und globalen Rahmenbedingungen anpassen. Es ist ein Wettbewerb um das „beste Finanzsystem“ entstanden. Gleichzeitig ist eine stetige Konvergenz der Finanzsysteme – zumindest der Finanzsysteme der westlichen Industrienationen – zu beobachten. Sind diese Entwicklungen unumgänglich oder hat beispielsweise der durch den Staat festgesetzte Ordnungsrahmen Einfluß auf die Evolution von Finanzsystemen? Haben staatliche Regulierungen eine unterschiedliche Performance von Finanzsystemen oder gar die Entwicklung effizienterer Finanzsysteme zur Folge?

Das Ergebnis des ersten Teils der Arbeit war, daß die Wahrscheinlichkeit sehr hoch ist, daß Finanzsysteme eine aktive Rolle im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß spielen. Wenn Finanzsysteme nun tatsächlich Einfluß auf das Wachstum von Volkswirtschaften haben können, so stellt sich die Frage, ob es denn auch bestimmte Finanzsysteme gibt, die einen größeren Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten als andere. Wie müssen Finanzsysteme aufgebaut sein, um den maximalen Beitrag zum Wachstum einer Volkswirtschaft zu leisten? Existiert beispielsweise eine „optimale“ Finanzsystemstruktur?

Im Vordergrund der Arbeit steht die funktionale Gesamtbetrachtung von Finanzsystemen. Falls unterschiedlich leistungsfähige Finanzsysteme existieren, so muß sich dies in einer unterschiedlichen Performance der Finanzsystemfunktionen niederschlagen. Die zentrale Frage lautet daher: Wie muß ein Finanzsystem organisiert sein, um die im ersten Teil der Arbeit beschriebenen Funktionen bestmöglich zu erfüllen?

Um diese Frage zu beantworten, müssen zunächst einmal die Determinanten der Entwicklung von Finanzsystemstrukturen identifiziert werden. Wäre nämlich die Struktur von Finanzsystemen nicht beeinflussbar, so hätte es wenig praktischen Sinn, nach einer optimalen Struktur zu forschen. Ein Ergebnis der folgenden Analyse ist jedoch, daß der Staat entscheidend die Struktur von Finanzsystemen beeinflussen kann. Diese Feststellung rechtfertigt somit eine genauere Untersuchung der Rolle des Staates im Finanz-

sektor und die Frage nach den ordnungspolitischen und institutionellen Grundlagen von Finanzsystemen.

Die „optimale“ Finanzstruktur ist sicherlich zu einem gewissen Grad für jedes Land spezifisch. Eine effiziente Finanzstruktur hängt von ökonomischen als auch nicht-ökonomischen Faktoren, die kultureller, politischer und rechtlicher Art sein können, ab. Die ökonomisch relevanten Faktoren sind vielfältig. Sie reichen von der schlichten Größe der Volkswirtschaft bis hin zur Anfälligkeit der Ökonomie für Schocks, seien sie externer, interner, monetärer oder fiskalischer Art. Hinzu kommt, daß Finanzstrukturen dynamisch sind und die effizienteste Struktur sich im Zeitablauf ändert. Dennoch wird in diesem Abschnitt der Versuch unternommen, institutionelle Kernelemente bzw. die ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen zu identifizieren. Die Ergebnisse des zweiten Teils der Arbeit sind in erster Linie für reformwillige Entwicklungsländer aber auch für Industrieländer von Relevanz.

In Abschnitt (2.1) werden stilisierte Fakten zu einer möglichen Unterscheidung von Finanzsystemen diskutiert. Das gängigste Unterscheidungsmuster zwischen Finanzsystemen ist die Unterteilung in sogenannte „markt- und bankorientierte“ Finanzsysteme. Diese Zweiteilung wird auch bei der Analyse der beiden Systeme in dieser Arbeit beibehalten. Abschnitt (2.2) untersucht die Determinanten der Entwicklung finanzieller Strukturen in Industrieländern. Es stellt sich heraus, daß die Entwicklung eines Finanzsystems in „Bank- oder Marktorientierung“ keineswegs zufällig verläuft, sondern eng an politische, historische und kulturelle Spezifika geknüpft ist. Insbesondere spielen staatliche Regulierungen bzw. die Gesetzgebung in Bezug auf den Finanzsektor eine große Rolle.

Mit Hilfe des aus dem ersten Teil der Arbeit bekannten funktionalen Ansatzes der Finanzintermediation werden in Abschnitt (2.3) theoretische Argumente sowie empirische Studien zur vergleichenden Finanzsystemforschung beleuchtet. Das bank- sowie das marktorientierte Finanzsystem bzw. bank- als auch marktbasierter Finanzintermediation scheinen – jeweils für sich allein betrachtet – gewisse komparative Vor- und Nachteile bei der Intermediation volkswirtschaftlicher Ressourcen zu haben. Abschnitt (2.4) untersucht, ob sich die Vorteile markt- und bankorientierter Systeme nicht zu einem gewissen Grad in einem hybriden Finanzsystem kombinieren lassen. Dies würde implizieren, daß die von Banken und Börsen zur Verfügung gestellten Finanzdienstleistungen sich ergänzen und nicht substituieren.

2.1 KLASSIFIKATIONSMÖGLICHKEITEN VON FINANZSYSTEMEN

Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, wie Finanzsysteme ihre zentralen Funktionen – Risikomanagement, Ersparnismobilisierung, Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle sowie die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten – wahrnehmen können. Entsprechend existieren verschiedene Finanzsysteme, die trotz differierender Strukturen, prinzipiell dieselben Funktionen erfüllen. Es stellt sich daher die Frage, ob es bestimmten Finanzsystemen im Vergleich zu anderen besser gelingt, die zentralen Funktionen von Finanzsystemen zu erfüllen.

Die wohl bekannteste Klassifikation von Finanzsystemen ist die Unterteilung in „bank- versus marktorientierte“ Finanzsysteme. Diese Differenzierung bezieht sich auf die relative Bedeutung von Banken bei der Finanzierung von Nicht-Finanzunternehmen und – aus der Perspektive der Haushalte – auf die relative Bedeutung der Banken bei der Anlage von Ersparnissen. In bankorientierten Finanzsystemen, als deren typische Vertreter die Bundesrepublik Deutschland und Japan gelten, fließen die volkswirtschaftlichen Ersparnisse meist in Form kurz- und langfristiger Kredite in den Wirtschaftskreislauf. In marktorientierten Finanzsystemen hingegen tätigen Banken fast nur kurzfristige Finanzierungen, der Hauptteil der Unternehmensfinanzierung findet über den Kapitalmarkt statt. Den Haushalten steht dabei ein breites Spektrum von Anlegemöglichkeiten offen: die Ersparnisse werden direkt, d.h. ohne Vermittlung von Banken, über Finanzmärkte an die Unternehmen geleitet. Als Archetypen marktorientierter Finanzsysteme gelten die USA und Großbritannien.

Auf eine ähnliche Dichotomie wie die Unterteilung in markt- und bankorientierte Finanzsysteme läuft die Unterscheidung in *Insider* und *Outsider Systeme* hinaus. Diese Unterscheidung zielt auf den Aspekt der Unternehmenskontrolle durch Banken ab. *Outsider Systeme* sind durch einen aktiven Markt für Unternehmenskontrolle gekennzeichnet, wohingegen eine solcher Markt in *Insider Systemen* durch Depotstimmrechte von Banken und andere Stimmrechtsrestriktionen verhindert wird.

In *Insider Systemen* wie sie nach Franks und Mayer (1995) in Frankreich und Deutschland vorzufinden sind, wird die Unternehmenskontrolle hauptsächlich durch den Unternehmenssektor selbst realisiert. *Outsider Investoren* partizipieren zwar an der Eigenkapitalrendite der Unternehmen über die Börse, sind aber nicht in der Lage, großen Kontrolleinfluß auf die Unternehmen auszuüben. In diesen Ländern haben sogar die größten börsennotierten Gesellschaften meist wenigstens einen Anteilseigner, in der Re-

gel Familien oder andere Unternehmen, der mehr als 25 Prozent des Eigenkapitals hält. Im Gegensatz dazu stehen die *Outsider* Finanzsysteme beispielsweise der USA und Großbritanniens. Die wenigen großen Aktienbestände in diesen Volkswirtschaften sind in den seltensten Fällen mit dem Unternehmenssektor selbst assoziiert. In Großbritannien wird die Mehrheit der Aktien von institutionellen Investoren gehalten, in den Vereinigten Staaten sind die meisten Aktien im Besitz individueller Investoren (Franks und Mayer 1995).

Moerland (1995a; 1995b) verwendet in seinen internationalen Vergleichen zu Unterschieden in der Unternehmenskontrolle nicht das Begriffspaar *Insider* versus *Outsider* Systeme, sondern wählt die Bezeichnungen „markt- versus netzwerkorientierte Finanzsysteme“. Netzwerkorientierte Finanzsysteme sind gekennzeichnet durch „bankorientation, closely held share ownership and group membership“ (Moerland 1995b, S.451) und typisch für romanische und deutschsprachige Länder sowie Japan, wobei die romanischen Länder (Italien, Spanien, Frankreich, Belgien) dem Aktionär eine größere Souveränität einräumen als deutschsprachige Länder. Die Unternehmen werden in den romanischen stärker als in den deutschsprachigen Ländern durch Familien, Finanzholdings, Überkreuzverflechtungen von Unternehmenskapital und dem Staat kontrolliert. Moerlands Terminologie hebt ebenfalls auf den Aspekt der Unternehmenskontrolle ab.

Letztendlich läuft aber sowohl die Klassifikation in bank- versus marktorientierte Finanzsysteme als auch die Unterteilung in Insider versus Outsider Systeme auf eine einander entsprechende Dichotomie hinaus – mit dem einzigen Unterschied, daß die erste Klassifikation auf Unterschiede bei der Unternehmensfinanzierung abhebt, während letztere differierende Strukturen bei der Unternehmenskontrolle betont.⁴⁶ Tabelle 2.1 gibt einen Überblick über die wichtigsten stilisierten Fakten zur möglichen Unterscheidung von Finanzsystemen.

⁴⁶ Die Trennung zwischen *relationship banking* und *transaction-based banking* kommt im Ergebnis zu den gleichen Gruppierungen realer Finanzsysteme wie die Unterscheidung in markt- versus bankorientierte respektive *Outsider* versus *Insider Systeme*. Beim *relationship banking* gehen die Bankkunden eine relativ enge Bindung über einen längeren Zeitraum mit einem oder mehreren Kreditinstituten ein, während beim *transaction-based banking* die Kunden bei jedem Geschäft eine Bank auswählen, ohne Bindungen einzugehen.

Tabelle 2.1 Mögliche Klassifikationsmerkmale von Finanzsystemen

	„BANKORIENTIERTES“ FINANZSYSTEM	„MARKTORIENTIERTES“ FINANZSYSTEM
Anteil der Bankkredite an der Unternehmensfinanzierung	Hoch	Gering
Anteil des Geschäftsvolumen der Banken am BIP	Hoch	Gering
Anteil des Marktwertes des Aktienkapitals inländischer Unternehmen am BIP	Gering	Hoch
Zahl der börsennotierten Unternehmen	Gering	Hoch
Beteiligungen an Kapitalgesellschaften bei Privaten Haushalten	Niedrig	Hoch
Banken	Erlaubt	Verboten
Konzentration von Eigentümern und Kapitalgebern	Hoch	Niedrig
Märkte für Futures und Optionen	Illiquide	Liquide
Verschuldungsgrad der Unternehmen	Hoch	Gering
Verfügbare Informationen über Kapitalgesellschaften	Begrenzt	Reichlich
Unternehmenskontrolle	Langfristige Hausbankbeziehungen bzw. Beteiligung an Kapitalgesellschaften durch Banken	„Markt für Unternehmenskontrolle“

Quelle: Allen und Gale (1995); Größl-Gschwendtner (1992)

Definitiv eindeutig zu erfassen ist die Bezeichnung „bank- und markt-basierte Finanzintermediation“ auf die im folgenden Bezug genommen wird. Das Begriffspaar „bank- bzw. markt-basierte Finanzintermediation“ hebt auf grundsätzliche Unterschiede innerhalb des finanziellen Intermediationsprozesses ab, die auf die spezifischen Eigenschaften der jeweiligen, am Vermittlungsprozeß volkswirtschaftlicher Ressourcen beteiligter Finanzintermediäre zurückzuführen sind.

Der Vermittlungsvorgang finanzieller Ressourcen von Überschüßeinheiten zu Defiziteinheiten findet bei der „bankbasierten Finanzintermediation“ ausschließlich durch Banken statt. Typischerweise vollbringen die Banken dabei eine Transformationsleistung, die sich insbesondere auf die Fristigkeit (Fristentransformation), die Teilbarkeit (Losgrößentransformation), das Kreditrisiko (Risikotransformation) und die Liquidität von Finanzvermögen bezieht. „Markt-basierte Finanzintermediation“ hingegen bezeich-

net den Vermittlungsprozeß finanzieller Ressourcen ohne die Einschaltung von Finanzintermediären im engeren Sinne. Der Koordinationsprozeß finanzieller Aktiva findet ausschließlich über Märkte (Börsen, außerbörsliche Plattformen etc.) statt.

Das Begriffspaar „bank- bzw. marktbasierter“ Finanzintermediation ist prinzipiell von der Dichotomie „Bank- versus Marktorientierung“ unabhängig. Marktbasierter Finanzintermediation kommt beispielsweise auch in bankorientierten Finanzsystemen vor, wenn auch in relativ geringerem Ausmaß als in marktorientierten Finanzsystemen.

Betrachtet man Finanzsysteme hingegen aus einer funktionalen Perspektive, so sind die Kriterien zur Unterscheidung von Finanzsystemen vollkommen gleichgültig, entscheidend ist nur die Performance der Finanzsystemfunktionen. Interessant in diesem Zusammenhang ist jedoch, ob die Intermediation finanzieller Ressourcen durch Banken (bankbasierte Finanzintermediation) effizienter ist als über Märkte (marktbasierter Finanzintermediation). Um zu untersuchen, ob die Funktionen von Finanzsystemen besser durch markt- oder besser durch bankbasierte Finanzintermediation erfüllt werden, wird in dieser Arbeit für die Analyse der verschiedenen Finanzsysteme die „klassische“ Unterteilung in bank- und marktorientierte Finanzsysteme verwendet – auch wenn, wie die folgende Analyse zeigen wird, in der Realität die Trennlinie zwischen „bank- und marktorientierten“ Finanzsystemen immer mehr verschwimmt. Prinzipiell sind nämlich alle Finanzsysteme „Mischsysteme“, in denen Banken und Börsen einen bestimmten, wenn auch teilweise unterschiedlichen Stellenwert für Anlage- und Finanzierungsentscheidungen einnehmen. Weitere Aussagen in Richtung „bank- oder marktorientiert“ sind eher als Tendenzaussagen zu verstehen.

Einer besonderen Erwähnung bedarf das zum Teil in einigen Entwicklungsländern noch immer präsente System der finanziellen Repression. Ursprünglich bezeichnete der Begriff die spezifische Ausgestaltung der Finanzsysteme in Entwicklungsländern unter dem Entwicklungsparadigma der importsubstituierenden Industrialisierung (ISI). Die Funktion des Finanzsystems bestand unter dem entwicklungstheoretischen Konzept der ISI hauptsächlich darin, als instrumentalisierte Institution des Staates Ressourcen in die Bereiche der Volkswirtschaft zu lenken, die der Staat als besonders förderungswürdig betrachtete. Sofern die Gelder nicht direkt durch staatliche Entwicklungsbanken und spezialisierte Kreditinstitute der öffentlichen Hand an die bevorzugten Branchen und Unternehmen kanalisiert wurden, wurde dies durch staatliche Reglementierung wie Kreditvergebenvorschriften oder Zinsobergrenzen erreicht. Kapitalmärkte sind in diesem System unterentwickelt. Der Aufbau von Kapitalmärkten wurde u.a. auch deshalb nicht

forciert, da sich die Lenkung monetärer Ressourcen leichter über staatliche Entwicklungsbanken bewerkstelligen ließ.

In der hier vorgenommenen Klassifikation von Finanzsystemen fällt das System der finanziellen Repression unter die Kategorie „bankorientiert“, da die Unternehmensfinanzierung praktisch ausschließlich durch Banken getätigt wird. Sicherlich ist diese Klassifizierung nicht ganz unproblematisch, da die Banken typischerweise staatlich sind bzw. durch staatliche Vorschriften so gegängelt werden, daß die monetären Ressourcen nicht nach marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten, sondern nach den Prioritäten der jeweiligen Regierung alloziiert werden. Dennoch findet die Vermittlung finanzieller Ressourcen eindeutig durch Finanzintermediäre im engeren Sinne statt – wenn auch weitgehend nach staatlichen Direktiven.

Die Existenz von Universal- oder Trennbankensystemen ist von der Klassifikation eines Finanzsystems in markt- oder bankorientiert unabhängig. In einem Universalbankenregime ist es Banken erlaubt, Kredit- und Wertpapiergeschäft gleichzeitig anzubieten, wohingegen in einem System von Trennbanken, diese Geschäftsbereiche strikt voneinander getrennt in unterschiedlichen Institutionen – das traditionelle Kreditgeschäft durch *commercial banks* und das Wertpapiergeschäft durch *investment banks* – abgewickelt werden müssen. In einer abgeschwächten Form des Trennbankensystems ist es Banken erlaubt, über Tochtergesellschaften das Wertpapiergeschäft zu betreiben.

Als typische Vertreter bankorientierter Systeme gelten Deutschland und Japan. Davon abgesehen besteht in Deutschland ein Universalbankensystem, während in Japan den Kreditinstituten bis vor kurzem das Wertpapiergeschäft untersagt war. Ebenso ist es in typischen marktorientierten Systemen möglich, daß wie in Großbritannien eher Universalbankenregime oder wie lange Zeit in den USA, Trennbankensysteme bestehen (Schwiete 1998, S.116). Ein weltweiter Trend in Richtung Universalbankensysteme ist jedoch unverkennbar. Selbst die Vereinigten Staaten, lange Zeit als das Beispiel für die strikte Form des Trennbankensystems zitiert, hoben die 1933 durch den Glass-Steagall Act und den Bank Holding Company Act von 1956 eingeführten Beschränkungen der erlaubten Aktivitäten von Banken im November 1999 durch den Gramm-Leach-Bliley Act auf.⁴⁷

⁴⁷ Für weitere Details vgl. Barth, Brumbaugh und Wilcox (2000).

2.2 ZUR EVOLUTION VON FINANZSYSTEMEN UND DEN DETERMINANTEN DER ENTWICKLUNG VON FINANZSTRUKTUREN

“The strength of financial intermediaries is a product not just of economic evolution, but of history, politics, and culture.” Mark J. Roe (1993b, S.1995)

Eine bis jetzt unter Wirtschaftswissenschaftlern umstrittene Frage ist, ob die Adaption eines marktorientierten bzw. eines bankorientierten Finanzsystem merklichen Einfluß auf das Wachstum einer Volkswirtschaft hat. Die Diskussion dieser Problematik (*comparative financial systems studies*) beginnt spätestens mit der These Gerschenkrons (1962), die besagt, daß die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung Großbritanniens und Deutschlands Ende des 19. Jahrhunderts und Anfang des 20. Jahrhunderts auf die jeweilige Finanzstruktur der beiden Länder zurückzuführen ist. Deutschlands bankorientiertes Finanzsystem, das durch eine enge Verzahnung von Bank und Industrieunternehmen gekennzeichnet ist, sei demnach für das höhere Wirtschaftswachstum verantwortlich gewesen. Durch die enge Verbindung von Bank und Industrie („Hausbankbeziehung“) wird ein besserer Informationsfluß zwischen Kapitalgeber und -nehmer erreicht, der den Unternehmen die Möglichkeit gibt, auch solche Investitionschancen zu nutzen, bei denen die Erträge erst nach einer längeren Durststrecke fließen.⁴⁸

Calomiris (1995) untersucht ebenfalls im Zeitraum von 1870-1914 die Performance deutscher Universalbanken. Er kommt in einer vergleichenden Studie mit den amerikanischen Banken zu dem Schluß, daß die deutschen Universalbanken, denen die Möglichkeit der Kombination aller Finanzgeschäfte in einer Bankunternehmung offenstanden, Skalenerträge (*economies of scale* sowie *economies of scope*) realisieren konnten, was geringere Kapitalkosten der deutschen Banken im Vergleich mit amerikanischen in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg zur Folge hatte.

Die wirtschaftsgeschichtliche Diskussion zur Rolle differierender Finanzsystemstrukturen und ihr Einfluß auf das Wirtschaftswachstum kann am Beispiel der Vereinigten Staaten und Japan für die Zeit nach dem zweiten Weltkrieg fortgesetzt werden. Erklären die Unterschiede in den Finanzsystemen Japans und der USA zumindest einen

⁴⁸ Die Analyse von Fohlin (1998) kommt hingegen zu folgendem Schluß: „It may still be true that the German economy has outperformed its British counterpart over the past century, but this study suggests that differences in banking structure are probably not the cause“ (Fohlin 1998, S.46). Vgl. hierzu auch Wellhöner (1989), Wixforth und Ziegler (1995) sowie den Überblicksartikel zu dieser Thematik von Tilly (1998).

Teil der höheren Wachstumsraten Japans in der Nachkriegszeit? Auch Japan gilt als typisch bankorientiertes Finanzsystem. Das japanische Pendant zur deutschen Hausbankbeziehung wäre der *Keiretsu*, die Bezeichnung für eine bestimmte Art der Unternehmensorganisation in Japan. Der Keiretsu besteht aus einer Gruppe von Firmen verschiedener Branchen, die um eine oder mehrere Finanzinstitutionen angesiedelt sind. Die Finanzierung der Firmen erfolgt fast ausschließlich durch die Finanzinstitutionen innerhalb des Keiretsus, wobei die jeweiligen Finanzinstitutionen am Eigenkapital der Unternehmen beteiligt sind.

In jüngster Zeit aber sind die schwache japanische Wirtschaftsleistung und die immer noch ungelösten, schwerwiegenden Bankprobleme Wasser auf die Mühlen der Apologeten marktorientierter Finanzsysteme. Sie verweisen auf disziplinierende Wirkung des Takeover-Mechanismus – die typische Form der Unternehmenskontrolle in marktorientierten Finanzsystemen. Banken sind in ihren Augen ineffizient, nicht transparent und schlichtweg rückständig.

Bereits Gerschenkron (1962) betrachtete die Bankdominanz in einem Finanzsystem als ein Zeichen ökonomischer Rückständigkeit. Gerschenkrons These verbindet, vereinfacht gesagt, den Grad der Rückständigkeit der Industrie eines jeweiligen Landes mit dem Ausmaß der Universalbankenorientierung des jeweiligen Landes. Auch in der These von Rybczynski (1988), die eine systematische Entwicklung von Finanzsystemen analog zum realwirtschaftlichen Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft zu erkennen glaubt, finden sich bankorientierte Finanzsysteme auf der niedrigsten Entwicklungsstufe wieder.

Rybczynski (1988) argumentiert, daß der Übergang von der Produktions- zur Dienstleistungsgesellschaft einer Volkswirtschaft von einer parallelen Entwicklung des Finanzsystems begleitet ist. Das Finanzsystem ist auf seiner niedrigsten Entwicklungsstufe bankorientiert, durchläuft eine Phase der Marktorientierung und ist in der *securitized phase* auf dem höchstmöglichen Entwicklungsstand angelangt. Die Sekuritisierungsphase ist dadurch gekennzeichnet, daß sich die Unternehmen hauptsächlich über den Geld- und Kapitalmarkt finanzieren. Die Wertpapiere werden direkt von den Anlegern und in zunehmenden Maße von Nichtbank-Kapitalsammelstellen wie beispielsweise Pensionsfonds erworben. Demnach würde die USA über das am weitesten entwickelte Finanzsystem verfügen, da dort der Grad der Sekuritisierung am höchsten ist.

Übersehen wird aber bei einer derartigen Argumentation, daß die Marktorientierung des US-amerikanischen Finanzsystems nicht nur das Ergebnis einer an den Bedürf-

nissen des Marktes ausgerichteten Evolution ist, sondern hauptsächlich auf staatliche Regulierungen zurückzuführen ist. Insbesondere hatte der National Banking Act aus dem Jahre 1864 und vor allem der Glass-Steagall Act aus dem Jahr 1933 eine starke Einschränkung der Bankaktivitäten zur Folge. Das Bankgeschäft wurde in *commercial banking* und *investment banking* getrennt und Bankbeteiligungen an Industrieunternehmen wurden verboten. Insgesamt trug der Glass-Steagall Act dazu bei, daß die Unternehmen sich verstärkt direkt über Finanzmärkte finanzierten. Die beschleunigte Entwicklung von Kapitalmärkten ist vor diesem Hintergrund eine regulierungskonforme Konsequenz.

Der Grund für die restriktive Bankengesetzgebung war die Vermutung, daß US-amerikanische Banken durch rücksichtslose Börsenspekulationen zu dem Finanzmarktcrash im Jahr 1929 und dem anschließenden Zusammenbruch des Bankensystems beigetragen hätten. White (1983; 1986) sowie Benston (1990; 1994) widerlegen jedoch diese Vorwürfe.⁴⁹ Vielmehr weist Benston (1994, S.122) daraufhin, daß „the restrictive U.S. laws were enacted, in part, because of the distrust of banks, particularly large banks, by many of the nations founding fathers (...)“.

Vor Einführung des Glass-Steagall Acts war das US-amerikanische Finanzsystem ebenfalls bankorientiert. Folgende Merkmale verdeutlichen dies: Einige wenige Banken dominierten die Finanzierungstransaktionen der Unternehmen, der Bankeinfluß auf Industrieunternehmen war ausgeprägt und wechselseitige Verflechtungen von Investmentbanken und Industrieunternehmen waren die Regel (De Long 1991). Die Repräsentation der Investmentbanken in den *boards* der Unternehmen diente insbesondere dazu, den Informationsfluß zwischen Anlegern und Unternehmen zu verbessern: “Investment bank representation on boards allowed banks to monitor the performance of firm managers, quickly replace managers whose performance was unsatisfactory, and signal to ultimate investors that a company was well managed and fundamentally sound” (De Long 1991, S.71).

Prowse (1996) untersucht in einem Vergleich der Finanzsysteme der USA, Deutschlands und Japans den Einfluß staatlicher Regulierungen und Gesetzgebung auf die Entwicklung von Finanzsystemen in den jeweiligen Ländern. Er macht grundsätzlich

⁴⁹ Die Ursache für die im Jahr 1929 beginnende Bankenkrise in den Vereinigten Staaten lag vor allem an den restriktiven geographischen Diversifikationsmöglichkeiten, eingeführt durch den National Banking Act von 1864 bzw. durch den McFadden Act von 1927, welche zu einer starken Fragmentierung des amerikanischen Bankwesens führte. Während der großen Depression sind dementsprechend fast nur *unit banks* zusammengebrochen, während Konkurse bei den besser diversifizierten Universalbanken praktisch nicht vorkamen (Benston 1994, S.124).

drei wesentliche Unterschiede in der Regulierungspraxis der untersuchten Länder für die differierende Entwicklung der Finanzsysteme verantwortlich:

Erstens die Strenge der gesetzlichen und regulativen Hindernisse hinsichtlich der Möglichkeiten von Beteiligungen an Industrieunternehmen. In den Vereinigten Staaten sehen sich Finanzinstitutionen wesentlichen Beschränkungen gegenübergestellt, was die Möglichkeit der Unternehmenskontrolle durch Anteilsbesitz angeht: Banken ist es schlichtweg verboten, sich am Eigenkapital von Firmen zu beteiligen; für andere Finanzinstitutionen wie Versicherungen und Investmentfonds sind die Möglichkeiten der Beteiligung an Firmen ebenfalls viel restriktiver als in Japan oder in Deutschland. Die deutschen Universalbanken unterliegen nahezu keinerlei Beschränkungen, was den Aktienbesitz an Nicht-Finanzunternehmen angeht.⁵⁰

Ein weiter Unterschied ist der Zugang zu externer Nichtbank-Finanzierung von Nicht-Finanzunternehmen. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten gab es für Unternehmen in Japan und Deutschland bis Ende der achtziger Jahre bzw. Anfang der neunziger Jahre wenig ökonomisch interessante Alternativen zur Bankfinanzierung. In Japan war die Emission von Commercial Papers bis 1987 verboten. Die Emission von Schuldverschreibungen und Aktien wurde durch komplizierte Regulierungen behindert. Ähnliches galt für Deutschland bis zum Jahr 1992, was dazu führte, daß die Emission von Wertpapieren keine wirkliche Alternative für die meisten deutschen Firmen war (Döser und Broderon 1990). Bezeichnend für Deutschland ist auch die Tatsache, daß es für die ganze Nachkriegszeit keine explizite Insidergesetzgebung existierte. Erst die Adoption der EU-Mindeststandards zum Anlegerschutz im Rahmen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), welches als Bestandteil des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes 1995 in Kraft trat, änderte dies. Mit dem Gesetz über den Wertpapierhandel wurden – im internationalen Vergleich sehr spät – die rechtlichen Grundlagen für eine neue staatliche Marktaufsicht, das Bundesamt für den Wertpapierhandel (BAWe), geschaffen, womit erstmalig eine Bundesbehörde kapitalmarktbezogene Aufsichtsbefugnisse erhielt.

Ein letzter Punkt sind die divergierenden Publizitätsvorschriften börsennotierter Unternehmen Japans, Deutschlands und der USA. Die Publizitätsvorschriften waren in den Vereinigten Staaten weit strenger als in Japan oder Deutschland. Eine Studie der OECD aus dem Jahr 1989, die die Umsetzung von OECD-Publizitätsrichtlinien auf Fir-

⁵⁰ Die US-amerikanischen Beschränkungen in Bezug auf die erlaubten Aktivitäten von Finanzinstitutionen gehen auf den Glass-Steagall und Bank Holding Company Act zurück (vgl. auch Roe 1990), die japanischen auf das Anti-Monopol Gesetz; für Deutschland vgl. Deutsche Bundesbank (1999).

menebene prüft, bestätigt dies. Die genannten Unterschiede in der staatlichen Regulierungspraxis trugen, so Prowse (1996), zur unterschiedlichen Entwicklung der Finanzsysteme bei. Die Markt- bzw. Bankorientierung eines Finanzsystems wäre somit das Ergebnis staatlich festgesetzter Rahmenbedingungen.

Roe (1993a; 1993b; 1994) kommt zu einem ähnlichen Ergebnis wie Prowse (1996). Die bereits erwähnten Unterschiede in der finanziellen Gesetzgebung führten zu einer divergierenden Organisation sowie zu unterschiedlichen Kontrollmechanismen und Eigentumsstrukturen von Unternehmen in Japan, Deutschland und den Vereinigten Staaten. Für Roe sind Finanzsysteme nicht nur das Produkt ökonomischer Entwicklung, sondern sie sind in das politische, historische und kulturelle System eines Landes eingebettet. Regierungen haben dabei einen enormen Einfluß auf die Finanzstruktur einer Volkswirtschaft: „corporate structure is highly sensitive to the organization of financial intermediaries, while the organization of intermediaries is highly sensitive to a nation’s politics“ (Roe 1993b, S.1997).

Eine systematische empirische Untersuchung des Zusammenhangs von Rechtssystemen und Finanzsystementwicklung präsentieren erstmals La Porta u.a. (1997; 1998). Mit Hilfe einer Stichprobe von 49 Ländern analysieren La Porta u.a. (1998) den Einfluß verschiedener Rechtssysteme auf den Schutz von Anlegern, auf die Rechte der Gläubiger, auf die Durchsetzung von Gesetzen und auf die Eigentümerkonzentration der größten börsennotierten Unternehmen. Ihre Ergebnisse zeigen, daß der Schutz von Investoren in Common Law Ländern im allgemeinen am besten und in französischen Code Civil Ländern am wenigsten gewährleistet ist – wobei sich deutschsprachige und skandinavische Länder mit kodifiziertem Recht irgendwo in der Mitte befinden.⁵¹ Ebenso ist eine hohe Eigentümerkonzentration der größten Kapitalgesellschaften negativ mit dem Anlegerschutz korreliert, was daraufhin deutet, daß Kleinanleger in Ländern mit geringem Anlegerschutz relativ unwichtig sind.

⁵¹ La Porta u.a. (1998) unterscheiden vier Kategorien: Common Law Länder, deren Rechtsordnung auf dem englischen Recht aufbaut, welches im Gegensatz zum kontinentalen Recht nicht kodifiziert ist und hauptsächlich auf Präzedenzfällen beruht. Zu den Common Law Ländern gehören die ehemaligen britischen Kolonien USA, Australien, Kanada, Indien usw. Des weiteren werden noch drei, vom römischen Recht abgeleitete Rechtsordnungen, unterschieden: Französisches, deutsches und skandinavisches Recht. Der französische Code Civil wurde unter Napoleon geschrieben und in den von ihm besetzten Gebieten verbreitet. Insbesondere lateinamerikanische Länder nahmen den Code Civil nach der Unabhängigkeit von Spanien und Portugal zum Vorbild. Das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB) wurde 1896 vollendet und hatte großen Einfluß auf die Rechtsordnungen Österreichs, der Schweiz, Griechenlands, Japans und Koreas, um nur einige zu nennen.

In einer anderen Studie weisen La Porta u.a. (1997) nach, daß die Größe der Kapitalmärkte sowohl von der Art der Gesetze als auch vom Grad der Durchsetzung der Gesetze abhängt. Wiederum schneiden Länder, deren Rechtssystem auf dem französischen Code Civil beruht, in Bezug auf die Kapitalmarktentwicklung – insbesondere im Vergleich mit Common Law Ländern – am schlechtesten ab. Levine (1998) dehnt die Untersuchung mit dem Datenset von La Porta (1998) auf die Entwicklung von Banken aus und findet einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Grad des Gläubigerschutzes und der Durchsetzung von Gesetzen und Variablen, die den Grad der Entwicklung von Banken messen. Auch Bilanzierungsrichtlinien sind mit finanzieller Entwicklung korreliert wie Levine (1999) zeigt. Länder, die relativ umfangreiche und verlässliche Unternehmensinformationen publizieren, verfügen über eine besser entwickelte finanzielle Infrastruktur als Länder, deren Firmen weniger verlässliche Unternehmensinformationen veröffentlichen.

Die Markt- bzw. Bankorientierung von Finanzsystemen scheint daher keinesfalls zufällig zu sein, sondern eng mit dem Rechtssystem und den staatlichen Rahmenbedingungen der finanziellen Infrastruktur verbunden zu sein. Empirisch weisen dies erstmals Demirgüç-Kunt und Levine (1999) nach. Common Law Länder tendieren demnach eher zu marktorientierten Finanzsystemen, wohingegen es für Länder mit bankorientierten oder unterentwickelten Finanzsystemen wahrscheinlicher ist, daß ihr Rechtssystem auf dem französischen Code Civil beruht.⁵² La Porta u.a. (1999b) gehen sogar soweit zu behaupten, daß „(...) bank- versus market-centeredness is not an especially useful way to distinguish financial systems. Investor rights work better to explain differences between countries, and in fact are often necessary for financial intermediaries to develop.” (La Porta u.a. (1999b, S.24).

Rajan und Zingales (1999a) räumen der Rolle von Rechtsordnungen bei der Evolution von Finanzsystemen nur einen untergeordneten Rang ein. Vielmehr argumentieren sie, daß die Entwicklung von Finanzsystemen dem Kalkül von Regierungen und Interessengruppen ausgesetzt ist. Finanzielle Entwicklung findet nur dann statt, wenn sich die Eliten dafür entscheiden bzw. die Vorteile einer solchen Entwicklung für die politisch dominanten Gruppen überwiegen. Beispielsweise ergeben sich in einem unterentwickelten Finanzsystem nur für diejenigen Wirtschaftssubjekte günstige Investitionsmöglichkeiten, die über die notwendigen monetären Ressourcen verfügen. Da keine Möglichkeit besteht, sich extern zu verschulden, müssen die profitablen Projekte vollständig eigen

⁵² Die Untersuchungen von Demirgüç-Kunt und Levine (1999) sagen jedoch nichts über die kausalen Zusammenhänge des betrachteten Phänomens aus.

finanziert werden. Solche wohlhabenden Eliten haben daher einen Anreiz, Wettbewerb zu verhindern, indem sie sich gegen den Ausbau der finanziellen Infrastruktur stellen. Ebenso haben Regierungen oft ein Interesse daran, durch selektive Kreditvergabe die Allokation von Ressourcen zu steuern. Die Verstaatlichung von Banken ist beispielsweise ein Mittel der Zentralisierung von Macht, die dazu genutzt werden kann, die Ressourcenallokation zu beeinflussen.

Unterschiede in den Rechtsordnungen wirken sich nun derart aus, daß sich in Ländern mit kodifiziertem Recht in Vergleich mit Common Law Ländern leichter zentralistische Tendenzen durchsetzen können, die eine Kontrolle der Ressourcenallokation durch die Regierung bzw. durch die Eliten des jeweiligen Landes erleichtern:

„A Common Law system allows for more contractual and legal innovation, which makes it easier to by pass the potential roadblock imposed by an elite that opposes financial development. Hence it is more conducive to financial development. But its innovation can easily be imitated by a suitably motivated Civil Law system. Thus, the greater financial development in Common Law countries is not because laws are better in those countries, but because the decentralization of Common Law makes it easier for financial markets to develop in spite of political opposition and makes it harder to reverse this development in the face of political challenges.“ (Rajan und Zingales 1999b, S.12f)

Solche Entwicklungsmuster lassen sich in vielen Entwicklungsländern beobachten. In jüngerer Zeit haben insbesondere Regierungen lateinamerikanischer Staaten versucht, über die Kontrolle der Geldschöpfung die wirtschaftliche Aktivität und durch Lenkung der Kreditvergabe und der Kreditzinsen die Zusammensetzung der Investitionen zu beeinflussen. Das Finanzsystem wurde als bequeme Einnahmenquelle des Staates betrachtet (finanzielle Repression). Die Besonderheiten der lateinamerikanischen Finanzsysteme und der wechselseitige Einfluß von Interessengruppen werden am Beispiel Argentiniens, Brasiliens und Chiles im dritten Teil der Arbeit ausführlich erläutert.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß der Staat – neben gewissen kulturellen und historischen Einflüssen – entscheidend die Entwicklung der Finanzstruktur einer Volkswirtschaft bestimmt. Die Finanzstruktur einer Volkswirtschaft, d.h. die „Markt- oder Bankorientierung“ von Finanzsystemen bzw. der institutionelle Aufbau der finanziellen Infrastruktur im allgemeinen, determiniert die Qualität der Finanzintermediation. Der Grad der finanziellen Entwicklung beeinflußt wiederum – wie im Teil eins nachgewiesen wurde – die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft.

Sollte nun das marktorientierte Finanzsystem dem bankorientierten überlegen sein, so müßte die Rolle des Staates in Finanzsystemen mit Bankorientierung insofern geprüft werden, als daß der staatliche Regulierungsrahmen neu überdacht wird und entsprechend den Anforderungen eines marktorientierten Systems angeglichen werden sollte. Dies wird im folgenden Abschnitt anhand des aus Teil eins der Arbeit bekannten funktionalen Ansatzes geprüft.

2.3 BANK- VERSUS MARKTBASIERTE FINANZINTERMEDIATION AUS EINER FUNKTIONALEN PERSPEKTIVE

“Differences do not imply superiority.” Mark J. Roe (1993b, S.1996)

Der Beitrag eines Finanzsystems zur wirtschaftlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft kann daran gemessen werden, mit welcher Qualität die Funktionen von Finanzsystemen – Risikomanagement, Ersparnismobilisierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation sowie die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten – in einer Volkswirtschaft zur Verfügung gestellt werden. Für den Fall, daß ein Finanzsystem dem anderen überlegen sein sollte, äußert sich dies darin, daß es in der Lage ist, für eine bessere Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen über Zeit und Raum unter Unsicherheit, die Hauptfunktion von Finanzsystemen, zu sorgen.

Die neoklassische Theorie, die von vollkommenen Märkten ausgeht, läßt für Finanzintermediäre keinen Platz, die Allokation von Ressourcen über Zeit und Raum erfolgt friktionslos. Im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik werden Marktunvollkommenheiten mit einbezogen, und die Existenz von Banken wird erklärbar. Finanzintermediäre entstehen, um die bei der Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen über Zeit und Raum unter Unsicherheit auftretenden Friktionen zu reduzieren. Allerdings werden durch die Existenz von Banken als Institutionen Transaktionskosten und Agency-Probleme hervorgerufen, so daß beim derzeitigen Forschungsstand nicht eindeutig geklärt ist, ob eine Allokation durch Finanzintermediäre (Banken) – wie in einem reinen bankorientierten Finanzsystem – oder durch Finanzmärkte – wie in einem reinen marktorientierten Finanzsystem – vorteilhafter ist.

Im folgenden werden theoretische Gesichtspunkte für und wider bank- bzw. marktorientierter Finanzsysteme entwickelt. Die Argumentation erfolgt aus einer funktionalen Sichtweise. Letztendlich kann aber nur die Empirie darüber entscheiden, welches Finanzsystem „das Beste“ ist, weswegen am Anschluß an die theoretische Analyse die bisherigen empirischen Studien zur vergleichenden Finanzsystemforschung betrachtet werden.

2.3.1 Risikomanagement

Ein effizientes Finanzsystem sollte sicherstellen, daß durch marktorientierte finanzielle Arrangements die Risiken denjenigen Wirtschaftssubjekten zugewiesen werden, die sie am bereitwilligsten übernehmen. Diamond (1967) und andere wiesen daraufhin, daß Börsen eine effiziente Risikoteilung zwischen Investoren ermöglichen. Marktorientierte Finanzsysteme verfügen in der Regel über ein üppigeres Angebot an Finanzinstrumenten, die als Vehikel für die Teilung von Risiken dienen können, als bankorientierte Finanzsysteme. Man denke hierbei an die hoch entwickelten Wertpapiermärkte und insbesondere an die liquiden Märkte für Futures und Optionen in den Vereinigten Staaten, die zahlreiche Möglichkeiten für die interpersonale und intersektorale Risikoteilung bieten. Im Gegensatz dazu, ist das Handelsvolumen auf den Terminmärkten in den meisten bankorientierten Ländern vernachlässigbar gering. Die Ersparnisse werden in bankorientierten Systemen aufgrund der geringeren Entwicklung der Kapitalmärkte verstärkt in Bankeinlagen und anderen schuldrechtlichen Wertpapieren angelegt, die diese vielfältigen Hedging-Möglichkeiten nicht bieten.

Aufgrund dieser Tatsachen ist man geneigt, bezüglich der Möglichkeiten zur Teilung intersektoraler Risiken, die Dominanz des marktorientierten Finanzsystems gegenüber dem bankorientierten zu konstatieren. Das in Abschnitt (1.1.1) vorgestellte Modell von Diamond und Dybvig (1983) zeigt hingegen theoretisch, wie Banken als Finanzintermediäre bei der Existenz von Marktunvollkommenheiten Finanzmärkten bei der intersektoralen Risikoteilung überlegen sein können. Differierende Liquiditätsbedürfnisse können in einer Welt mit Kapitalmarktfriktionen nicht in einer Arrow-Debreu-Manier bewältigt werden, weshalb Banken entstehen, die durch das Pooling einer großen Anzahl von Einlegern eine Versicherung gegen Liquiditätsrisiken anbieten. Da es in der Praxis sehr teuer sein kann, Risiken zu hedgen, können Finanzintermediäre diese Dienstleistung unter bestimmten Umständen billiger anbieten.

Neben der intersektoralen Risikoteilung ist die intertemporale Risikoteilung von Bedeutung. Hier ist das bankorientierte System dem marktorientierten überlegen, wie Allen und Gale (1997) in einem Modell überlappender Generationen formal nachweisen.⁵³ Allen und Gale (1997) zeigen, daß Aktienmärkte im Gegensatz zu Banken nicht in

⁵³ Vgl. hierzu auch Bhattacharya u.a. (1998), welche Mechanismen zur Teilung intra- und intergenerationaler Finanzierungs- und Liquiditätsrisiken in Finanzsystemen mit Bank- bzw. Marktorientierung in einem Modell überlappender Generationen betrachten.

der Lage sind, für einen intertemporalen Risikoausgleich zu sorgen bzw. nicht-diversifizierbare Risiken abzufedern.

Auch folgendes Beispiel führt dies vor Augen (Allen und Gale 2000, S.155): Aufgrund des Ölpreisschocks Anfang der siebziger Jahre reduzierte sich der reale Wert des Aktienmarktes in den Vereinigten Staaten um etwa die Hälfte. Private Haushalte, die zum Zwecke der Altersvorsorge in Aktien investiert hatten, und auf den Verkauf der Papiere im Alter angewiesen waren, erlitten starke finanzielle Einbußen. Im Gegensatz dazu, erzielten Haushalte, die Anfang der achtziger Jahre in Unternehmensanteile investiert hatten, hohe Gewinne, da der reale Wert des Aktienmarktes sich in der Dekade nahezu verdoppelte. In marktorientierten Finanzsystemen sind Anleger folglich einem vergleichsweise hohen Konsumrisiko ausgesetzt. Deutsche Anleger hingegen, die ihre Altersvorsorge in Form von Bankeinlagen oder ähnlichen schuldrechtlichen Wertpapieren betrieben, spürten weder den Ölpreisschock noch den Aktienboom, da die Banken in den siebziger Jahren auf stille Reserven zurückgreifen konnten bzw. in den achtziger Jahren neue Reserven bildeten. Die Banken waren somit jederzeit in der Lage, die Verpflichtungen gegenüber ihren Einlegern zu erfüllen.

In einem reinen marktorientierten Finanzsystem ist solch ein intertemporaler Risikoausgleich nicht möglich. Hinzu kommt, daß der US-amerikanische Aktienmarkt sehr volatil ist. Die traditionelle Erklärung hierfür ist, daß mehr Informationen über Unternehmen öffentlich verfügbar sind, was mit den strengen US-amerikanischen Publizitätsvorschriften und der großen Zahl börsennotierter Unternehmen zusammenhängt. Laffont (1985) untersuchte diese Problematik und wies nach, daß durch mehr Informationen am Markt die Wertpapierbesitzer schlechter gestellt werden, da durch die zusätzliche Preisvolatilität das Konsumrisiko steigt. In Finanzsystemen mit Bankorientierung ist vor diesem Hintergrund die geringere Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen sogar wünschenswert, da sie zu einer geringeren Aktienpreisvolatilität beitragen kann.

Letztendlich erhellen die Argumente zur intertemporalen Risikoteilung nur die jeweiligen Vor- und Nachteile, die verschiedene, miteinander konkurrierende Finanzinstitutionen haben. In der Praxis kann jeder US-amerikanische Haushalt seine Altersvorsorge auch dadurch betreiben, daß er in simple Staatsanleihen investiert. Das Risiko ist geringer als eine Investition in Unternehmensanteile, die zu erwartende Rendite entsprechend auch. Die private Altersvorsorge ist heutzutage in einer Welt mit globalen Investitionsmöglichkeiten nicht mehr von einem bestimmten Finanzsystem abhängig, sondern nur noch Gegenstand der persönlichen Risikobereitschaft.

Trotzdem ist die Diskussion theoretischer Argumente zur vergleichenden Finanzsystemforschung sinnvoll, da sie tiefe Einblicke in die Funktionsweise von Märkten und Intermediären ermöglicht. Zusammenfassend kann gesagt werden, daß Finanzmärkte eher komparative Vorteile bei der Teilung intersektoraler Risiken zu haben scheinen, während Finanzintermediäre bzw. Banken tendenziell besser mit intertemporalen Risiken umgehen können.

2.3.2 Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle

Die Allokation monetärer Ressourcen zu ihren produktivsten Verwendungen wird entscheidend durch die Verfügbarkeit und Verteilung von Informationen beeinflusst. Die Koordination volkswirtschaftlicher Ressourcen erfolgt in marktorientierten Finanzsystemen überwiegend durch Börsen. Aufgrund der größeren Zahl börsennotierter Unternehmen und strenger Publikationsvorschriften sind in marktorientierten Finanzsystemen mehr öffentlich verfügbare Informationen über die Ertragskraft von Unternehmen und ganzer Industriezweige vorhanden als in Finanzsystemen mit Bankorientierung. Die Aktienkurse reflektieren das reichliche Informationsangebot, was wiederum Firmen hilft, effiziente Investitionsentscheidungen zu treffen, indem sie aufgrund der durch die Börse vermittelten Preisinformationen die Bewertung zukünftiger Projekte durchführen.

Banken sind ebenso in der Lage, als Informationsproduzenten bzw. -vermittler zu agieren. In dem Modell von Dow und Gorton (1997) nehmen bankinterne Kreditspezialisten in einer Bankenökonomie dieselbe Rolle ein wie informierte Wertpapierhändler in einer Börsenvolkswirtschaft. Effiziente Aktienkurse erlauben in dem Modell eine effiziente Allokation der Ressourcen. Effiziente Aktienkurse geben zum einen Auskunft über aktuelle Investitionsmöglichkeiten (Informationsfunktion bzw. „prospective role of stock market prices“), zum anderen enthüllen sie Informationen über vergangene Entscheidungen von Managern (Kontrollfunktion bzw. „retrospective role of stock market prices“). Diese Funktionen können aber in einer Bankenökonomie genauso gut durch Finanzintermediäre erfüllt werden. Auf theoretischer Basis, so Dow und Gorton (1997), kann nicht nachgewiesen werden, daß die Allokation über Märkte der Allokation durch Banken überlegen ist.

Dennoch scheinen Finanzmärkte bzw. Banken spezifische Vor- und Nachteile bei der Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen zu haben. Allen (1993) vertritt die These, daß die Unternehmensfinanzierung durch Banken eher für traditionelle Branchen geeignet ist, während die Außenfinanzierung durch Börsen für dynamische Industriezweige passender ist. Die Industrie- und Marktstruktur sind wichtige Determinanten der optimalen Finanzierungsentscheidung, da das Wissen über Produktionstechnologien nicht gleich verteilt ist. In traditionellen Branchen wie beispielsweise dem Agrarsektor herrscht fast vollkommene Konkurrenz; es gibt kaum Unklarheiten über die beste Managementstrategie, da die Produktionstechnologien relativ bekannt sind. Dynamische Branchen, zu denen beispielsweise der ganze Hochtechnologiebereich zählt, sind durch eine monopolistische oder oligopolistische Marktstruktur gekennzeichnet. Informationen über die Produktionstechnologien sind selten öffentlich zugänglich. Die Meinungen wie Firmen, die im Hochtechnologiebereich agieren, am besten geführt werden, gehen hier stark auseinander.

Nach Allen (1993) haben Finanzmärkte bei der Finanzierung dynamischer Branchen einen komparativen Vorteil, da sehr viele Investoren Informationen über die Unternehmen sammeln und diese an den Börsen durch den Preismechanismus enthüllt werden.⁵⁴ Der Unterschied zur Bankfinanzierung ist derjenige, daß Banken Informationen über den Kreditnehmer nur ab und zu sammeln, während an Börsen die Performance der Unternehmen wesentlich häufiger kontrolliert wird. Eine Allokation durch Finanzintermediäre als beauftragte Informationsproduzenten nach dem aus Abschnitt (1.1.3) bekannten Modell von Diamond (1984) wäre einer Allokation durch Börsen genau dann unterlegen, wenn es große Meinungsverschiedenheiten über die Produktionsfunktion der Unternehmen gibt. Allen (1993, S.92) nennt diese Tatsache „the checking role of the stock market“. Als Beispiel führt er die innovative Rolle der US-amerikanischen Automobil-, Luftfahrt-, Elektronik- und Computerindustrie im Gegensatz zu der eher nachahmenden Haltung deutscher und japanischer Konzerne an. Auch in den aufstrebenden Branchen der „Neuen Ökonomie“, zu denen insbesondere der Biotechnologie- und der Softwarebereich gehören, sind Börsen die Hauptfinanzierungsquelle.⁵⁵

Allen und Gale (1999) präzisieren diese These in einem formalen Modell. Eine Finanzierung über den Markt ist der Bankfinanzierung genau dann überlegen, wenn es

⁵⁴ Dow und Gorton (1997, S.1114) erkennen Allen's (1993) Hypothese ebenfalls an: „In particular, if a bank has a strong ‘corporate culture’ that prevents loan officers from imitating the behavior of independent informed traders, then the two economies may end up specializing in different types of projects“.

⁵⁵ Vgl. hierzu auch das Modell von Boot und Thakor (1997), das dieselbe Schlußfolgerung impliziert.

vielfältige Ansichten über die Rendite des zu finanzierenden Projekts gibt („diversity of opinion“) und die Informationskosten niedrig sind. Im umgekehrten Fall ist die Bankfinanzierung überlegen. Das Projekt wird gar nicht finanziert, wenn sowohl große Meinungsdifferenzen über die Rentabilität der Innovation bestehen als auch die Informationskosten hoch sind. Eine wichtige Implikation des Modells ist, daß „a predominance of one type of financing, market or intermediated, throughout the economy, is unlikely to be efficient, at least in the context of the current model“ (Allen und Gale 1999, S.87). Dieses Ergebnis deutet daraufhin, daß die Dienstleistungen von Banken und Börsen nicht substituierbar, sondern komplementär sind.

Die Mechanismen der Unternehmenskontrolle in den jeweiligen Finanzsystemen unterscheiden sich analog zur relativen Verfügbarkeit von Informationen über die zu finanzierenden Firmen: In Finanzsystemen mit Marktorientierung, welche durch reichlich und öffentlich vorhandene Informationen gekennzeichnet sind, und die Eigentümerkonzentration der Firmen gering ist, erfolgt die Unternehmenskontrolle durch Fusionen und Übernahmen bzw. durch den „Markt für Unternehmenskontrolle“ (Manne 1965). Die Unternehmensleitung wird extern durch die Eigentümer zu einem Verhalten in deren Interesse diszipliniert, indem die Anteilseigner ihre Beteiligungen an schlecht geführten Firmen abstoßen und an profitablen Unternehmen erhöhen. Da es möglich ist, ganze Unternehmen am Aktienmarkt zu übernehmen, kommt ein Wettbewerb der besten Management-Teams um die Unternehmenswerte zustande. Allein durch die potentielle Gefahr einer möglichen Übernahme kann der Markt für Unternehmenskontrolle dem Management einen Anreiz zu verstärktem Arbeitseinsatz und zu einer verstärkten Orientierung an der Rentabilität der Unternehmung geben (Jensen 1988).

In bankorientierten Finanzsystemen wird die Informationssuche und Unternehmenskontrolle an einen Finanzintermediär delegiert, der im Auftrag der Kapitalgeber nicht öffentlich zugängliche Informationen über die zu finanzierenden Unternehmen beschafft.⁵⁶ Finanzsystemen mit Bankorientierung stehen dabei mehrere Instrumente und Mechanismen zur Verfügung, die den Banken eine effiziente Informationsproduktion und Unternehmenskontrolle ermöglichen: Langfristige Kundenbeziehungen, eine hohe Konzentration von Gläubigern und Eigentümern sowie die Beteiligung von Banken am Eigenkapital von Unternehmen.

⁵⁶ Für eine theoretische Analyse des Prozesses der beauftragten Informationsproduktion durch Banken vgl. das in Abschnitt (1.1.3) besprochene Modell von Diamond (1984).

Langfristige Kundenbeziehungen ermöglichen Banken, die Geschäfte ihrer Kreditnehmer besser kennenzulernen und Erfahrungswerte zu sammeln. Wiederholte Kreditverhandlungen verschaffen den Banken einen Informationsvorsprung gegenüber anderen Gläubigern. Typisch hierfür ist die deutsche „Hausbankbeziehung“. Eine höhere Gläubigerkonzentration erleichtert ebenfalls die Bildung langfristiger Beziehungen zwischen Schuldner und Gläubigern. Die für bankorientierte Systeme typische höhere Eigentümerkonzentration vermeidet Trittbrettfahrer-Probleme, die bei im Streubesitz befindlichem Eigenkapital von Unternehmen auftauchen kann, da es für die einzelnen Aktionäre kaum Anreize gibt, das Management zu kontrollieren. Shleifer und Vishny (1986) demonstrieren dies theoretisch. Die Möglichkeit von Banken, sich am Eigenkapital von Unternehmen zu beteiligen, trägt ebenfalls zur Bildung langfristiger Beziehungen zwischen Gläubiger und Schuldner bei. Die Banken erhalten durch Industriebeteiligungen Kontrollrechte in den Firmen, mit denen sie die Investitionspolitik der Firmen beeinflussen und Moral Hazard zu Lasten der Gläubiger verhindern können. Eine Übersicht über die Bedeutung der verschiedenen Mechanismen zur Unternehmenskontrolle zeigt Tabelle 2.2.⁵⁷

Tabelle 2.2 Bedeutung unterschiedlicher Mechanismen zur Kontrolle großer Unternehmen

	USA	UK	JAPAN	DEUTSCHLAND
Überwachung durch beteiligte Finanzunternehmen	Gering	Gering	Sehr bedeutend	Bedeutend
Überwachung durch beteiligte Nicht-Finanzunternehmen	Gering	Gering	Bedeutend	Sehr bedeutend
Überwachung durch individuelle Aktionäre	Gering	Gering	Gering	Für eigentümergeführte Firmen bedeutend
Häufigkeit feindlicher Unternehmensübernahmen	Häufig	Häufig	Praktisch nie	Praktisch nie

Quelle: Prowse (1994, S.52)

Eine wissenschaftliche fundierte Aussage darüber, ob die Unternehmenskontrolle in Finanzsystemen mit Marktorientierung bzw. mit Bankorientierung effizienter abläuft, ist beim derzeitigen Forschungsstand weder theoretisch noch empirisch möglich. Festhalten lassen sich im Grunde nur die bereits beschriebenen, in den jeweiligen Systemen differierenden, Mechanismen zur Unternehmenskontrolle, wobei diese Mechanismen

⁵⁷ Vgl. für einen aktuellen Einblick in die Thematik auch die Übersichtsartikel von Mayer (1998) sowie von Shleifer und Vishny (1997).

jedoch gewisse Implikationen für die Realwirtschaft zu haben scheinen. In Finanzsystemen mit Bankorientierung ist die Unternehmenskontrolle eher konsensorientiert: Kapitalgeber, Manager und Arbeitnehmer gehen einen impliziten Kontrakt ein, der langfristige Investitionen in firmenspezifisches Kapital lohnend macht. Diese Investitionen werden von den Banken ex ante unterstützt, ohne daß dies explizit vertraglich vereinbart wurde. Im Gegenzug verpflichten sich die Unternehmen, die Banken ex post an den zukünftigen Gewinnen zu beteiligen. Die Partner des informellen Kontrakts halten ihr Versprechen ein, da sonst die im Laufe der Zeit erworbene Reputation verloren gehen würde (Sharpe 1990). Ebenso zeigt von Thadden (1995), daß die bei langfristigen Projekten erforderlichen Zwischenfinanzierungen auf eine bessere Grundlage gestellt werden können, wenn eine Bank in der Funktion eines Überwachers mit zusätzlicher Information gewährleistet, daß das bisherige Ausbleiben von Erträgen auf die Langfristigkeit der Investitionsstrategie und nicht etwa auf mangelnde Leistungsfähigkeit zurückzuführen ist.

Deutlich wird dieser Mechanismus insbesondere bei der Rolle japanischer Banken in Krisenzeiten ihrer Kreditnehmer. Sie intervenieren in Unternehmensentscheidungen, entsenden Direktoren und koordinieren das Gläubigerverhalten. Dadurch reduziert sich die Anzahl der externen Konfliktlösungen durch Konkurs- oder Vergleichsverfahren. Gute Beziehungen zu einer *main bank* sorgen für den Beistand in Krisenzeiten und wirken wie eine Versicherung gegen eventuelle Bankrottfälle (Sheard 1989, S.407).

In einem Finanzsystem mit Marktorientierung kann solch eine auf Reputation und implizite Kontrakte gestützte langfristige Beziehung nicht existieren (Mayer 1988). Das Risiko eines Eigentümerwechsels, bedingt durch den aktiven Markt für Unternehmenskontrolle, senkt die Bereitschaft der Arbeitnehmer in firmenspezifische Ausbildung zu investieren. Die Bereitschaft des Managements, in Forschung und Entwicklung zu investieren, wird ebenfalls reduziert, da hierzu ein langer Planungshorizont notwendig ist (Schwiete 1998, S.148). Das Kontrollinstrument des Marktes für Unternehmenskontrolle leidet daher tendenziell an einer Orientierung an kurzfristigen Gewinnen, scheint aber den Vorteil zu haben, ein hohes Maß an Risikokapital bereitzustellen.

2.3.3 Ersparnis mobilisierung

Der Anteil der Ersparnisse, der in produktive Investitionen geleitet wird, ist einer der zentralen Faktoren für anhaltendes Wirtschaftswachstum. In Abschnitt (1.2) wurde bereits festgestellt, daß die Art der Finanzintermediation keinen Einfluß auf die Höhe der Sparquote zu haben scheint. Folglich ist ein Vergleich der Sparquoten von Volkswirtschaften mit differierenden Finanzsystemen wenig ertragreich.

Das Pooling von Ersparnissen findet in Finanzsystemen mit Bankorientierung durch die Fristen- und Losgrößentransformation der Banken statt. Durch die Mittlertätigkeit der Banken werden jedoch neue Transaktions- und Agency-Probleme hervorgerufen. Agency-Probleme treten zwischen den Einlegern und der Bank sowie zwischen Investoren und der Bank auf. Bei transparenteren Finanzinstitutionen wie beispielsweise organisierten Wertpapiermärkten fallen Agency- und Transaktionskosten weniger ins Gewicht, da Kapitalgeber und -nehmer direkt miteinander in Kontakt treten.⁵⁸ Die Allokation der Ersparnisse findet in marktorientierten Finanzsystemen durch transparente Finanzinstitutionen statt – ohne Einschaltung von Finanzintermediären im engeren Sinn. Betrachtet man den Mobilisierungs- und Poolingprozeß von Ersparnissen von einem reinen Transaktionskostenkalkül aus, so scheint dieser in Finanzsystemen mit Marktorientierung effizienter abzulaufen. Eine generelle Überlegenheit marktorientierter Finanzsysteme läßt sich daraus aber nicht ableiten, da die höheren Transaktionskosten bei opaken Finanzinstitutionen wie Banken durch Vorteile beispielsweise bei der Informationsproduktion wieder wettgemacht werden können.

2.3.4 Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten

Die Qualität der in einer Volkswirtschaft zur Verfügung stehenden Zahlungsverkehrsfazilitäten ist von der Dichotomie in bank- und marktorientierte Finanzsysteme unabhängig. Lediglich, wenn man wie beispielsweise Perold (1995), neben den traditionellen Zahlungsmittelformen wie Bargeld, Buchgeld, Geldsurrogaten und Geldsubstituten auch Derivate als Zahlungsmittel betrachtet, kommt die relative Überlegenheit

⁵⁸ Vgl. hierzu auch Abbildung 1.2 in Abschnitt (1.1).

marktorientierter Finanzsysteme bei der Bereitstellung liquider Märkte für Derivate und die Vielfalt der zur Verfügung stehenden und handelbaren innovativen Finanzinstrumente zur Geltung.

2.3.5 Empirische Ergebnisse

Die bisherige Diskussion zeigte, daß sich vom theoretischen Standpunkt her keine generelle Überlegenheit eines bestimmten Finanzsystems bzw. einer bestimmten Art der Finanzintermediation konstatieren läßt. Vielmehr scheint die bank- als auch marktbasierende Finanzintermediation bzw. Finanzsysteme mit „Bankorientierung“ als auch Finanzsysteme mit „Marktorientierung“ jeweils spezifische Vor- und Nachteile zu haben. Die empirischen Arbeiten setzen ebenfalls bei der Untersuchung der jeweiligen Stärken und Schwächen von Finanzsystemen an. Sie bleiben jedoch auf den Versuch beschränkt, einzelne Hypothesen zu bestätigen. Der Mangel an quantitativ meßbaren Größen von Finanzsystemstrukturen und die Wechselwirkung der verschiedenen Finanzsystemfunktionen innerhalb eines Finanzsystems machen einen empirischen Vergleich von ganzen Finanzsystemen schwierig, wenn nicht gar unmöglich.

Die übermäßige Volatilität von Aktienkursen in marktorientierten Finanzsystemen wurde unter anderen von LeRoy und Parke (1992) und West (1988) nachgewiesen. Sie sind eine Folge der strengeren Publikationsvorschriften marktorientierter Systeme. Die übermäßigen Kursschwankungen führen zu Wohlstandseinbußen risikoaverser Anleger und können zu dem Problem der Inferenz von Informationen führen, da relevante Informationen durch „Rauschen“ überlagert werden. Dies kann zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen und die Unternehmenskontrolle erschweren. In bankorientierten Finanzsystemen wird das „Rauschen“ unterdrückt, da weniger Unternehmensinformationen öffentlich verfügbar sind.

Die Vorteile liquider Kapitalmärkte scheinen insbesondere in der im Vergleich zu bankorientierten Finanzsystemen verbesserten Ressourcenallokation zu liegen. Weinstein und Yafeh (1998) kommen in einer Analyse japanischer Bank-Firmenbeziehungen zu dem Schluß, daß Unternehmen mit engen Beziehungen zu einer Bank im Vergleich mit Unternehmen ohne Bankbeziehung langsamer wachsen. Weinstein und Yafeh (1998)

führen dies auf konservative Strategieempfehlungen der Banken zurück, die die betreuten Firmen von Investitionen in ertragreiche, aber mit höherem Risiko behaftete Projekte abhalten. Black und Gilson (1998), Porter (1992) und Sahlmann (1990) liefern empirische Ergebnisse, die daraufhin deuten, daß das Finanzsystem der Vereinigten Staaten im Vergleich zum deutschen oder japanischen Finanzsystem zu einer beschleunigten Entwicklung von Industrien im Hochtechnologiebereich beiträgt. Liquide Kapitalmärkte fördern den Prozeß der Kapitalumschichtung von langsam wachsenden Branchen hin zu dynamischen Zukunftsindustrien. Ein beschleunigter Strukturwandel ist die Folge.

Die Regressionsanalysen von Carlin und Mayer (1998) weisen in dieselbe Richtung. Sie verwenden Daten von 27 Branchen in 20 OECD Ländern im Zeitraum von 1970 bis 1995 und entdecken, daß in Ländern mit strengen Bilanzierungsrichtlinien eigenkapitalintensive Branchen schneller wachsen und mehr in Forschung und Entwicklung (F&E) investieren. Branchen mit hohem Humankapitalanteil tendieren ebenfalls dazu, in Ländern mit strengen Bilanzierungsrichtlinien schneller zu wachsen und mehr in F&E zu investieren. Da eigenkapitalintensive Branchen in der Regel weniger Sachanlagen bzw. Sicherheiten bieten und in stärkerem Maße über immaterielles Anlagevermögen verfügen, das in der Zukunft hohe Wachstumsraten verspricht, liegt der Schluß nahe, daß marktorientierte Finanzsysteme, die typischerweise strengere Bilanzierungsrichtlinien als bankorientierte haben, komparative Vorteile bei der Finanzierung von Hochtechnologie-Unternehmen besitzen.⁵⁹

In einer vergleichenden Analyse zur Effizienz der Mechanismen der Unternehmenskontrolle in den Finanzsystemen Großbritanniens, Japans, Deutschlands und den USA kommt Mayer (1988) zu dem Schluß, daß bankorientierte Finanzsysteme dem Unternehmenssektor mehr Außenfinanzierung zur Verfügung stellen als marktorientierte. Dies führt er auf die Vorteile langfristiger Beziehungen zwischen Banken und dem Unternehmenssektor zurück: „The distinctive feature of successful financial systems is their close involvement in industry“ (Mayer 1988, S.1183).⁶⁰ Hoshi, Kashyap und Scharfstein (1990; 1991) scheinen dies zu bestätigen. Sie zeigen, daß japanische Unternehmen mit Beziehungen zu einer *main bank* stetiger investieren können als Unternehmen ohne eine solche Bankbeziehung. Ferner sind Unternehmen mit Beziehungen zu einer *main bank*

⁵⁹ Vgl. hierzu auch das Arbeitspapier von Rajan und Zingales (1999b).

⁶⁰ Aufgrund der eingeschränkten internationalen Vergleichbarkeit länderspezifischer Daten und der möglichen Korrelation der privaten Sparquote mit dem Verschuldungsgrad von Firmen bzw. dem höheren Anteil an Bankkrediten an der Unternehmensfinanzierung sollte nicht generell aus einem höheren Verschuldungsgrad der Unternehmen eines Landes auf eine effizientere Lösung der Asymmetrieprobleme und Agency-Konflikte geschlossen werden. Vgl. hierzu auch Schwiete (1998, S.165ff).

weniger von Krisen betroffen und können eher auf eine Sanierung hoffen als Unternehmen ohne eine derartige Bankbeziehung.⁶¹ Weinstein und Yafeh (1998) weisen jedoch daraufhin, daß die Kapitalkosten von japanischen Unternehmen mit Beziehung zu einer *main bank* höher liegen als diejenigen von Unternehmen ohne Bankbeziehung, da die Banken für ihre Dienste eine Provision kassieren.

In Bezug auf die Bank-Unternehmensbeziehung in Deutschland finden Edwards und Fischer (1994), daß Hausbanken keine wesentlichen Informationsvorteile gegenüber anderen Banken haben und daß zumindest im Kreditbereich das Bank-Unternehmensverhältnis durch Wettbewerb der Banken untereinander gekennzeichnet ist. Schwiete und Weigand (1997) schließen hingegen aus einer Untersuchung von 230 deutschen Aktiengesellschaften im Zeitraum von 1965 bis 1986, daß das bankorientierte Finanzsystem Deutschlands ähnlich wie das japanische aufgrund der höheren Eigentümer- und Gläubigerkonzentration und der langfristigen Beziehungen zwischen Gläubigern und Firmen in der Lage ist, Prinzipal-Agenten Problem effizienter zu lösen als etwa das marktorientierte Finanzsystem der USA.⁶²

Die Aussagen müssen sich nicht unbedingt widersprechen, insoweit es sich um verschieden Aspekte der Beziehung zwischen Unternehmen und Banken handelt. Die Spezifika der Mechanismen zur Unternehmenskontrolle der jeweiligen Finanzsysteme scheinen sich aber nicht in meßbaren Unterschieden wie zum Beispiel geringeren Fremdkapitalkosten niederzuschlagen. Kaplan (1994a; 1994b) weist zudem daraufhin, daß die Häufigkeit des Managementwechsel in den USA, Japan und Deutschland in ähnlichem Maße mit einer schlechten Unternehmensperformance korreliert ist. Die Wahrscheinlichkeit, daß ein Manager bei schlechten Leistungskennzahlen entlassen wird, differiert in den betrachteten Ländern nicht signifikant.

Deutlich wird jedoch bereits, daß sich aus der Untersuchung von partiellen Aspekten von Finanzsystemen keine generellen Rückschlüsse auf die Überlegenheit ganzer Finanzsysteme bzw. einer bestimmten Art der Finanzintermediation schließen lassen. Die Wechselwirkungen der Funktionen innerhalb eines Finanzsystems sind viel zu komplex, als daß diese empirisch vollständig zu erfassen wären. Hinzu kommt, daß sich die bisher betrachteten empirischen Studien hauptsächlich auf hoch entwickelte Volkswirtschaften, typischerweise auf Deutschland, Japan, auf die USA und Großbritannien als

⁶¹ Im Gegensatz zu Kang und Shivdasani (1997), die zu ähnlichen Resultaten kommen, sehen Morck und Nakamura (1999) die Ergebnisse jedoch kritischer.

⁶² Vgl. zur Wirkung des Bankeinflusses auf Unternehmen in Deutschland auch die empirischen Studien von Cable (1985), Gorton und Schmid (1996) sowie Perlitz und Seger (1994).

Archetypen differierender Finanzsysteme, konzentrierten. Der Lebensstandard in diesen Ländern ist jedoch mehr oder weniger gleich hoch, weshalb es nicht klar ist, ob Unterschiede in den Finanzsystemen jener Länder letztlich so wichtig sind.

Eine weitere, bisher noch nicht betrachtete Tatsache ist die Dominanz der Selbstfinanzierung von Unternehmen. Die Masse der getätigten Investitionen wird nicht extern, sondern intern finanziert. In einer Analyse der acht wichtigsten Industrienationen berechnet Mayer (1990) den Anteil der Selbstfinanzierung bei der Finanzierung der Industrieinvestitionen in den Jahren 1970 bis 1985 auf im Schnitt etwa 70 Prozent – mit gewissen Abweichungen von Land zu Land, die jedoch verglichen mit der Tatsache, daß die Selbstfinanzierung die Hauptfinanzierungsquelle der Unternehmen ist, unerheblich zu sein scheinen.⁶³ Entscheidend ist, daß der Anteil der Selbstfinanzierung nicht zu allen Zeiten so hoch war: In frühen Phasen der Industrialisierung standen einbehaltene Gewinne kaum für neue Investitionen zur Verfügung. Die enormen Investitionen bedurften daher der Außenfinanzierung (Hellwig 1991; 1997, S.226). Gerschenkron (1962) beschreibt den Übergang von der Außenfinanzierung zur Selbstfinanzierung am Beispiel der deutschen chemischen Industrie als eine Emanzipation von den Kapitalgebern und interpretiert ihn als eine Angleichung an übliche Finanzierungsmuster entwickelter Volkswirtschaften.

In manchen Entwicklungsländern findet man im Zeitablauf ähnliche Finanzierungsmuster. Singh und Hamid (1992) schätzen beispielsweise den Anteil der Außenfinanzierung der 50 größten Firmen des verarbeitenden Gewerbes bestimmter Schwellenländern in den achtziger Jahren auf ca. 50 Prozent. In manchen Ländern wie Korea betrug der Anteil der externen Finanzierung im betrachteten Zeitraum von 1980 bis 1987 sogar über 80 Prozent (Singh und Hamid 1992). Die relative Bedeutung eines Finanzsystems im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß könnte somit vom jeweiligen Entwicklungsniveau einer Volkswirtschaft abhängen. Für die Vergleichsproblematik zwischen bank- versus marktorientierten Finanzsystemen impliziert dies, daß nicht nur Industrieländer, sondern vor allem auch Entwicklungsländer in die empirischen Studien zur vergleichenden Finanzsystemforschung einbezogen werden sollten.⁶⁴

⁶³ Vgl. hierzu auch die empirische Analyse von Corbett und Jenkinson (1994).

⁶⁴ Ein erster Schritt in diese Richtung macht die Untersuchung von Demirgüç-Kunt und Levine (1999). Sie präsentiert stilisierte Fakten einer Querschnittsanalyse von 150 Ländern zum Verhältnis von Finanzsystemstrukturen und wirtschaftlicher Entwicklung.

2.3.6 Fazit

Weder aus theoretischer noch empirischer Sicht läßt sich exakt sagen, welches der beiden stilisierten Finanzsysteme das bessere ist. Die Koordination der in einer Volkswirtschaft für Investitionen verfügbaren Ressourcen findet in „bankorientierten“ Systemen hauptsächlich über Finanzintermediäre (Banken) statt, in „marktorientierten“ Finanzsystemen werden die Ersparnisse meist ohne Einschaltung von Finanzintermediären im engeren Sinn direkt über Finanzmärkte an die Unternehmen geleitet.

Beide Systeme bzw. bank- als auch marktbasierter Finanzintermediation scheinen bei diesem Koordinationsprozeß ihre spezifischen Vor- und Nachteile zu haben. Bankorientierte Finanzsysteme scheinen insbesondere bei der intertemporalen Risikoteilung und bei der Finanzierung traditioneller Branchen komparative Vorteile gegenüber marktorientierten Finanzsystemen zu haben. Die Börse als Koordinationszentrum für monetäre Ressourcen ist offenbar besser für Innovationsfinanzierung und die Finanzierung dynamischer Industriezweige geeignet. Die Vielzahl innovativer Finanzinstrumente, die an liquiden Finanzmärkten gehandelt werden, begünstigt die intersektorale Risikoteilung.

2.4 SIND BANK- UND BÖRSENDIENSTLEISTUNGEN KOMPLEMENTÄR ODER SUBSTITUIERBAR?

Die funktionale Analyse markt- und bankorientierter Finanzsysteme zeigt, daß die Performance von Finanzsystemfunktionen in den betrachteten Finanzsystemen differiert. Banken und Börsen, die institutionellen Koordinationszentren finanzieller Ressourcen, haben ihre jeweiligen Stärken im finanziellen Intermediationsprozeß. Der schematische Vergleich von bank- und marktbasierter Finanzintermediation in Abschnitt (2.3) ging jedoch davon aus, daß Finanzintermediation entweder nur durch Banken oder nur durch Märkte stattfindet. Implizit wurde bei dem Vergleich unterstellt, daß eine Substitutionsbeziehung zwischen der markt- und bankorientierten Form der Unternehmensfinanzierung besteht. Denkbar ist aber auch, daß sich Bank- und Börsendienstleistungen ergänzen, d.h. daß durch die Verfügbarkeit beider Finanzierungsformen in einer Volkswirtschaft sich sowohl für die Unternehmer als auch für die Haushalte Vorteile ergeben. Dies könnte in einem gemischten Finanzsystem der Fall sein, in dem die volkswirtschaftlichen Ressourcen sowohl durch Banken als auch durch Finanzmärkte alloziiert werden. Auf diese Weise könnten die Vorteile bankorientierter Finanzsysteme – zumindest zu einem gewissen Grad – mit denen marktorientierter Finanzsysteme verbunden werden.

Die Finanzstruktur und die institutionellen Rahmenbedingungen markt- und bankorientierter Finanzsysteme sind, wie die bisherige Analyse gezeigt hat, unterschiedlich. Es liegt jedoch nahe zu vermuten, daß bei der Existenz einer institutionellen Infrastruktur für die Entwicklung eines stabilen Bankensystems als auch für die Entwicklung von Kapitalmärkten, sich die Vorteile beider Systeme kombinieren lassen. Sicherlich muß davon ausgegangen werden, daß die Bank- und Börsendienstleistungen zu einem großen Teil substituierbar sind, was zum Teil auch von dem wirtschaftlichen Entwicklungsstand der Volkswirtschaften abhängen kann. Dennoch ist eine gewisse Komplementarität offensichtlich: Banken scheinen komparative Vorteile bei der intertemporalen Risikoteilung zu haben, wohingegen Börsen besser für die Finanzierung dynamischer Wachstumsbranchen geeignet sind.

Aus einer funktionalen Perspektive ist es gleichgültig, welche Finanzinstitutionen – Banken oder/und Börsen – für eine bestmögliche Erfüllung der Finanzsystemfunktionen sorgen. Insbesondere für Reformländer würde es sich daher empfehlen, die institutionellen Grundlagen sowohl für ein stabiles Bankensystem als auch für liquide Finanzmärkte zu schaffen.

In der Tat zeigt die Realität, daß in Ländern, deren Finanzsysteme als marktorientiert gelten, Forderungen nach bankorientierten Elementen laut werden, beispielsweise die Zulassung von Bankbeteiligungen oder die Förderung langfristiger Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken.⁶⁵ In den Vereinigten Staaten ist beispielsweise das Trennbankensystems aufgehoben worden. Mit der Verabschiedung des Gramm-Leach-Bliley Acts im November 1999 ist es nun erlaubt, das traditionelle Bankgeschäft zusammen mit dem Wertpapiergeschäft unter einem Dach zu betreiben. Die mit dem Bank Holding Company Act von 1956 eingeführte Trennung zwischen Bank- und Versicherungsgeschäft wurde ebenfalls aufgehoben. Mit der Lockerung der restriktiven Bankengesetzgebung scheint nun auch in den Vereinigten Staaten das Zeitalter der Universalbanken angebrochen zu sein.

Umgekehrt bemühen sich auch Länder mit typischer Bankorientierung, ihre Kapitalmärkte zu stärken, um eine zu starke Bankabhängigkeit der Unternehmen abzubauen. Japan ist das deutlichste Beispiel für diese Entwicklung. Die rechtlichen Rahmenbedingungen des japanischen Finanzsystems haben sich seit den 70er Jahren gewaltig verändert. Ein Aspekt der Reformen war die allmähliche Reduzierung der Barrieren für die Nichtbank-Finanzierung. Die Folge war, daß sich japanische Firmen nach den Deregulierungsmaßnahmen verstärkt über Kapitalmärkte finanzierten. Zwischen 1970 und 1985 betrug der Anteil der Außenfinanzierung, den japanische Nicht-Finanzunternehmen über Wertpapiermärkte beschafften nur 15 Prozent; in den Jahren von 1986 bis 1990 stieg die Kapitalbeschaffung über Wertpapiermärkte bereits auf 30 Prozent (Prowse 1996, S.12).

Aber auch in Kontinentaleuropa führten die Deregulierungs- und Reformbemühungen der letzten Jahre zu tieferen Kapitalmärkten. In mehreren europäischen Ländern mit typisch bankorientierten Finanzsystemen wurden erfolgreich Risikokapitalmärkte aufgebaut. Am erfolgreichsten in Hinblick auf die Zahl der neu an der Börse platzierten Unternehmen und Marktkapitalisierung war dabei die Bundesrepublik Deutschland mit der Gründung des Neuen Marktes. Nur drei Jahre nach der Gründung im Jahr 1997 notierten bereits über 240 Unternehmen am Neuen Markt und das Handelsvolumen beläuft sich mittlerweile auf ein Zehntel des deutschen Marktes für Aktien.

Die in zunehmendem Maße zu beobachtende Mischung bank- und marktorientierter Elemente vor allem in Industrieländern könnte ein Anzeichen für eine Konvergenz der Finanzsysteme sein. Phänomene wie die Deregulierungsmaßnahmen im Finanzsektor

⁶⁵ Für die USA vgl. z.B. Porter (1992) oder Saunders und Walter (1994); für Großbritannien vgl. Bank of England (1990).

seit Ende der siebziger Jahre, die Globalisierung und die daraus resultierende verstärkte internationale Konkurrenz, ließen bestehende Unterschiede zwischen den Finanzsystemen der führenden Industrienationen kleiner werden.⁶⁶ Verbleibende Unterschiede in den Finanzsystemen der Industrieländer sind heutzutage auch deshalb relativ weniger gewichtig, da Firmen ohne größere Probleme benötigtes Kapital auf allen möglichen Finanzplätzen der Welt beschaffen können.

Scholtens (1997) hält das Begriffspaar „Markt- bzw. Bankorientierung“ von Finanzsystemen bereits für antiquiert, da seiner Meinung nach die Merkmale bank- bzw. marktorientierter Finanzsysteme in den als Archetypen für diese Klassifikation geltenden Ländern Deutschland, Japan, Großbritannien und USA zumindest auf einer systematischen Basis nicht mehr vorliegen.⁶⁷ Verbleibende Unterschiede in den Finanzsystemen, die jedoch nicht systematischer Natur sind, führt er auf Unterschiede in der nationalen Regulierungspraxis zurück, die wiederum von der historischen, kulturellen und politischen Entwicklung des jeweiligen Landes abhängt.

Prowse (1996) faßt die zu beobachtende konvergierende Entwicklung der Finanzsysteme – zumindest derjenigen führender Industrienationen – folgendermaßen zusammen: „(...) there is clearly some long-term convergence going on in the legal and regulatory environments of the United States, Japan, and Germany, and the focal point of this convergence is not the Japanese/German or U.S. system as it currently exists but an environment in which banks are free to conduct investment and commercial banking activities (including active investments in firms) *and* corporate securities markets are unhindered by regulatory and legal obstacles.“⁶⁸

Die Mischung markt- und bankorientierter Elemente scheint also möglich und ist – zumindest in den Finanzsystemen führender Industrienationen – in vollem Gange. Die Konvergenz der Finanzsysteme muß nicht dazu führen, daß beispielsweise die Bedeutung von Banken in Finanzsystemen mit Bankorientierung geringer wird; lediglich wird die Bedeutung der Nichtbank-Finanzierung bzw. die von Kapitalmärkten im Sinne der These der Komplementarität von Bank- und Börsendienstleistungen größer.

⁶⁶ Für eine Analyse der Entwicklungen und Aussichten in den Finanzsystemen der OECD-Länder vgl. Blommestein (1995) und Borio und Filosa (1995). Die Autoren stellen einen globalen Trend zur Konvergenz von Finanzsystemen fest.

⁶⁷ Zu einer ähnlichen Einschätzung kommt Calomiris (1998).

⁶⁸ Prowse (1996, S.12), Hervorhebung wie im Original.

Empirische Studien, die die Komplementarität von Bank- und Börsendienstleistungen stützen, existieren bereits. So beobachten Schmidt, Hackethal und Tyrell (1999) in Deutschland, Frankreich und in Großbritannien im Zeitraum von 1982 bis 1995 auf der Basis von Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung eine zunehmende Bedeutung der Nichtbanken bei der Mobilisierung von Kapital für Nicht-Finanzunternehmen. Sie finden – außer im Fall Frankreichs – keine Anzeichen eines allgemeinen Trends Richtung Disintermediation. Auch scheint die Bedeutung der Banken bei der Intermediation finanzieller Ressourcen nicht zu Gunsten von Finanzmärkten zurückzugehen. Die zunehmende Bedeutung der Nichtbanken in Kombination mit dem Trend zur verstärkten Sekuritisierung von Bankverbindlichkeiten erhöht jedoch die Refinanzierungskosten der Banken und führt zu einem höheren Konkurrenzdruck. Diese Ergebnisse bestätigen die Komplementaritätsthese; schließlich müßte in dem Falle, daß die Dienstleistungen von Banken und Börsen substituierbar wären, der Anteil der Bankfinanzierung in gleichem oder zumindest in ähnlichem Maße zurückgehen wie der Anteil der Nichtbank-Finanzierung zunimmt.

Auch die empirischen Ergebnisse von Levine (2000), Levine und Zervos (1998) und Demirgüç-Kunt und Levine (1996a) bestätigen die These der Komplementarität von Bank- und Börsendienstleistungen. Demirgüç-Kunt und Levine (1996a) konstruieren verschiedene Indikatoren zur Messung des Entwicklungsgrades der in einer Volkswirtschaft vorhandenen Finanzintermediäre. Die einzelnen Indikatoren messen die Entwicklung der Banken, Nichtbanken, privater Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds sowie das allgemeine Entwicklungsniveau des Finanzsystems.⁶⁹ Ein zweites Bündel von Indikatoren mißt die Entwicklung der Aktienmärkte. Als Indikatoren hierfür werden die Marktkapitalisierung und die Umschlagkennziffer verwandt. Regressionsanalysen ergeben, daß eine signifikante positive Korrelation zwischen den Indikatoren für die Entwicklung von Aktienmärkten und denen der Entwicklung von Finanzintermediären besteht.

Die Entwicklung von Aktienmärkten geht folglich Hand in Hand mit der Entwicklung anderer Finanzintermediäre wie Geschäftsbanken, Versicherungsgesellschaften u.ä. Das bedeutet, daß die Entwicklung von Aktienmärkten im Zeitablauf keine Reduzierung der Bankaktivitäten zur Folge hat. Aktienmärkte substituieren nicht, sondern ergän-

⁶⁹ Folgende Daten werden als Indikatoren für die Entwicklung der jeweiligen Finanzintermediäre verwendet: Für die Bankentwicklung die Aktiva der inländischen Geschäftsbanken in Relation zum BIP; die Entwicklung der Nichtbanken, privaten Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds wird durch die Quote der Aktiva der jeweiligen Institutionen zum BIP angenähert und das allgemeine Entwicklungsniveau des Finanzsystems wird durch das Verhältnis liquider Verbindlichkeiten zum BIP gemessen.

zen die Bankentwicklung. Interessant ist zudem, daß Maße für die Volatilität von Aktienmärkten negativ mit den Entwicklungsindikatoren für Finanzintermediäre korreliert sind. Länder mit einem gut entwickelten Bankensystem, großen privaten Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds tendieren dazu, weniger volatile Aktienmärkte zu haben (Demirgüç-Kunt und Levine 1996a, S.313).

Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996) untersuchen mit Hilfe einer Stichprobe von 30 Industrie- und Entwicklungsländern im Zeitraum von 1980 bis 1991 den Zusammenhang zwischen der Entwicklung von Aktienmärkten und der Wahl der Form der Außenfinanzierung von Unternehmen. Sie analysieren im Einzelnen, ob Unterschiede des aggregierten Verschuldungsgrades innerhalb der untersuchten Länder auf (i.) den Entwicklungsgrad der Finanzmärkte, (ii.) makroökonomische Faktoren, (iii.) unterschiedliche steuerliche Behandlung von Anteils- und schuldrechtlichen Wertpapieren oder (iv.) auf unternehmensspezifische Faktoren zurückzuführen sind.

Ein erstes Ergebnis von Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996) ist die Feststellung eines signifikant positiven Zusammenhangs von Bankentwicklung und Leverage. Nachdem jedoch die Stichprobe in eine Unterauswahl mit Industrie- und eine Unterauswahl mit Entwicklungsländern aufgegliedert wird, ergibt sich ein interessantes Muster zwischen Leverage und Aktienmarktentwicklung: In relativ entwickelten Aktienmärkten führt eine weitere Entwicklung der Märkte zu einer Substitution von Fremdfinanzierung durch Eigenkapitalfinanzierung. Im Gegensatz dazu steigt in Ländern mit weniger ausgebauten Aktienmärkten der Verschuldungsgrad größerer Firmen; kleinere Firmen werden offenbar in ihrem Finanzierungsverhalten nicht durch die Aktienmarktentwicklung beeinflusst.

Die Ergebnisse von Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996) implizieren, daß Banken in Entwicklungsländern von einer Entwicklung der Aktienmärkte sogar profitieren, da der Verschuldungsgrad größerer Firmen steigt. Die Firmen emittieren nicht nur mehr Aktien, sondern nehmen auch mehr Fremdkapital auf. Die aktiveren Finanzmärkte führen zu einer verbesserten Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen und zu einer effektiveren Unternehmenskontrolle, was die Gläubiger dazu veranlaßt, ihr Engagement im Kreditgeschäft zu verstärken bzw. insgesamt die Kosten für Fremdkapital verbilligt. Börsen und Finanzintermediäre haben daher verschiedene, sich ergänzende Rollen bei der Unternehmensfinanzierung.

Boyd und Smith (1996) entwickeln ein theoretisches Modell, das imstande ist, die empirischen Ergebnisse von Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996) erklären zu

helfen. Firmen finanzieren in ihrem Modell die Akkumulation von Kapital extern durch eine Mischung aus Eigen- und Fremdmitteln, wobei der Entwicklungsgrad der Kapitalmärkte mit Investitionsentscheidungen in Sachkapital zusammenhängt. Bewegt sich eine Volkswirtschaft entlang ihres Wachstumspfad, so wird im Modell der Gebrauch spezialisierter und komplexer Technologien notwendig. Dies führt zu einem Anstieg der relativen Überwachungskosten, so daß die Unternehmen ihre Investitionen in Projekte mit hohen Renditen und Überwachungskosten reduzieren. Da diese Investitionen im allgemeinen fremd finanziert werden, impliziert das Modell, daß sich die Firmen in reicheren Länder tendenziell verstärkt durch Aktien finanzieren. Eine weitere Implikation ist, daß durch die Emission von Aktien, die Unternehmen die Kosten der Aufnahme von Fremdkapital reduzieren können. Ebenso existiert in dem Modell eine kritische Schwelle des Pro-Kopf-Einkommens, ab der Sparer und Investoren Aktienmärkte benutzen. Deutlich wird jedoch in dem Modell, daß sowohl die Entwicklung von Finanzintermediären als auch von Aktienbörsen Hand in Hand mit der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes geht und daß Bank- und Börsendienstleistungen sich ergänzen und nicht substituieren.⁷⁰

Rojas-Suárez und Weisbrod (1994; 1996) argumentieren am Beispiel Lateinamerikas, daß Kapitalmärkte auch zur Stabilität von krisengeschüttelten Finanzsystemen beitragen können. Die Finanzsysteme Lateinamerikas, die typischerweise in einem hohen Maße von Banken dominiert werden und in denen die Entwicklung der Kapitalmärkte kaum fortgeschritten ist, trugen in jüngster Zeit öfters aufgrund ihrer kurzfristigen Finanzaktiva zur ökonomischen Instabilität in der Region bei. Die kurzfristigen Finanzaktiva ermöglichen Investoren beim leisesten Anzeichen einer Krise, ihre Gelder abzuziehen und so eine Finanzkrise heraufzubeschwören bzw. zu verschärfen.

Diese Tatsache führte zu verschiedenen Reformvorschlägen, unter anderem zur Einführung von Instrumenten, die die Liquidität im Finanzsystem erhöhen, Kapitalverkehrskontrollen, Verschärfung der Überwachung von Banken und vieles mehr. Wichtig in diesem Zusammenhang ist, daß auch Kapitalmärkte dazu beitragen können, langfristige Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung zu stellen und somit die Krisenanfälligkeit von Finanzsystemen reduzieren können. Die Entwicklung funktionierender Kapitalmärkte darf jedoch nicht als Substitut zum bestehenden Bankensystem gesehen werden, sondern als ergänzendes Element in der finanziellen Infrastruktur: „(...) it is unrealistic to view the development of capital markets as a substitute for the pursuit of

⁷⁰ Vgl. hierzu auch das Modell von Diamond (1997), das ebenfalls konsistent ist mit den empirischen Beobachtungen von Demirgüç-Kunt und Levine (1996a) und Demirgüç-Kunt und Maksimovic (1996).

policies that will build a strong banking system (...)" (Rojas-Suárez und Weisbrod 1996, S.150).

Als Konsequenz der Hypothese der Komplementaritätsbeziehung von Bank- und Börsendienstleistungen würde es sich insbesondere für Reformländer empfehlen, die institutionellen Grundlagen sowohl für ein stabiles Bankwesen als auch für liquide Finanzmärkte zu schaffen. Die „optimale“ Struktur von Finanzsystemen bzw. die „optimale“ Kombination von bank- und marktbasierter Finanzintermediation in einer Volkswirtschaft würde sich in einem offenen Prozeß ergeben. Dem Staat bleibt die Aufgabe, die ordnungspolitischen Grundlagen hierfür zu schaffen. Weitere Regulierungen in Richtung eines bank- oder marktorientierten Systems würde eine Anmaßung von Wissen im Hayekschen Sinne bedeuten.

2.5 FAZIT

Nachdem in Teil eins gezeigt wurde, daß der Grad der finanziellen Entwicklung einer Volkswirtschaft Einfluß auf die gleichgewichtige Wachstumsrate hat, wurde in diesem Abschnitt deutlich, daß die vom Staat gesetzten rechtlichen und ordnungspolitischen Rahmenbedingungen eine der Hauptdeterminanten der Evolution von Finanzsystemen bzw. von Finanzsystemstrukturen sind. Der Staat kann zwar nicht direkt den Grad der finanziellen Entwicklung beeinflussen, aber Regierungen können durch Gesetze und Verordnungen die institutionelle Infrastruktur von Finanzsystemen beeinflussen, was wiederum die Art und das Ausmaß der Finanzintermediation bzw. den Grad der finanziellen Entwicklung einer Volkswirtschaft beeinflusst.

Die Analyse „markt- und bankorientierter“ Finanzsysteme aus einer funktionalen Perspektive ergab, daß die beiden Finanzsysteme bestimmte Vor- und Nachteile zu haben scheinen. Die Performance der Finanzsystemfunktionen geht in Teilaspekten auseinander, was auf die unterschiedliche Form der Intermediation finanzieller Ressourcen in den beiden Finanzsystemen zurückzuführen ist. Banken sowie Börsen als Koordinationszentren von Finanzaktiva scheinen bei dem Vermittlungsprozeß bestimmte Stärken und Schwächen zu haben. Die Finanzdienstleistungen von Banken und Börsen sind nicht vollkommen substituierbar, sondern ergänzen sich zumindest teilweise. Aus einer funktionalen Perspektive wäre demnach ein hybrides Finanzsystem ideal, da in solch einem System die verschiedenen Finanzintermediäre sich in einem gewissen Wettbewerb zueinander befänden und sich dennoch frei nach den Bedürfnissen des Marktes entfalten könnten.

Das „beste“ Finanzsystem läßt eine unbeschränkte Entwicklung marktbasierter und bankbasierter Finanzintermediation zu. Eine ungehinderte Evolution beider Formen finanzieller Intermediation – die Entwicklung sowohl eines stabilen Bankensystems als auch funktionsfähiger Geld- und Kapitalmärkte – wird ermöglicht und ist aus einer funktionalen Perspektive wünschenswert. Da die Entwicklung der finanziellen Institutionen an Rechtssysteme bzw. an den finanziellen Ordnungsrahmen geknüpft ist, sollten die institutionelle Voraussetzungen sowohl für einen stabilen Bankensektor als auch für funktionierende Finanzmärkte geschaffen werden. Die Qualität der institutionellen Infrastruktur ist dabei entscheidend. Die „optimale“ Finanzsystemstruktur bzw. die „optimale“ Kombination von bank- und marktbasierter Finanzintermediation kann sich somit in einem offenen Prozeß entwickeln.

Das „beste“ Finanzsystem hängt letztlich von länderspezifischen Faktoren ab, die den politischen und gesellschaftlichen Gegebenheiten der jeweiligen Volkswirtschaft entsprechen. Es läßt sich keine „Standard-Finanzsystemstruktur“ für alle Volkswirtschaften entwerfen, schon alleine deshalb nicht, weil die Einkommensunterschiede weltweit enorm differieren und sich „optimale“ Finanzsystemstrukturen bzw. die optimal Kombination bank- und marktbasierter Finanzintermediation im Laufe des wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß einer Volkswirtschaft ändern. Da jedoch die Entwicklung von Finanzinstitutionen an den durch den Staat festgesetzten Ordnungsrahmen geknüpft ist, sollten als institutionelle Kernelemente die Voraussetzungen für markt- und bankbasierte Finanzintermediation geschaffen werden.

In Teil drei der Arbeit wird versucht, für die Region Lateinamerika – am Beispiel der Länder Argentinien, Brasilien und Chile – einen geeigneten finanziellen Ordnungsrahmen zu entwerfen bzw. die ordnungspolitischen Grundlagen für die Finanzsysteme der jeweiligen Länder zu definieren. Im Vordergrund steht die Forderung, die Grundvoraussetzungen für effiziente Finanzintermediation – die Rahmenbedingungen für ein solides Bankwesen und funktionsfähige Geld- und Kapitalmärkte – zu schaffen. Insbesondere wird untersucht, welche Rolle der Staat bei der Neuordnung der lateinamerikanischen Finanzsysteme spielte und welche Aufgaben dem Staat in den lateinamerikanischen Finanzsystemen von heute zufallen.

3 DIE NEUORDNUNG DER FINANZSYSTEME IM RAHMEN DER WIRTSCHAFTSREFORMEN IN LATEINAMERIKA AM BEISPIEL VON ARGENTINIEN, BRASILIEN UND CHILE

Die Krise der achtziger Jahre traf Lateinamerika hart. Die meisten lateinamerikanischen Länder haben in dieser Dekade statt Wachstum und Fortentwicklung einen wirtschaftlichen Niedergang und Rückschritte erlebt. Der Entwicklungsrückschlag folgte auf zwei Jahrzehnte raschen Wachstums, das jedoch häufig auf Entwicklungsstrategien beruhte, die zu wenig Gewicht auf wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und internationale Wettbewerbsfähigkeit legten und mittels verzerrender Eingriffe in das inländische Finanzsystem ausländische Gelder ins Land lenkten. Angesichts des veränderten nationalen und internationalen Umfeldes blieb Lateinamerika keine andere Wahl, als sich den neuen Entwicklungen anzupassen. Während der achtziger Jahre sind sich die Regierungen von Ländern aller Einkommensklassen und jeder politischer Couleur bewußt geworden, daß Reformen zur Steigerung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und Flexibilität unumgänglich waren.

In Zusammenhang mit den umfassenden Wirtschaftsreformen werden bzw. wurden auch die Finanzsysteme in Lateinamerika grundlegend neu geordnet. Die besondere Bedeutung der Reform der Finanzsysteme innerhalb der Anpassungsprogramme ergibt sich aus deren zentralen Stellung im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß: In ihrer Rolle als Koordinationszentren volkswirtschaftlicher Ressourcen mobilisieren Finanzsysteme die Ersparnis und lenken sie in die ertragreichsten Projekte. Sie stellen zudem Möglichkeiten zum Risikomanagement und Zahlungsverkehrsfazilitäten bereit.

Die Region Lateinamerika ist sehr heterogen. Länder wie Brasilien mit 160 Millionen Einwohnern und starken regionalen Unterschieden kontrastieren mit Nationen wie Costa Rica, die klein und relativ homogen sind. Dennoch gibt es sehr viele Gemeinsamkeiten, von den gemeinsamen kulturellen Wurzeln angefangen bis hin zu ähnlichen wirtschaftlichen und sozialen Entwicklungen im 20. Jahrhundert.

Argentinien, Brasilien und Chile zählen zu den größten Volkswirtschaften des Kontinents. Allein aus diesem Grund sind sie für die Arbeit von besonderem Interesse. Hinzu kommt ein aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive interessanter Punkt: Der Reformprozeß wurde in den drei Ländern zu unterschiedlichen Zeitpunkten in Gang ge-

setzt. Chile begann mit ersten Umstrukturierungen zentraler Wirtschaftsbereiche bereits im Jahr 1975, während in Argentinien und Brasilien erst zu nehmende Reformen erst Anfang der neunziger Jahre in Angriff genommen wurden.

Reformen im Finanzsektor sind entscheidende Bestandteile der Maßnahmenbündel, die die Konstruktion einer leistungsfähigen, marktwirtschaftlichen Volkswirtschaft zum Ziel haben. In diesem Teil der Arbeit werden die Ergebnisse des ersten und zweiten Teils auf die Neuordnung der Finanzsysteme in Lateinamerika übertragen. Im Vordergrund steht die Forderung, die ordnungspolitischen Grundlagen für eine effiziente Finanzintermediation zu schaffen. Es ergibt sich für die Reformländer Lateinamerikas die Möglichkeit, durch Art, Umfang und Reihenfolge bestimmter Reformmaßnahmen das institutionelle Fundament sowohl für die Entwicklung bank- als auch marktbasierter Finanzintermediation zu legen. Hierzu ist eine Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsystem notwendig.

Abschnitt (3.1) beginnt mit einem kurzen Abriss der Entwicklung der Finanzsysteme in Lateinamerika seit dem zweiten Weltkrieg. Beispielhaft für Lateinamerika werden die Erfahrungen Argentiniens, Brasiliens und Chiles ausführlicher erläutert. Im einzelnen wird dabei in Abschnitt (3.1.1) auf das interventionistische Schema des bis in die siebziger Jahre vorherrschenden Systems der finanziellen Repression, in Abschnitt (3.1.2) auf die bisher erfolgten Reformen, in Abschnitt (3.1.3) auf die aktuelle makroökonomische Situation und auf den Einfluß der Reformpolitik auf die Performance der Finanzsysteme (Abschnitt 3.1.4) eingegangen.

Der Entwicklungsstand der Finanzsysteme in Lateinamerika und insbesondere die Qualität der finanziellen Infrastruktur ist jedoch noch immer nicht ausreichend, um der Hauptfunktion von Finanzsystemen, der Allokation von Ressourcen über Raum und Zeit unter Unsicherheit, in befriedigendem Maße gerecht zu werden. Um die Funktionalität der Finanzsysteme zu steigern, sind adäquate Rahmenbedingungen erforderlich, die in hohem Maße durch staatliches Handeln beeinflußt werden können. Für eine Steigerung der Effizienz und der Qualität der Finanzintermediation in Lateinamerika ist ein Modernisierungsprogramm notwendig, das eine Neudefinition der Rolle des Staates, wie dies in Abschnitt (3.2) versucht wird, erfordert.

3.1 DIE ÄRA STAATLICHEN DIRIGISMUS UND FINANZIELLER REPRESSION

3.1.1 Ein typisiertes Finanzsystem repressiver Finanzintermediation

Die Finanzsysteme Lateinamerikas wurden jahrzehntelang durch staatliche Eingriffe und Regulierungen gegängelt. Banken wurden primär als Instrument staatlicher Interventionspolitik in Geld- und Wirtschaftsangelegenheiten betrachtet. Wachstums- und Entwicklungsimpulse für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften wurden nicht von eigenständig agierenden Finanzintermediären erwartet, sondern durch staatliche Strukturmaßnahmen zur Stärkung von Industrie und Handel gesetzt.

Die geringe Aufmerksamkeit für die Funktionsweise und Bedeutung von Finanzsystemen für die wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika lag in der Logik des bis Ende der sechziger Jahre dominierenden entwicklungstheoretischen Konzepts der importsubstituierenden Industrialisierung. Im Kern dieser Strategie stand die Absicht, die Herstellung von bisher importierten Industriewaren durch gezielte Subventionspolitik und gelenkte Kreditvergabe im eigenen Land zu ermöglichen.¹ Dazu wurden entsprechende ordnungspolitische Rahmenbedingungen geschaffen, die vor allem auf die Protektion des Binnenmarktes abzielten. Hohe Zollschränken schützten die einheimische Industriegüterproduktion. Die entstehenden Industriestrukturen waren daher weitgehend binnenmarktorientiert. Der Staat versuchte, den Außenhandel durch multiple Wechselkurse zu lenken. Unterschiedliche Währungsparitäten für den Export und für den Import sollten gewährleisten, daß die hauptsächlich durch den Export von Agrargütern erwirtschafteten Devisen den staatlich geförderten Wirtschaftszweigen – im wesentlichen der inländischen Industrie – zufließen konnten.

Neben regelmäßigen Zahlungsbilanzkrisen führte das Entwicklungskonzept der Importsubstitution zu einer Inflationwirtschaft, in der sich stabile Verteilungscoalitionen zwischen unterschiedlichen Gesellschaftsgruppierungen herausbildeten, die an einer Rückkehr zu nicht-inflationären, stabilen Verhältnissen kaum mehr Interesse hatten.² Beispielsweise hatten sich in Argentinien unter dem Deckmantel der importsubstituie-

¹ Für eine ausführlichere Darstellung vgl. Hirschman (1987).

² Amelung (1987) weist den Einfluß von Interessengruppen auf die Wirtschaftspolitik in einer Regressionsanalyse am Beispiel Brasiliens nach. Das Ergebnis ist, daß Interessenverbände, welche binnenmarktorientierte und gut organisierte Unternehmen umfassen, in größerem Umfang Außenhandelsprotektion erreichen konnten als Exportindustrien und Unternehmen, die als Zulieferer oder Abnehmer mit den Unternehmen der gut organisierten Interessenverbände verbunden sind.

renden Industrialisierungspolitik die Unternehmer und die Arbeiter des industriellen Sektors auf eine höhere Parität zwischen nationaler Währung und US-Dollar verständigt, um sowohl billige Importe für die Unternehmen als auch relativ hohe Reallöhne für die Industriearbeiter zu gewährleisten. Durch die hohe Wechselkursparität stagnierten jedoch die Agrarexporte, mit denen wiederum die Importe finanziert werden mußten. Die Folge waren regelmäßige Zahlungsbilanzkrisen, weil nicht mehr genügend Devisen erwirtschaftet wurden, um die Importe bezahlen zu können.³ Die Regierungen griffen dann zu Abwertungen, die um so höher ausfielen, je länger sie hinausgezögert wurden (Canitrot 1981).

Das Finanzsystem wurde ebenfalls dieser Politik untergeordnet. Die Funktion des Finanzsystems bestand hauptsächlich darin, als instrumentalisierte Institution des Staates Gelder in die Bereiche der Volkswirtschaft zu lenken, die der Staat als besonders förderungswürdig betrachtete. Auch die Kontrolle des Außenhandels mit Hilfe von Wechselkursregulierungen durch den Staat konnte mit einem weitgehend an staatliche Direktiven gebundenen Finanzsystem bewerkstelligt werden. Die staatliche Reglementierung des Finanzsystems umfaßt typischerweise Zinsobergrenzen, mengenmäßige Kontrollen und Kreditallokation mit günstigeren Zinssätzen zur Förderung bestimmter Sektoren und Regionen via spezialisierter Kreditinstitute, hohe Mindestreservesätze sowie hohe Markteintrittsschranken für neue, insbesondere ausländische Finanzinstitute.

Mindestreserven wirken wie ein Keil, der zwischen Soll- und Habenzinsen getrieben wird. Sie schaffen einen künstlichen Zentralbankgeldbedarf der Geschäftsbanken und bedingen ceteris paribus einen Anstieg des Gewinns aus der Basisgeldproduktion, der in den Staatshaushalt eingestellt werden kann. Aus Tabelle 3.1.1 erkennt man, daß die Mindestreserveverfordernisse der lateinamerikanischen Länder in den Jahren 1971-80 wesentlich über dem Niveau entwickelter Industrienationen lagen. Die in Argentinien und Chile im Vergleich zu 1971 merklich geringeren Mindestreservesätze des Jahres 1980 verdeutlichen außerdem, daß die Reduktion der Mindestreserveverfordernisse ein Bestandteil der in den Jahren 1976/77 bzw. 1974/75 durchgeführten Reformen war.

Künstlich unter den Marktträumungspreis festgelegte Kreditzinsen gewähren zum einen der Regierung eine implizite Subvention und verringern die Staatsausgaben, indem sie es der Regierung als Nettokreditnehmer erlauben, den Kreditbedarf verbilligt zu befriedigen. Zum anderen wird durch die damit verbundene Subvention des Faktors Kapital eine Kreditaufnahme auch für solche Wirtschaftssubjekte interessant, deren Investi-

³ Zahlungsbilanzkrisen gab es in Argentinien 1949, 1958/59, 1970/71 und 1974/75. Vgl. Vitelli (1986).

tionen nicht die auf einem freien Markt geforderte Rentabilität erbringen. Dadurch kommt es zu einer Verzerrung der relativen Preise und einer suboptimalen Allokation nicht nur auf dem Finanzmarkt, sondern auf sämtlichen Güter- und Faktormärkten. Beispielsweise entsteht eine Tendenz zur Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital, da sich die Verzinsung des Eigenkapitals nach wie vor an seiner tatsächlichen Grenzleistungsfähigkeit bzw. den Opportunitätskosten orientiert.

Tabelle 3.1.1 Effektive Mindestreserveerfordernisse im internationalen Vergleich

Angaben in Prozent der mindestreservepflichtigen Einlagen, Jahresdurchschnittswerte

LAND	1971	1975	1980
Deutschland	10,3	10,2	8,7
USA	7,8	6,7	4,6
Argentinien	57,0	55,5	21,8
Brasilien	34,4	28,4	33,4
Chile	52,0	35,9	28,2

Quelle: Zentralbanken der jeweiligen Länder

Die Schwächung des Finanzsystems durch *financial repression* geht jedoch über die Festlegung von Zinsobergrenzen hinaus, denn nicht nur im Aktivgeschäft finden sich Restriktionen, sondern auch das Einlagengeschäft wird erschwert. Dabei spielen noch nicht einmal mögliche hohe Mindestreservesätze die entscheidende Rolle, sondern vielmehr die generelle Flucht nationaler Einlagen auf ausländische Konten oder in fremdes „Matratzengeld“. Sinkende Einlagen führen gleichfalls zu sinkenden Ausleihekapazitäten der Banken bzw. zu einer Erhöhung des Insolvenzrisikos. Letzteres steigt noch zusätzlich dadurch, daß im Rahmen der arbiträren Kreditvergabe nicht wenige Kredite ausfallen und die Kosten von den Banken getragen werden müssen, sofern sie nicht auf die Zentralbank überwälzt werden können. In extremen Fällen wird die Abhängigkeit der Finanzinstitutionen, insbesondere der Entwicklungsbanken, von finanziellen Zuweisungen der Zentralbank so hoch, daß das Bankensystem in der Praxis zu einer Dependence der Zentralbank werden kann. Die Zentralbank refinanziert sich dann in der Regel über hohe zinslose Mindestreservesätze des Geschäftsbankensystems oder durch eine Ausweitung der Emission. Inflation ist dabei vorprogrammiert.⁴

⁴ Die Schädlichkeit finanzieller Repression wurde theoretisch in Teil (1.2) der Arbeit nachgewiesen. Im AK-Modell wird der Anteil der Ersparnis, der in Investitionen geschleust wird, durch Mindestreserveerfordernisse reduziert. Zinsobergrenzen bzw. finanzielle Repression im allgemeinen wirken sich negativ auf die Grenzproduktivität des Faktors Kapital aus, was die gleichgewichtige Wachstumsrate reduziert.

In Zusammenhang mit Zinsobergrenzen führt hohe Inflation zu negativen realen Zinssätzen und abnehmender Finanzintermediation, was unter anderem an der Relation der liquiden Verbindlichkeiten zum Bruttoinlandsprodukt ablesbar ist. Tabelle 3.1.2 zeigt die relativ niedrige Relation liquider Verbindlichkeiten zum Bruttoinlandsprodukt für Lateinamerika in den Jahren 1975-95. In entwickelten Industrienationen liegt diese Quote zum Vergleich bei durchschnittlich 60-80 Prozent. Der Gipfel solch einer negativen Entwicklung wurde beispielsweise in Argentinien als Folge der Hyperinflation im Jahr 1989/90 erreicht. Die Demonetisierung der argentinischen Volkswirtschaft, ein Verhältnis liquider Verbindlichkeiten von nur noch 5,0 v.H. des Bruttoinlandsproduktes, erreichte mit dem Plan BONEX, der einen Zwangsumtausch von einem Großteil der Bankeinlagen in Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit zur Verringerung der Staatsschuld vorschrieb, ihren Höhepunkt (vgl. Tabelle 3.1.2).

Tabelle 3.1.2 Liquide Verbindlichkeiten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, Lateinamerika 1975-95

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes

LAND	1975	1980	1985	1990	1995
Argentinien	29,4	28,4	13,7	5,0	19,5
Bolivien	12,6	16,2	4,6	19,6	40,8
Brasilien	n.v.	18,3	18,5	15,2	27,1
Chile	9,5	22,6	34,7	37,0	36,4
Kolumbien	15,4	23,8	23,7	21,9	39,7
Mexiko	28,7	27,9	23,6	17,4	28,3
Peru	26,3	16,0	18,3	8,3	16,7

Liquide Verbindlichkeiten bezeichnet Zeile 551 der IFS (Bargeld, Sicht-, Spar- und Termineinlagen)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Daten des IMF, International Financial Statistics (IFS)

Die repressive Finanzmarktpolitik begünstigt zudem Klientelismus und Lobbyismus, da es bei der Vergabe von subventionierten Krediten immer eine höhere Nachfrage als zur Verfügung stehende Geldmittel gibt. Die Folge ist zum einen die, daß informelle Kreditmärkte entstehen, da der formelle Sektor die Kreditnachfrage in keiner Weise befriedigen kann. Zum anderen können weitere „förderungswürdige“ Kreditsuchende Interessengemeinschaften bilden und sich bei bereitwilligen Behörden für die Gründung eines Spezialkreditinstituts einsetzen. Diese neuen Kreditinstitute zweigen dabei immer mehr Geldvermögen von den regulierten Geschäftsbanken und Sparinstituten ab, da sie von der Zentralbank verbilligt refinanziert werden. Vom Klientelismus und Lobbyismus profitieren insbesondere Großunternehmen, da sie sich im Vergleich zu klein- und mit-

telständischen Betrieben bei den zuständigen Behörden leichter Gehör verschaffen können. Die Folge ist, daß „financial repression feeds on itself“ (McKinnon 1978, S.17).

Die „typischen“ Phasen der finanziellen Repression und der Importsubstitution dauerten in Brasilien bis 1964, in Chile bis 1973 und in Argentinien bis 1976.⁵ In allen drei Ländern übernahmen in diesen Jahren Militärregime die politische Führung und leiteten Reformen ein, die eine Steigerung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit zum Ziel hatten. Ein Kernelement der Reformen war in allen drei Ländern eine Neuordnung des Finanzwesens. Bis zum Zeitpunkt der ersten Reformen hingegen ähnelte sich die Struktur der Finanzsysteme sowohl Argentiniens, Brasiliens als auch Chiles. Sie glich ungefähr dem in Abbildung 3.1.1 skizzierten Schema eines typisierten Finanzsystems mit repressiver Finanzintermediation. Die Abbildung zeigt sehr vereinfacht den Fluß von Geldvermögen von den Sparern zu den Investoren in dem System der finanziellen Repression. Die „freie Kreditvergabe“ der Privatbanken war Zinsobergrenzen und mengenmäßigen Kontrollen unterworfen. Des weiteren existierten verschiedene, auf bestimmte Wirtschaftssektoren spezialisierte Kreditinstitute der öffentlichen Hand, deren Aufgabe es war, politisch als „förderungswürdig“ betrachtete Branchen mit Darlehen zu versorgen. Aber auch staatliche „Geschäftsbanken“ wie beispielsweise der chilenische *Banco del Estado*, der argentinische *Banco de la Nación*, oder der brasilianische *Banco do Brasil* hatten ähnliche Funktionen.

In allen drei Ländern war der Anteil der öffentlichen Banken an der gesamten Kreditvergabe sehr hoch. Allein die staatliche Entwicklungsbank BNDES finanzierte in Brasilien in den siebziger Jahren im Durchschnitt über 13 Prozent der realen Investitionen in Relation zum BIP, was bei einer Investitionsquote von durchschnittlich 25 Prozent ungefähr die Hälfte aller getätigten Investitionen ausmachte.⁶ In Argentinien waren Mitte der fünfziger Jahre gar 80 Prozent der gesamten Aktiva des Finanzsystems in den Händen von Staatsbanken konzentriert (Feldman und Sommer 1986, S.19).

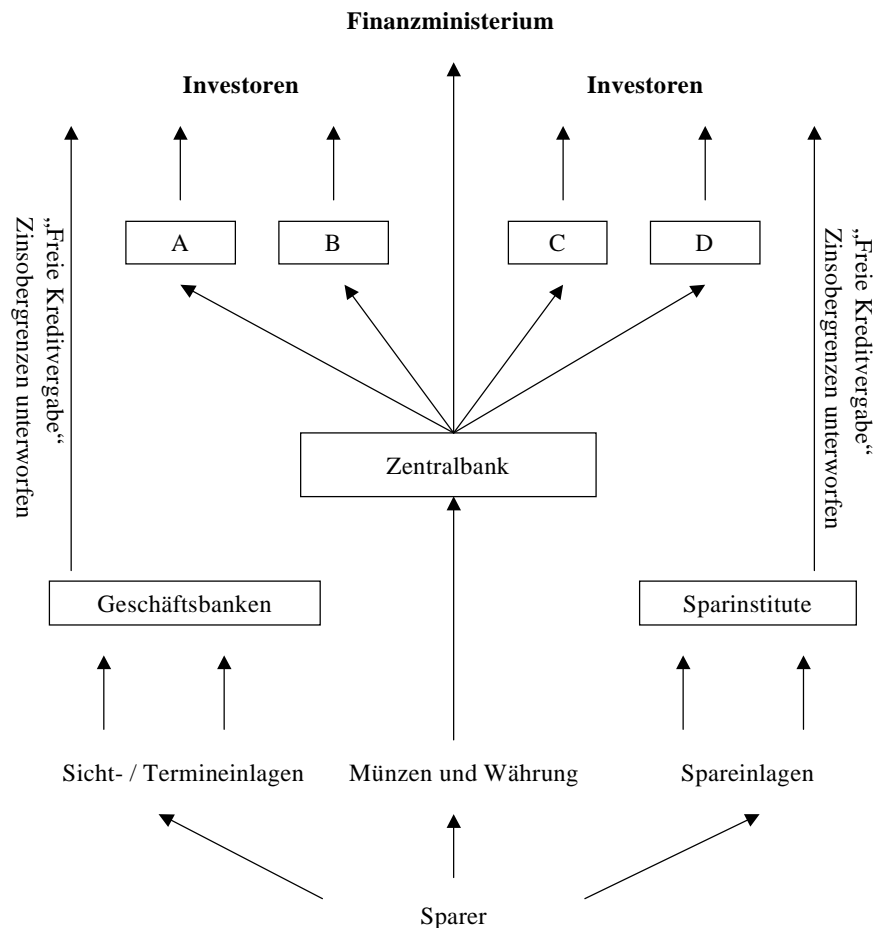
Weitere Gemeinsamkeiten des argentinischen, brasilianischen und chilenischen Finanzwesens in der Phase der finanziellen Repression waren: (i.) Das Vorherrschen der Innenfinanzierung aufgrund der Kreditrationierung, d.h. das Kapital für neue Investitio-

⁵ Die genannten Daten stellen insofern eine Zäsur in der Entwicklung der Finanzsysteme der genannten Länder dar, als daß die „typischen“ Phasen finanzieller Repression und der Importsubstitution mit *allen* eingangs beschriebenen Merkmalen durch erste Reformen im Finanzsektor beendet wurden. Einzelne Elemente finanzieller Repression blieben in Argentinien und Brasilien teilweise noch bis zu Beginn der neunziger Jahre bestehen bzw. wurden nach gescheiterten Liberalisierungsversuchen wieder eingeführt.

⁶ BNDES, Annual Report, mehrere Ausgaben.

nen der Unternehmen wurde hauptsächlich aus eigenen Mitteln aufgebracht, (ii.) die Abwesenheit einer Markttransparenz, d.h. es existierten fragmentierte Kreditmärkte, deren durchschnittliche jährliche realen Zinsen zum Beispiel zwischen einem Bankkredit mit reguliertem Zinssatz und einer Finanzierung zum Erwerb von Konsumgütern um bis zu 80 Prozent schwankten und (iii.) die Dominanz kurzfristiger finanzieller Aktiva, deren Anteil bis zu 75 Prozent der gesamten finanziellen Aktiva ausmachen konnte. Die genannten Merkmale sind typische Lehrbucheigenschaften der finanziellen Repression.

Abbildung 3.1.1 Repressive Finanzintermediation in einem typischen lateinamerikanischen Entwicklungsland



Anmerkungen: A, B, C, D, E, usw. sind auf bestimmte Wirtschaftssektoren (z.B. Landwirtschaft, Kleinunternehmer, Exportindustrie) spezialisierte Kreditinstitute, die von der Zentralbank verbilligt refinanziert werden.

Quelle: McKinnon (1978), S.14

Der folgende Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über die seitdem erfolgten Wirtschaftsreformen und Reformzyklen im lateinamerikanischen Finanzmarktbereich und geht insbesondere auf die unterschiedlichen Entwicklungen in Argentinien, Brasilien und Chile ein.

3.1.2 Bisherige Reformverfahren in Lateinamerika

Kritik an dem Konzept der Importsubstitution und insbesondere an den in Lateinamerika verbreiteten interventionistischen Finanzmarktpolitiken übten zum ersten Mal McKinnon (1973) und Shaw (1973). Sie formulierten ein neues theoretisches Konzept für Entwicklungspolitik, das auf einer weitgehenden Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors beruhte. Eine zentrale Annahme war, daß ein offenes Finanzsystem Spargelder besser mobilisieren könne als ein „repressives Finanzsystem“, weil innerhalb des formellen Sektors höhere Zinsen für Depositen angeboten würden. Reformen im Finanzsektor sollten eine Verringerung der Intermediationskosten bzw. wenn möglich, eine Steigerung der allokativen Effizienz der Investitionen bewirken, um so die ökonomische Entwicklung positiv zu beeinflussen. Durch eine entsprechende Transformation von Fristen, Losgrößen und Risiken würde sich so, abstrakt betrachtet, die gesellschaftliche Wohlfahrtsfunktion in Richtung eines Tangentialpunktes auf der volkswirtschaftlichen Transformationskurve bewegen.

In Brasilien wurden Reformen im Finanzsektor bereits in den Jahren 1964/65 durchgeführt, da man erkannte, daß das Konzept der Importsubstitution an Schwung verlor und sich das Wirtschaftswachstum verlangsamte. Die von dem Militärregime eingeleitete Umstrukturierung des Finanzsektors legte zwar die institutionelle Basis für das heutige brasilianische Finanzsystem, änderte aber nichts an der Dominanz des Staates im Finanzsystem. Es war sogar das erklärte Ziel der Reformer, eine institutionelle Finanzarchitektur zu erbauen, die die Implementierung selektiver Kreditvergabepolitiken erleichterte. Zu diesem Zweck wurden zahlreiche auf bestimmte Förderungsgruppen spezialisierte Fonds und Kreditprogramme ins Leben gerufen, die von staatlichen Banken wie dem *Banco do Brasil*, der staatlichen Entwicklungsbank BNDES oder der Zentralbank kontrolliert wurden. Auch wurde die Notwendigkeit positiver realer Zinssätze zur Förderung der Spar- und Investitionstätigkeit anerkannt und mittels Einführung einer weitläu-

figen Indexierung von Finanzkontrakten ermöglicht; Zinsobergrenzen, welche auf das Wuchergesetz von 1933 zurückgehen, wurden aber nicht abgeschafft.⁷ Die Reformen der Jahre 1964/65 setzten einerseits den Grundstein für die Entwicklung des brasilianischen Kapitalmarktes, waren aber andererseits keine einschneidenden Ereignisse, die einen generellen Richtungswechsel in der Wirtschaftspolitik markierten.

Erst mit dem Amtsantritt der Regierung Collor im Jahr 1990 und der Einführung des „Plano Real“ im Jahr 1994 fand in Brasilien eine wirtschaftspolitische Trendwende Richtung Marktwirtschaft und eine Reduzierung des staatlichen Dirigismus im Finanzsystem statt. Bis dahin dominierte die Entwicklung der brasilianischen Volkswirtschaft ein „Wachstum mit Inflation“ – unterbrochen durch fünf gescheiterte Stabilisierungsprogramme im Zeitraum von 1986 bis zu Beginn der neunziger Jahre.⁸

Chile begann im Jahre 1973 als erster lateinamerikanischer Staat mit einer umfassenden Deregulierung des Finanzsektors. Uruguay und Argentinien folgten in den darauf folgenden Jahren mit ähnlichen Reformprogrammen, die jedoch in ihrer Konzeption nicht die Tragweite der chilenischen Reformen erreichten. Gegenstand der Reformen war vor allem die Liberalisierung der Zinssätze, die Senkung der Mindestreservesätze, die Verminderung von Sonderkreditprogrammen, eine Verbesserung der Aufsichts- und Risikobegrenzungsnormen, eine Reform der Geldmengenkontrollinstrumente, die Privatisierung von verstaatlichten Banken sowie die Erleichterung des Marktzutritts für neue einheimische wie für neue ausländische Banken.⁹

Die konkrete Implementierung liberalisierter und deregulierter Märkte erwies sich in den Ländern der Südspitze Lateinamerikas schwieriger als man zunächst angenommen hatte. Inflationäre Schübe, Bankzusammenbrüche und eine zunehmende Auslandsverschuldung haben die Umstrukturierungen begleitet. Die Finanzkrisen im Cono Sur wurden durch gesamt- und einzelwirtschaftliche Probleme im Innern und durch außenwirtschaftliche Schocks verursacht. Die Hauptprobleme traten im realen Bereich der Volkswirtschaften auf, doch trugen die Liberalisierungsbemühungen im Finanzsektor zweifellos zur folgenden Instabilität bei. Die Verstaatlichung der Banken in Mexiko oder die Sozialisierung der Schulden infolge der Übernahme durch den Staat wie im Falle Argentinien sowie die erneute Reglementierung der Finanzmärkte zu Beginn der acht-

⁷ Für eine ausführlichere Analyse der Reformen vgl. z.B. Wacker (2000), Boeckle (1997), Welch (1993, Kapitel 3), Canto (1982) oder Ness (1974).

⁸ Für einen Überblick über die wirtschaftliche Entwicklung Brasiliens in dem Zeitraum vgl. Baer (1995).

⁹ Zu einer detaillierteren Darstellung der Reformen im Cono Sur vgl. für Argentinien Feldman und Sommer (1986), für Chile Velasco (1988) und für eine vergleichende Analyse Ramos (1986).

ziger Jahre waren die Antworten auf diese ersten Liberalisierungsversuche. Auch in Chile wurden die angeschlagenen Banken entweder aufgelöst oder staatlicher Kontrolle unterstellt und erst im Jahre 1987 reprivatisiert. Die Ungleichgewichte der alten Akkumulations- und Regulierungsmodelle der binnenmarktorientierten Industrialisierung mittels gelenkter Geld- und Kreditmärkte wurden eher noch potenziert. Man verfiel ins gegenteilige Extrem, um die Funktionsfähigkeit der Finanzsysteme einigermaßen zu erhalten.

Der durch die ersten Erfahrungen mit Deregulierung und Liberalisierung der Länder der Südspitze Lateinamerikas ausgelöste Schock führte zu einer heftigen akademischen und wirtschaftspolitischen Diskussion. In der „Sequencing“ Literatur wird nun unterschieden zwischen einer Stabilisierungspolitik, die darauf abzielt, gesunde makroökonomische Rahmenbedingungen zu schaffen, und einer Reformpolitik, die durch Deregulierung, Liberalisierung und Privatisierung Anreize für den Privatsektor geben muß. Wird in einer ersten Etappe die Stabilisierungspolitik und in einer zweiten Etappe die Reformpolitik erfolgreich durchgeführt, so soll sich anschließend Wirtschaftswachstum und die Kreditwürdigkeit auf den internationalen Finanzmärkten in den Ländern einstellen (Williamson 1990).

Eine eindeutige Erkenntnis aus den Reformversuchen der Länder der Südspitze Lateinamerikas ist, daß Finanzsektorreformen, die in einem instabilen gesamtwirtschaftlichen Umfeld durchgeführt werden, diese Instabilität verschlimmern können. Reformen im Finanzsektor müssen daher von einer makroökonomischen Stabilisierung begleitet werden, sofern diese idealerweise nicht schon zu Beginn der Reformen vorhanden ist.¹⁰ Eine zweite Lehre ist, daß direkte Eingriffe in den Finanzsektor durch ein adäquates, wenngleich flexibleres gesetzliches Regelwerk ersetzt werden müssen. Das Fehlen angemessener Vorschriften zur Risikokontrolle und Beaufsichtigung von Banken trug zu den Insolvenzen von Finanzinstituten bei. Dies führte zum Beispiel im Fall Chiles zu einem Anreiz zu übermäßig riskantem Verhalten bzw. zum Problem des Moral Hazard.¹¹

¹⁰ Die hohen und schwankenden Inflationsraten führten aufgrund der vollständigen Liberalisierung der Zinssätze vor allem in Argentinien zu einem hohen Realzinsniveau. Eine Aufwertung des realen Wechselkurses konnte nicht verhindert werden. Nach der Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen setzten so volatile Kapitalbewegungen ein, welche die monetäre Steuerung untergruben. Vgl. hierzu Frenkel (1998).

¹¹ Obwohl in Chile bis 1983 keine explizite Einlagensicherung existierte, gingen die Banken jedoch davon aus, daß die Regierung im Notfall der Zahlungsunfähigkeit einer Bank den betroffenen Sparern zu Hilfe kommen würde, d.h. einen „bail-out“ durchführen würde. Dies animierte die Banken zu risikoreicher Kreditvergabe und zur Vernachlässigung von Liquiditätsgrundsätzen. Vgl. hierzu Velasco (1988).

Ein „lateinamerikanischer Reformkonsens“, der einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel Richtung Marktwirtschaft, außenwirtschaftlicher Öffnung und Reduzierung des Staatseinflusses in der Wirtschaft allgemein und im Finanzsektor im besonderen beinhaltete, bildete sich erst Ende der achtziger Jahre heraus. In Lateinamerika setzte sich aufgrund einer Kombination verschiedener Faktoren die eindeutige Erkenntnis durch, daß eine grundlegende Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik notwendig sei.

Die Gründe für diesen Wandel im wirtschaftspolitischen Denken Lateinamerikas sind zum einen in den gescheiterten Reformversuchen nach dem „alten Muster“, d.h. Reformen nach strukturalistischen und neostrukturalistischen Empfehlungen, zu suchen. Zu nennen sind hier insbesondere die negativen Erfahrungen mit heterodoxen Stabilisierungsversuchen in Argentinien, Brasilien und Peru. Die aufstrebenden ostasiatischen Volkswirtschaften boten hingegen ein beeindruckendes Beispiel, wie schnell eine wirtschaftliche Erholung nach der Schuldenkrise Anfang der achtziger Jahre, die auch diese Länder betroffen hatte, stattfinden konnte. Auch die Empfehlungen internationaler Organisationen, des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank trugen zu der Bildung des neuen lateinamerikanischen Reformkonsenses bei. Letztlich bewegte der Zusammenbruch des sozialistischen Wirtschaftssystems im Jahr 1989 auch diejenigen zum Umdenken, die aus ideologischen Gesichtspunkten den Marktmechanismen mißtraut und sich für staatlichen Dirigismus und Planwirtschaft ausgesprochen hatten.¹²

Argentinien. Eine Zäsur in der ökonomischen Entwicklung Argentiniens fand durch die Ankündigung des Konvertibilitätsgesetzes im März 1991 durch Wirtschaftsminister Domingo Cavallo statt. Um die Möglichkeit einer Kreditfinanzierung des Staatshaushaltsdefizites durch die Notenbank zu unterbinden, wurde im April 1991 ein System der Devisendeckung (Currency Board) eingeführt. Das Konvertibilitätsgesetz war aber nur Teil eines umfassenden wirtschaftlichen Reformpakets, welches durch die Regierung Menem in Gang gesetzt wurde. Die tragenden Säulen des Programms („Plan de Convertibilidad“), welches Schritt für Schritt in den Jahren 1991-95 realisiert wurde, waren:¹³

(i.) Das Konvertibilitätsgesetz und eine neue Zentralbankverfassung, die die Unabhängigkeit der Zentralbank gegenüber der Regierung festschrieb sowie weitere Refor-

¹² Vgl. hierzu auch die Ausführungen von Edwards (1995, Kapitel 3) und Haggard und Kaufman (1992).

¹³ Siehe hierzu auch Reichel (1995), Dornbusch (1995) und Weltbank (1996).

men und Deregulierungen im Finanzsektor, (ii.) eine Reform des öffentlichen Sektors durch den Umbau der öffentlichen Verwaltung und eine umfangreiche Privatisierung staatlicher Unternehmen sowie eine Deregulierung der Güter- und Faktormärkte, (iii.) die Reform des Sozialsystems: Das Alterssicherungssystem wurde auf partielle Kapitaldeckung umgestellt, (iv.) Umschuldung der Auslandsverbindlichkeiten, (v.) eine Steuerreform, die die Effizienz der Steuerverwaltung und der Steuereintreibung verbesserte sowie (vi.) die Wiederherstellung eines liberalen Handelsregime (u.a. Senkung der Zollsätze und Aufhebung der meisten quantitativen Importbeschränkungen).¹⁴

Einem ersten Härtetest seit Beginn der Reformen im Jahr 1991 wurde das argentinische Finanzsystem in der sog. *Tequila-Krise* unterzogen. Die Verkleinerung und Rationalisierung des überdimensionierten argentinischen Finanzsystems war im vollen Gange, als es Ende 1994, ausgelöst durch die Abwertung des mexikanischen Peso, in Argentinien zu einer Vertrauens- und Liquiditätskrise im Bankensektor kam. Die Restrukturierung des Bankensystems wurde durch die Tequila-Krise erheblich beschleunigt, da die strukturellen Schwächen des argentinischen Bankwesens offensichtlich wurden. Hauptsächlich durch den Zusammenschluß von Banken nahm die Zahl der Finanzinstitute von 205 Ende 1994 innerhalb eines Jahres auf 158 Institute ab. Im verringertem Tempo setzte sich der Konsolidierungsprozeß in den Folgejahren fort.

In Reaktion auf die Auswirkungen der Tequila-Krise auf das argentinische Finanzsystem wurden folgende Maßnahmen ergriffen, die insbesondere das Bankensystem erheblich gestärkt haben: (i.) Gründung zweier Fonds zur Finanzierung von Bankzusammenschlüssen und der Privatisierung von Provinzbanken, (ii.) Abschluß eines Bereitstellungsabkommens mit internationalen Geschäftsbanken zur Absicherung von Liquiditätsengpässen, (iii.) Verbesserung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen und der Transparenz durch Einführen der BASIC-Richtlinien¹⁵ sowie (iv.) durch die Schaffung einer Einlagensicherung. Das Vertrauen in das argentinische Bankensystem ist seit der Tequila-Krise nicht nur aufgrund der zusätzlichen Sicherheitsmaßnahmen gewachsen. Auch die Tatsache, daß sich immer mehr ausländische Banken in Argentinien engagiert haben, wirkte vertrauensfördernd.

¹⁴ Die Senkung der Zollsätze steht auch im Zusammenhang mit der Gründung des Mercosur, des gemeinsamen Marktes der Länder Argentinien, Brasilien, Uruguay und Paraguay.

¹⁵ BASIC steht analog den CAMEL Kriterien des *Comptroller of the Currency*, der US-amerikanischen Bankenaufsicht, für Bonos, Auditoría, Superintendencia, Información und Calificación.

Brasilien. Maßgebliche Reformen wurden in Brasilien erst im Jahr 1994 mit dem „Plano Real“ eingeleitet. Zwar wurden eine Liberalisierung des Wechselkurses und andere Maßnahmen, die die brasilianische Volkswirtschaft dem internationalen Wettbewerb öffneten, bereits unter der Regierung Collor, die ihr Amt im Jahre 1990 antrat, durchgeführt.¹⁶ Erste Privatisierungen staatlicher Unternehmen in den Branchen Stahl und Petrochemie standen ebenfalls auf der Agenda. Forciert wurde die Privatisierung öffentlicher Unternehmen jedoch unter Präsident Cardoso und betraf insbesondere den Telekommunikations- und Energiesektor. Zwischen 1995 und 1998 stiegen die jährlichen Einnahmen aus den Privatisierungen von 2 Mrd. US-Dollar pro Jahr auf 35 Mrd. US-Dollar pro Jahr (BNDES 1999).

Die umfassende Neuordnung des Finanzsektors ist eine der auffallendsten Entwicklungen der brasilianischen Volkswirtschaft der neunziger Jahre. Bis zur Einführung des Plano Real erwirtschafteten die brasilianischen Kreditinstitute einen hohen Anteil ihres Gewinns (teilweise bis zu fünfzig Prozent) aufgrund der galoppierenden Inflation und dem hieraus resultierenden *float* bzw. aus dem Geldschöpfungsprozeß, da die Sichteinlagen unverzinst waren. Als im Jahr 1994 diese Gewinne schlagartig zurückgingen, kamen zahlreiche Banken in Schwierigkeiten. Die fortschreitende makroökonomische Stabilisierung der Volkswirtschaft offenbarte die in jahrelanger Inflationsumgebung akkumulierten Ineffizienzen des brasilianischen Bankensystems und die mangelnde Expertise im klassischen Kreditgeschäft. Eine drastische Restrukturierung des Bankensystems wurde unumgänglich. Um die Probleme öffentlicher und privater Banken anzugehen, griff die brasilianische Zentralbank auf vier Instrumente zurück: (i.) Liquidierung, (ii.) Rekapitalisierung, (iii.) Fusionen und Übernahmen mit Hilfe der Programme PROER und PROES¹⁷ und (iv.) Restrukturierung und Verkauf von Finanzinstituten. Um internationale Banking-Expertise zu importieren und um das Bankensystem durch die Injektion frischen Kapitals zu stärken, beschloß die Regierung im Dezember 1995, das Bankensystem für ausländische Investitionen zu öffnen.

Der Haupterfolg des Plano Real war jedoch die Stabilisierung der brasilianischen Volkswirtschaft – eine Grundvoraussetzung für eine gesunde und nachhaltige Entwicklung von Finanzsystemen. Seit 1996 liegen die Inflationsraten im einstelligen Bereich. Erst infolge der Finanzkrise im Frühjahr 1999, die das Ende des Plano Real besiegelte,

¹⁶ Beispielsweise sanken die Zölle auf Importgüter im Durchschnitt von 32,2 Prozent im Jahr 1990 auf 14,2 Prozent im Jahr 1994 (Amann und Baer 1999, S.7).

¹⁷ Die Abkürzung PROER steht für „Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional“. Die Abkürzung PROES bedeutet „Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária“ (Medida Provisória 1.556).

kam es vorübergehend zu einer Beschleunigung der Inflationsrate. Nachdem die durch die Abwertung induzierten Inflationsimpulse abklingen, ist aber damit zu rechnen, daß die brasilianische Wirtschaft allmählich auf das zuvor erreichte, niedrige Inflationsniveau zurückkehrt. Die Ursachen für die Finanzkrise sind neben dem bis dahin überbewerteten Wechselkurs vor allem in der laxen Finanzpolitik bzw. in den hohen öffentlichen Defiziten zu suchen.¹⁸ Von einer nachhaltigen Konsolidierung der Staatsfinanzen wird der weitere Reformersfolg des Landes entscheidend abhängen.

Chile. Innerhalb der Region Lateinamerika war Chile ein beeindruckendes Beispiel für eine rasche wirtschaftliche Erholung aus der Schuldenkrise. Insbesondere nachdem die demokratisch gewählte Regierung Aylwin den vom Militärregime Pinochet eingeleiteten wirtschaftlichen Reformprozeß weiterführte, verwandelte sich Chile in eine Art „ökonomisches Musterland“ Lateinamerikas. Das chilenische Bruttoinlandsprodukt wuchs in einem nicht nur für lateinamerikanische Verhältnisse atemberaubenden Tempo – in den Jahren von 1984 bis 1996 mit jährlich durchschnittlich 6,7 Prozent!

Verantwortlich für den wirtschaftlichen Erfolg war die Tatsache, daß Chile trotz den Rückschlägen zweier schwerer Rezessionen in den Jahren 1975 und 1982/83 unvermindert an dem Ziel der Implementierung eines funktionierenden marktwirtschaftlichen Systems festhielt. Der chilenische Reformprozeß läßt sich ebenfalls nach diesen Rezession-Aufschwungs Zyklen gliedern (Schmidt-Hebbel 1998). Die erste Reformperiode (1974/75-1981) verband makroökonomische Stabilisierungsbemühungen mit weitreichenden und im allgemeinen erfolgreichen Strukturreformen, die ungewöhnlich radikal für die siebziger Jahre waren. Jedoch führten unkluge Maßnahmen (ein fester Wechselkurs mit Lohnindexierung und ineffiziente Bankenregulierung und -überwachung) zu einer klassischen „doppelten Banken- und Zahlungsbilanzkrise“ (Kaminsky und Reinhart 1997) – ausgelöst durch externe Schocks in den Jahren 1981/82.

Nach der drückenden Rezession der Jahre 1982-1984, schweren makroökonomischen Ungleichgewichten und einer teilweisen Rücknahme von Reformen (Übernahme bankrotter Finanzinstitute durch die Regierung und befristete Zollerhöhungen) setzte das Militärregime zu einer zweiten Reformphase (1982-1989) an. Die makroökonomischen und strukturellen Fehler, die zur Krise führten, wurden korrigiert und die Reformen in

¹⁸ Das Budgetdefizit stieg von 1995 von 4,7 Prozent des Bruttoinlandsproduktes auf 8 Prozent im Jahr 1998 an. Die Gesamtverschuldung stieg im selben Zeitraum von 31,6 Prozent auf 42,5 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (Quelle: Banco Central do Brasil).

anderen Bereichen vertieft. Fortgeführte makroökonomische Stabilisierungsbemühungen, aber weniger intensive Strukturreformen, charakterisieren die dritte Reformperiode des demokratischen Regimes (1990-1997).¹⁹

In bezug auf die Entwicklung des chilenischen Finanzmarktes war die Umstellung der Altersvorsorge von einem Umlageverfahren zu einem Kapitaldeckungsverfahren im Jahr 1981 von entscheidender Bedeutung. Im Augenblick sind die durch die Reform geschaffenen Pensionsfonds die größten institutionellen Investoren im chilenischen Kapitalmarkt mit finanziellen Aktiva, die im Juni des Jahres 1999 bereits 46,8 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (verglichen mit 0,9 Prozent im Jahr 1981 und 26,5 Prozent im Jahr 1990) ausmachten. Weitere wichtige Weichenstellungen im Finanzsystem waren die Verabschiedung eines neuen Zentralbankgesetzes, welches die Unabhängigkeit der Zentralbank festschrieb, sowie ein neues Bankengesetz im Jahre 1986, welches die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen zur Bankenkontrolle verbesserte. Der Erfolg der Reformen der achtziger Jahre erwies sich auch darin, daß der chilenische Bankensektor die Finanz- und Währungskrise, die 1994 in Mexiko ausbrach, praktisch ohne Schaden überstand. Sowohl Kreditvergaben als auch Einlagen stiegen 1995 an und setzten ihr Wachstum auch danach fort.

Andere lateinamerikanische Länder folgten dem Beispiel Chiles. Bolivien machte im Jahre 1985 mit der Abschaffung von Zinsobergrenzen den ersten Schritt zur Reformierung seines bis dahin maroden Finanzsystems. Die Regierungen Kolumbiens und Nicaraguas präsentierten im Jahre 1991 ihre Programme zur Reform ihres Finanzsektors. Ecuador leitete im Mai 1992 mit der Verabschiedung eines neuen Zentralbankgesetzes die Umstrukturierung seines Finanzsystems ein. In Mexiko wurden neben anderen Liberalisierungsmaßnahmen im Finanzsektor die Markteintrittsschranken für ausländische Finanzinstitute im Jahr 1991 aufgehoben.

Charakteristisch für den lateinamerikanischen Reformprozeß ist, daß die Neuordnung der Finanzsysteme Teil umfassender wirtschaftlicher Reformprogramme ist, deren Bestandteile meist die Privatisierung öffentlicher Unternehmen, Steuerreformen, Außenhandelsliberalisierung, die Neuordnung der Sozialsysteme und die Flexibilisierung der Arbeitsmärkte sind – so auch in Argentinien, Brasilien und Chile. Am meisten Fortschritte machte die Region Lateinamerika dabei auf dem Gebiet der Außenhandelsliberalisierung, während strukturelle Probleme vor allem noch auf dem Arbeitsmarkt vorhanden sind (Loayza und Palacios 1997).

¹⁹ Für eine Analyse der einzelnen Reformen vgl. Labán und Larraín (1995) und Schmidt-Hebbel (1998).

3.1.3 Aktuelle makroökonomische Situation in Lateinamerika

Betrachtet man die Region Lateinamerika als Ganzes, so ist als unmittelbare Konsequenz der durchgeführten Reformmaßnahmen eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in den neunziger Jahren zu konstatieren. Die durchschnittliche Wachstumsrate des Bruttoinlandsproduktes der lateinamerikanischen Volkswirtschaften verdreifachte sich fast von 1,2 Prozent in den achtziger Jahren auf durchschnittlich 3,4 Prozent in den Jahren 1991-98 (vgl. Tabelle 3.1.3). Wachstumseinbrüche gab es im Jahr 1995 infolge der Tequila-Krise und im Jahr 1998 infolge der Asien-Krise. Insgesamt kann aber das Wirtschaftswachstum als zufriedenstellend betrachtet werden, insbesondere im Vergleich zur Dekade der achtziger Jahre (*década perdida*), in denen einige Länder wie z.B. Argentinien und Peru durch eine dauerhafte Stagnation gekennzeichnet waren.

Tabelle 3.1.3 Reales jährliches Wachstum des BIP, Lateinamerika 1976-98

Angaben in Prozent

LAND	"década perdida"			Wachstumsjahre der Neunziger							
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Argentinien	2,2	-2,5	0,0	9,5	8,4	5,3	6,7	-4,6	4,4	8,0	4,9
Bolivien	3,2	-2,3	2,1	5,3	1,6	4,2	4,8	3,7	4,5	4,1	4,2
Brasilien	6,8	1,3	1,9	0,3	-0,8	4,2	6,0	4,2	2,9	3,8	0,2
Chile	7,5	0,2	6,2	7,1	10,4	5,8	4,1	8,1	6,9	7,0	3,1
Kolumbien	5,4	2,6	4,6	2,1	7,3	6,0	4,4	2,3	2,1	1,5	0,7
Mexiko	6,6	2,3	1,5	4,3	3,7	1,9	4,6	-6,6	5,2	6,8	4,9
Peru	1,9	0,0	-1,5	2,8	-0,9	5,8	13,9	7,7	2,3	8,6	0,1
Uruguay	5,3	-3,2	3,3	3,2	7,8	3,3	6,9	-2,8	5,0	5,0	4,6
Venezuela	3,6	-1,9	4,2	9,7	6,1	0,7	-2,5	2,3	-0,4	6,6	-0,2
LA gesamt	5,5	0,6	1,8	3,4	2,7	3,8	5,3	0,3	3,6	5,4	2,3

Quelle: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, mehrere Ausgaben

Makroökonomische Stabilisierungsbemühungen waren in Lateinamerika – wenn man die Region als Ganzes betrachtet – relativ erfolgreich wie aus Tabelle 3.1.4 ersichtlich ist. Der durchschnittliche jährliche Anstieg des Verbraucherpreisindex in Lateinamerika sank von 199,6 Prozent im Jahr 1990 auf 10,3 Prozent im Jahr 1998. Ein stabiles makroökonomisches Umfeld ist für eine effiziente Finanzintermediation Grundvoraussetzung. Die Inflationsraten befinden sich zwar auf historischen Tiefständen, von einigermaßen dauerhafter Preisniveaustabilität kann jedoch allenfalls im Falle Argentiniens gesprochen werden. In allen anderen Ländern müssen die Stabilisierungsbemühun-

gen weiter forciert werden. Selbst im Falle Argentiniens ist das Ziel der Preisniveaustabilität noch nicht Bestandteil eines gesellschaftlichen Grundkonsens, sondern politisch einzig an das im Jahr 1991 etablierte Currency Board System gebunden, dessen Aufrechterhaltung immer wieder Gegenstand heftiger politischer Diskussionen – insbesondere vor Wahlen – und der Einflußnahme von Interessengruppen ausgesetzt ist.

Tabelle 3.1.4 Durchschnittliche jährliche Inflationsrate, Lateinamerika 1991-1998

Angaben sind jährliche Veränderungen des Verbraucherpreisindex in Prozent

LAND	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Argentinien	84,0	17,6	7,4	3,9	1,6	0,1	0,3	0,7
Bolivien	14,5	10,5	9,3	8,5	12,6	7,9	6,7	4,4
Brasilien	475,8	1149,1	2489,1	929,3	22,0	9,1	4,3	2,5
Chile	18,7	12,7	12,2	8,9	8,2	6,6	6,0	4,7
Kolumbien	26,8	25,1	22,6	22,6	19,7	21,6	17,7	16,7
Mexiko	18,9	11,9	8,0	7,1	52,1	27,7	15,7	18,6
Peru	139,2	56,7	39,5	15,4	10,2	11,8	6,5	6,0
Uruguay	81,3	59,0	52,9	44,1	35,4	24,3	15,2	8,7
Venezuela	31,0	31,9	45,9	70,8	56,6	103,2	37,6	29,9
LA gesamt	199,6	414,2	877,3	333,1	25,8	18,2	10,4	10,3

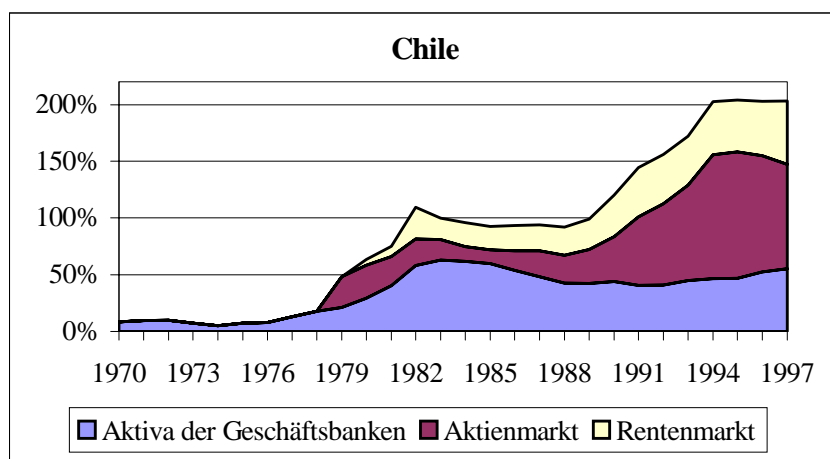
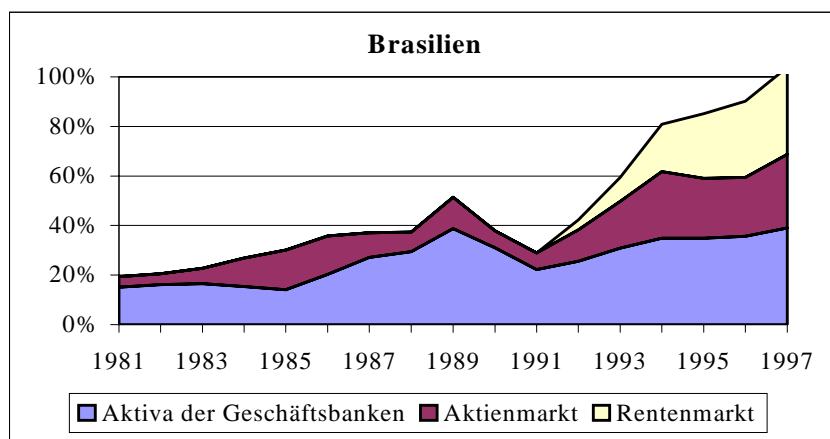
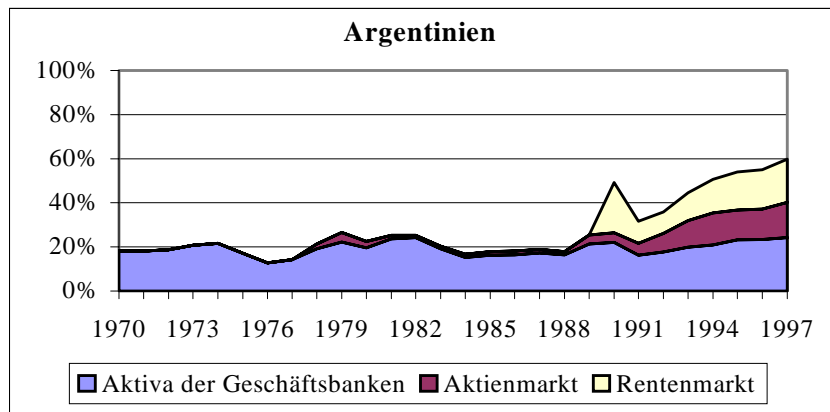
Quelle: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, mehrere Ausgaben

3.1.4 Performance der Finanzsysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles im Zeitablauf

Es besteht kein Zweifel darüber, daß die Wirtschaftsreformen, die makroökonomischen Stabilisierungsbemühungen sowie die Reformen im Finanzsektor teilweise beeindruckende Veränderungen in den Finanzsystemen Lateinamerikas nach sich zogen. Externe Gründe wie der Rückgang der Zinsen in den USA und in anderen Industrieländern, die die Kapitalströme verstärkt nach Lateinamerika lenkten, trugen sicherlich auch in einem gewissen Maße zu dem Börsenboom, der in den neunziger Jahren in Lateinamerika stattfand, bei. Betrachtet man in Abbildung 3.1.2 wesentliche Indikatoren zur Beurteilung der Größe eines Finanzsystems wie die Entwicklung der Aktiva von Geschäftsbanken, die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften sowie die Kapitalisierung des Rentenmarktes, so erkennt man am Beispiel Argentinien, Brasilien und Chile deutlich die Auswirkungen der Reformanstrengungen.

Abbildung 3.1.2 Entwicklung der Größe des argentinischen, brasilianischen und chilenischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben jeweils in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Anmerkungen: Aktienmarkt und Rentenmarkt bezeichnen die Marktkapitalisierung der jeweiligen Märkte, für Aktiva der Geschäftsbanken vgl. Fußnote 20 auf S.130. Daten für Brasilien erst ab 1981 verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der SVS, Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999), Eyzaguirre und Lefort (1999)

In Argentinien stiegen die Aktiva der Geschäftsbanken von 16,2 v.H. des Bruttoinlandsproduktes im Jahr 1991, zu Beginn des Plan de Convertibilidad, auf 24,2 v.H. des Bruttoinlandsproduktes im Jahr 1997. Die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften verdreifachte sich und die Kapitalisierung des Rentenmarktes verdoppelte sich in demselben Zeitraum. Eine noch stürmischere Entwicklung durchlief Brasilien in den neunziger Jahren. Neben einem Anstieg der Aktiva der Geschäftsbanken verfünffachte sich fast die Börsenkapitalisierung inländischer Unternehmen. Der Rentenmarkt explodierte geradezu: Im Jahr 1992 betrug die Kapitalisierung noch 4 v.H. des Bruttoinlandsproduktes, 1997 fast neunmal mehr, genau 35,2 Prozent des Bruttoinlandsproduktes. Noch beeindruckender hingegen ist die Entwicklung des chilenischen Finanzsystems. Addiert man die Kapitalisierung des Aktien- und Rentenmarktes sowie die Aktiva der Geschäftsbanken jeweils in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, so wird die Größe des chilenischen Finanzsystems deutlicher: Das chilenische Finanzsystem ist nach diesem Indikator (203 v.H. des BIP) Ende des Jahres 1997 in etwa doppelt so groß wie das brasilianische (103,9 v.H. des BIP) und mehr als dreimal so groß wie das argentinische Finanzsystem (59,8 v.H. des BIP).²⁰

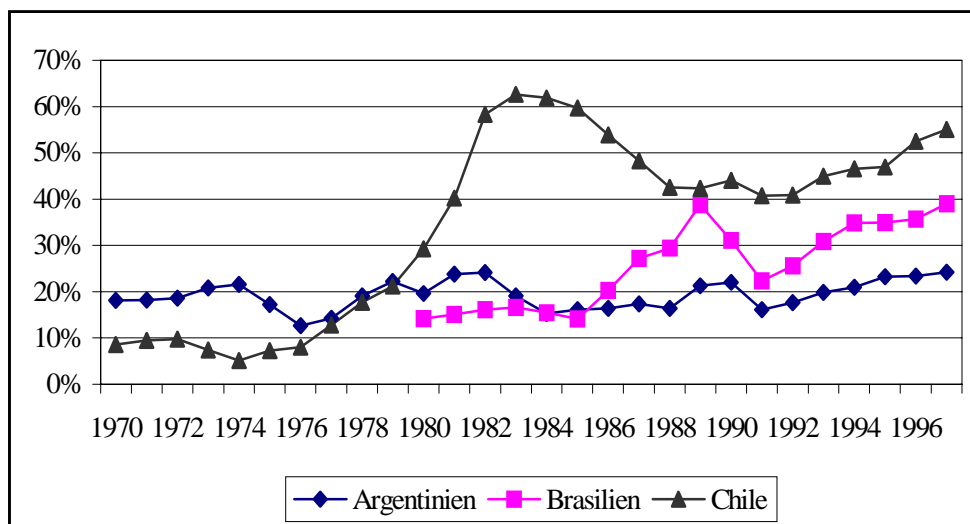
Interessant ist auch die aus Abbildung 3.1.2 erkennbare unterschiedliche Entwicklung der Finanzsysteme in den siebziger und achtziger Jahren. In Chile kam es aufgrund der radikalen marktwirtschaftlichen Ausrichtung der Volkswirtschaft in den Jahren 1974-1981 zu einem enormen Kreditboom. Die Bankenkrise in den Jahren 1982-84 kehrte diesen Trend wieder um. Eine ähnliche Entwicklung fand in Argentinien statt, jedoch bei weitem nicht so ausgeprägt. Im Gegensatz zu Chile kam es in Argentinien in den Jahren 1989/1990 zu einem Einbruch der Finanzvermittlung aufgrund der Inflationsraten um 2500 Prozent. Der Plan BONEX, der einen Zwangsumtausch von einem Großteil der Bankeinlagen in Staatsanleihen vorschrieb, ist für den in Abbildung 3.1.2 vorübergehend höheren Anstieg der Kapitalisierung des Rentenmarktes im Jahr 1990 verantwortlich. In Brasilien ergibt sich ein anderes Bild. Die Dekade der achtziger Jahre ist geprägt durch ein „Wachstum mit Inflation“. Erst die hyperinflationären Entwicklungen in den Jahren 1991-93 führten zu einem relativ starken Rückgang der Finanzintermediation.

²⁰ Die Aktiva der Geschäftsbanken beziehen sich nur auf Forderungen an den nichtfinanziellen Sektor, einschließlich Forderungen an den Staat, öffentliche Unternehmen und an den Privatsektor, so daß die Verzerrung durch Doppelzählung in diesem Zusammenhang gering ist.

Bankwesen. Um einen Eindruck von der Größe der Bankensektoren Lateinamerikas zu bekommen, kann hierfür als Indikator die Quote der Geschäftsbankenaktiva in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verwendet werden. Abbildung 3.1.3 zeigt explizit die Entwicklung der Geschäftsbankenaktiva in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in Argentinien, Brasilien und Chile. Ende 1997 beliefen sich die Aktiva der Geschäftsbanken in Argentinien auf 24,2 v.H. des BIP, in Brasilien auf 39,0 v.H. des BIP und in Chile auf 55,1 v.H. des BIP. Auffallend ist dabei, daß die Größe des argentinischen Bankensektors sogar geringer ist als der lateinamerikanische Durchschnitt (27,9 v.H.) und einzig das chilenische Bankensystem über dem Wert des Weltdurchschnitts von 52,6 v.H. liegt.²¹

Abbildung 3.1.3 Größe der Bankensysteme im Zeitablauf, 1970-97

Aktiva der Geschäftsbanken in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Anmerkung: Daten für Brasilien erst ab 1980 verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

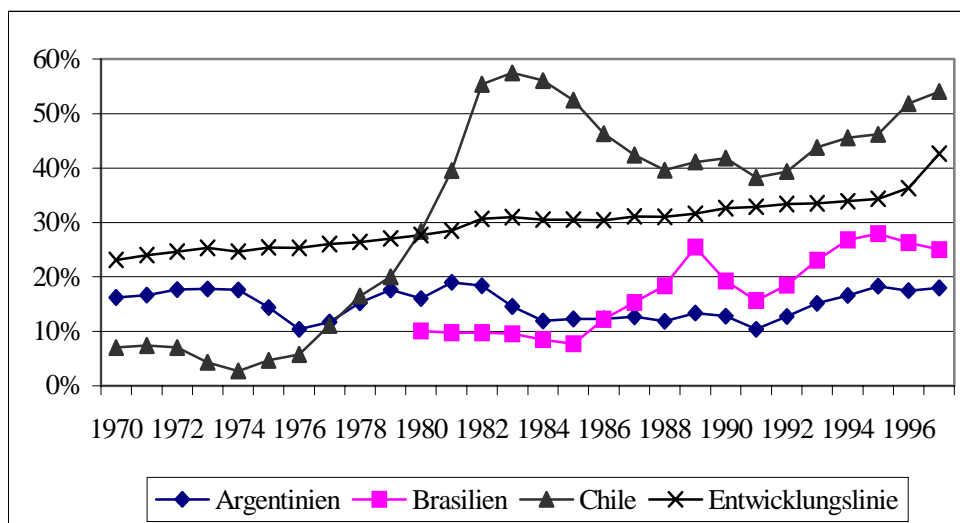
Eine wichtige Funktion des Bankensystems besteht in der Vermittlung von Ersparnissen an Investoren. Wie gut Geschäftsbanken dieser Aufgabe gerecht werden, kann durch die Analyse der Kreditvergabe an den Privatsektor durch Geschäftsbanken in Relation zum Bruttoinlandsprodukt näherungsweise gemessen werden. Wie Abbildung 3.1.4 verdeutlicht, ist die Entwicklung der Geschäftsbankaktivitäten in allen der drei ausge-

²¹ Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999).

wählten lateinamerikanischen Ländern ähnlich der in Abbildung 3.1.3 betrachteten Entwicklung der Größe der Bankensektoren.

Abbildung 3.1.4 Aktivität des Bankensektors im Zeitablauf, 1970-97

Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Anmerkung: Daten für Brasilien erst ab 1980 verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

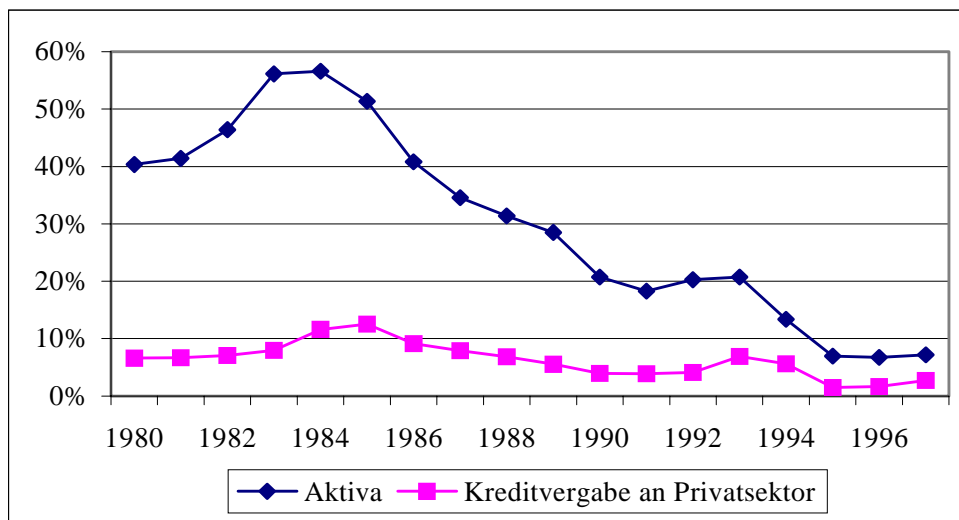
Abbildung 3.1.4 dient jedoch vor allem dazu, die Aktivität der Bankensysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles mit der des Weltdurchschnitts zu vergleichen. Die von Demirgüç-Kunt und Levine (1999) vorgeschlagenen „Entwicklungslinie“ spiegelt den Weltdurchschnitt der Geschäftsbankenaktivität wider. Demirgüç-Kunt und Levine (1999) stufen den Bankensektor eines Landes als „entwickelt“ ein, sofern die Aktivität der Geschäftsbanken über der „Entwicklungslinie“ liegt. Im Fall Chiles kann der Bankensektor bis zu Beginn der achtziger Jahre als „unterentwickelt“ eingestuft werden. Die Entwicklungslinie wird zu Beginn der achtziger Jahre durchbrochen und die Entwicklung von Chiles Bankensektor liegt im Folgezeitraum über dem Weltdurchschnitt. Die Aktivität der brasilianischen und vor allem der argentinischen Geschäftsbanken liegt hingegen zu jedem Zeitpunkt und zum Teil erheblich unter dem Weltdurchschnitt, wengleich seit den neunziger Jahren eine leichte Annäherung an den Weltdurchschnitt stattgefunden haben dürfte.

Die Privatisierungs- und Reformanstrengungen der letzten Jahre führten zu einer gewissen Reduzierung des Staatseinflusses bei der Allokation finanzieller Ressourcen.

Ein Anzeichen hierfür ist die geringere Bedeutung der Kreditvergabeaktivitäten von Entwicklungsbanken. Entwicklungsbanken sind typischerweise staatliche Institutionen, deren Aufgabe darin besteht, Kredite zu Sonderkonditionen an bestimmte Sektoren der Volkswirtschaft zu allozieren. Abbildung 3.1.5 zeigt diese Entwicklung in Brasilien. Die Aktiva der Entwicklungsbanken, die Mitte der achtziger Jahre bis zu 56 Prozent des Bruttoinlandsproduktes betragen, reduzierten sich auf ca. 7 Prozent des BIP im Jahre 1995 und verharren seitdem auf diesem Niveau. Die Kreditvergabe an den Privatsektor wurde ebenfalls eingeschränkt. Im Jahre 1997 wurden in Brasilien 2,7 Prozent der gesamten Kredite an den Privatsektor durch Entwicklungsbanken vergeben.

Abbildung 3.1.5 Aktivität der Entwicklungsbanken in Brasilien, 1980-97

Angaben jeweils in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

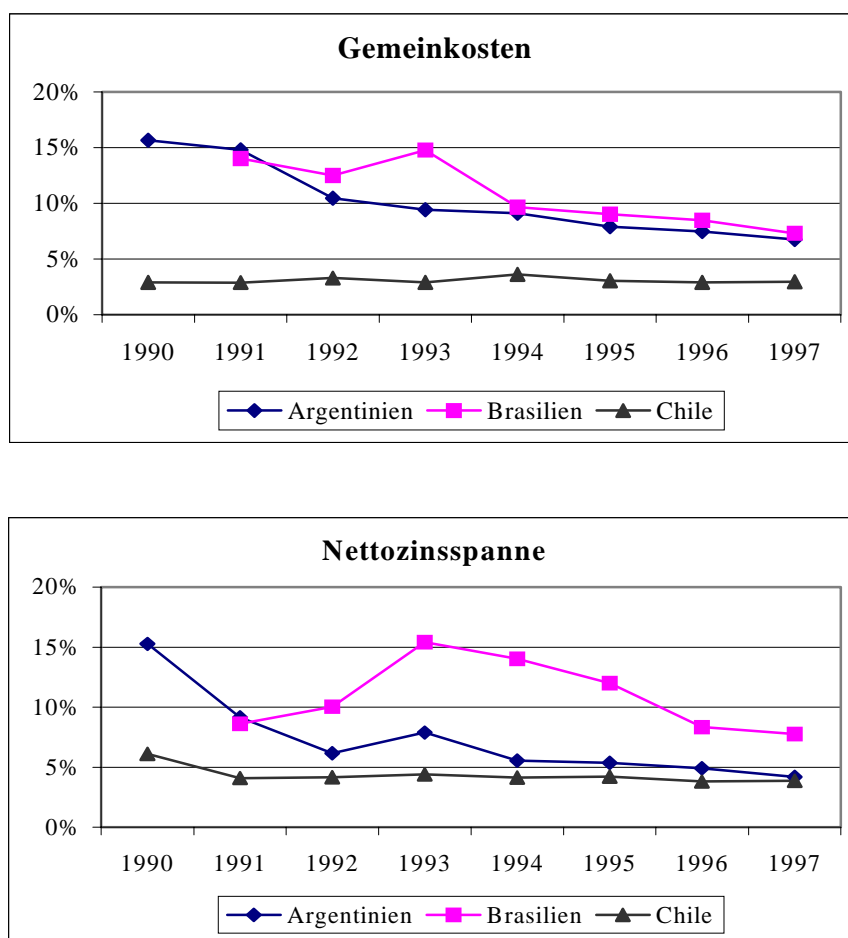
Abbildung 3.1.6 zeigt zwei Indikatoren zur Effizienz der Bankensysteme der Auswahlländer Lateinamerikas, nämlich die Gemeinkosten²² und die Nettozinsspanne (Differenz zwischen Zinseinnahmen und Zinsausgaben) im Verhältnis zu den Aktiva. Aufgrund fehlender vergleichbarer Daten läßt sich nur die Periode von 1990 bis 1997 dokumentieren. Festzuhalten bleibt jedoch im Falle Argentiniens und Brasiliens ein Sinken sowohl der Gemeinkosten als auch der Nettozinsspanne. Dies korrespondiert zeitlich mit einschlägigen Reformmaßnahmen in den Finanzsystemen Argentiniens und Brasili-

²² Gemeinkosten bezeichnen Kosten, die sich keiner bestimmten Bezugsgröße zurechnen lassen. Insbesondere bei Banken ist der Anteil der Gemeinkosten an den Gesamtkosten sehr hoch, so daß Kostenschlüsselungen stets fragwürdig bleiben.

ens. Jedoch liegen die Indikatoren zur Messung der Bankeffizienz der beiden Länder immer noch zum Teil wesentlich über denen Chiles.

Abbildung 3.1.6 Effizienz der Geschäftsbanken, 1990-97

Angaben jeweils in Prozent der Geschäftsbankenaktiva



Anmerkung: Vergleichbare Daten für Brasilien erst ab dem Jahr 1991 verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

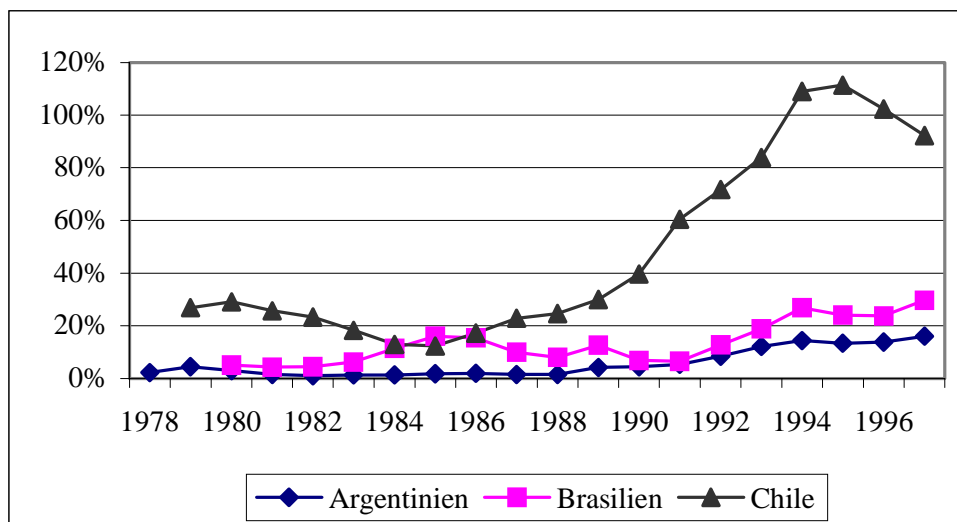
Gemeinkosten und Nettozinsspanne im Falle Chiles sind im Verlauf der neunziger Jahre relativ konstant. Dies sollte jedoch nicht als Indiz dafür genommen werden, daß sich die Produktivität des Sektors im betrachteten Zeitraum nicht verbessert hat. Nach Basch und Fuentes (1998) ist die Konstanz der Bankeffizienzindikatoren auf den verstärkten Wettbewerb im chilenischen Finanzsystem zurückzuführen, der die Geschäftsbanken dazu zwang, alternative Märkte wie beispielsweise das Privatkundengeschäft, die mit wesentlich höheren Kosten verbunden sind, verstärkt zu erschließen.

Aktienmärkte. Abbildung 3.1.7 zeigt einen Überblick über die Größe der Aktienmärkte, gemessen anhand der Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, in den drei untersuchten Ländern Lateinamerikas. Auffallend ist die relative Größe des chilenischen Aktienmarktes, der den argentinischen im Jahr 1997 um das Fünffache und den brasilianischen um das Dreifache übersteigt.

Der Weltdurchschnitt, der in den siebziger Jahren 18,5 v.H., in den achtziger 28,4 v.H. und in den neunziger Jahren 38,2 v.H. betrug, wird lediglich von Chile seit Beginn der neunziger Jahre übertroffen. Zu beachten ist aber, daß die Zahl der börsennotierten Unternehmen in Brasilien und Argentinien im Zeitraum von 1988-1997 abnahm²³, was darauf schließen läßt, daß die in den Ländern verzeichnete hohe Marktkapitalisierung nur auf der verbesserten Performance einer geringen Zahl von Aktiengesellschaften beruht. Nur in Chile nahm die Zahl der an der Börse von Santiago de Chile (BC) notierten Aktiengesellschaften im Zeitraum von 1988-1997 von 205 auf 295 Unternehmen zu.

Abbildung 3.1.7 Größe der Aktienmärkte im Zeitablauf, 1978-97

Börsenkapitalisierung inländischer Publikumsgesellschaften in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



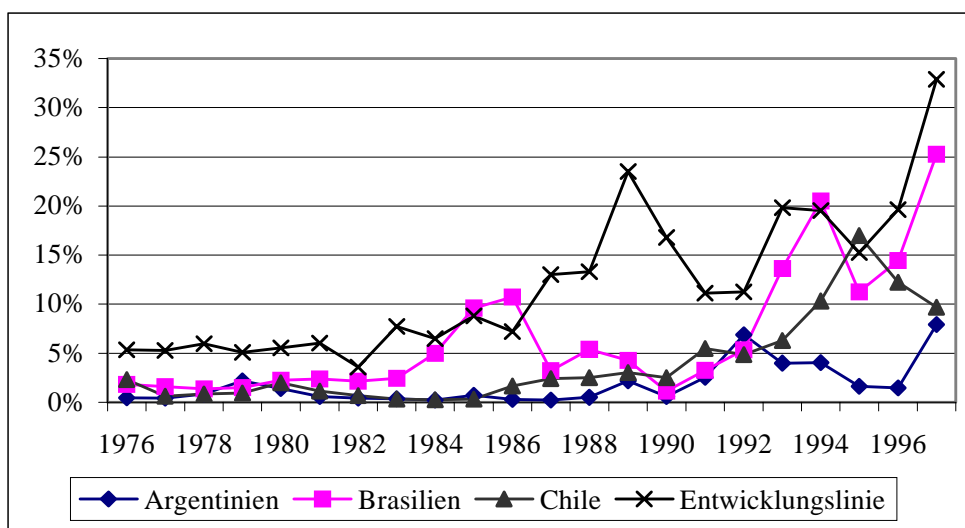
Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der International Finance Corporation (IFC)

²³ In Argentinien wurden im Jahr 1988 186 Unternehmen an der Börse von Buenos Aires (BCBA) notiert, 1997 nur noch 136 Unternehmen. In Brasilien fiel an der Börse von São Paulo (BOVESPA) die Zahl der Publikumsgesellschaften im selben Zeitraum von 589 auf 536 börsennotierte Firmen. Vgl. IFC (1999).

Die Aktivität der Aktienmärkte, gemessen anhand des Umsatzvolumens in Prozent des Bruttoinlandsproduktes, läßt analog zu den Überlegungen von Demirgüç-Kunt und Levine (1999) Rückschlüsse auf den Entwicklungsstand der Aktienbörsen zu. Abbildung 3.1.8 zeigt diesen Indikator für Argentinien, Brasilien und Chile sowie die „Entwicklungslinie“, die den Weltdurchschnitt markiert. Erkennbar ist in allen drei Ländern ein Wachstumstrend in den neunziger Jahren, der jedoch nicht einheitlich ist. In Bezug auf die „Entwicklungslinie“, die in „entwickelte“ und „unterentwickelte“ Aktienmärkte trennt, gelten alle drei betrachteten Länder als „unterentwickelt“.

Abbildung 3.1.8 Aktivität der Aktienmärkte im Zeitablauf, 1976-97

Umsatzvolumen der Aktienmärkte in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der International Finance Corporation (IFC) und Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

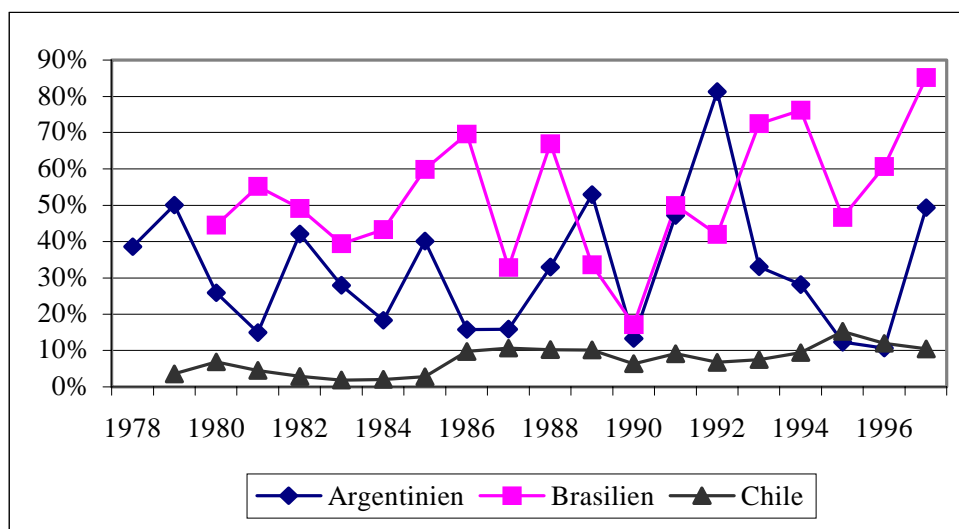
Bei der Analyse des Umsatzvolumens sollte außerdem beachtet werden, daß die Marktkonzentration der Aktienmärkte in Lateinamerika sehr hoch ist. Im Jahr 1995 entfielen in Argentinien, Brasilien und Chile über die Hälfte des Umsatzvolumens²⁴ auf die zehn größten Aktiengesellschaften. Die übrigen an den Aktienbörsen gehandelten Werte sind daher relativ illiquide bzw. werden teilweise nur wenig oder gar nicht gehandelt.

²⁴ 56 Prozent in Argentinien, 53 Prozent in Brasilien und 50 Prozent in Chile. Vgl. IFC (1999).

Die Umschlagkennziffer ist ein Indikator für die Transaktionskosten am Markt und spiegelt zu einem gewissen Grad die Liquidität und die Effizienz der Aktienmärkte wider. Abbildung 3.1.9 zeigt die Entwicklung der Umschlagkennziffer für die Auswahl-länder. Brasilien fällt durch hohe Umschlagkennziffern auf, die sogar über dem Welt-durchschnitt der neunziger Jahre (40 Prozent) liegen.

Abbildung 3.1.9 Effizienz der Aktienmärkte, 1978-97

Die Angaben bezeichnen das Aktienumsatzvolumen in Relation zur Marktkapitalisierung (Um-schlagkennziffer)



Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der International Finance Corporation (IFC)

Die Entwicklung der Umschlagkennziffer ist sprunghaft – mit Ausnahme derjenigen Chiles, die auf gleichbleibend niedrigem Niveau verharrt. Der Grund für das geringe Umsatzvolumen in Chile ist zum einen ein hoher Anteil der Aktien in den Portefeuilles institutioneller Investoren, die ihre Positionen in der Regel über einen langen Zeithorizont halten. Zum anderen ist die Konzentration von Eigentümern in der chilenischen Unternehmenslandschaft sehr hoch. Dies dürfte wohl die bedeutendste Ursache für die geringen Umschlagkennziffern Chiles sein.

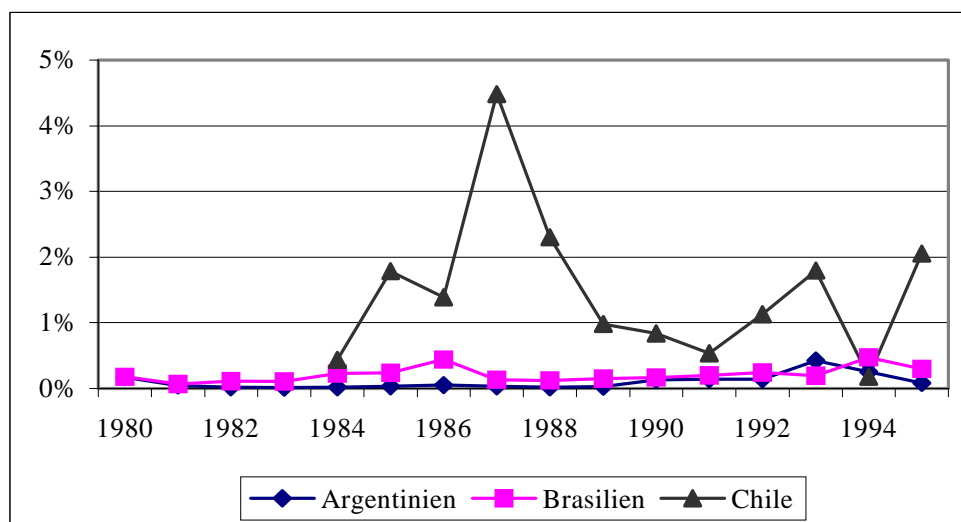
In Brasilien ist jedoch eindeutig eine Zunahme der Umschlagkennziffer seit Beginn der neunziger Jahre zu beobachten. Die Zunahme des Handelsvolumens fällt zeitlich mit der außenwirtschaftlichen Öffnung, dem Beginn der Privatisierungen und der Regulierung „Anexo IV“ der Zentralbank vom Mai 1991, die institutionellen Anlegern den Zugang zum brasilianischen Kapitalmarkt erleichtert, zusammen. Bis zum Jahr 1991

spielten ausländische Anleger aufgrund komplizierter Vorschriften im brasilianischen Kapitalmarktgeschehen kaum eine Rolle. Mit der Verabschiedung des „Anexo IV“ erhöhte sich jedoch die Beteiligung ausländischer Investoren am Börsenhandelsvolumen von 16 Prozent im Jahr 1993 auf 29,3 Prozent im Jahr 1996 bzw. 25,9 Prozent im Jahr 1997.²⁵

Die relativ hohe Marktkapitalisierung der lateinamerikanischen Länder, die in Brasilien im Jahr 1997 mit 32,5 v.H. des nominalen Bruttoinlandsproduktes sogar höher ist als die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor, darf nicht darüber hinweg täuschen, daß die Aktienmärkte einen vergleichsweise geringen Beitrag zur Finanzierung der Unternehmen beitragen. Der Grund für die hohe Börsenkapitalisierung ist nicht etwa eine Zunahme der Emissionstätigkeit der Unternehmen, sondern hauptsächlich die Tatsache, daß die Kursgewinne der an den Sekundärmärkten notierten Aktienwerte sehr hoch waren. Abbildung 3.1.10 verdeutlicht dies. Die Emissionstätigkeit nahm lediglich in Chile in den neunziger Jahren wesentlich zu.

Abbildung 3.1.10 Entwicklung der Aktienemissionen, 1980-95

Angaben bezeichnen den Wert der neuen Aktienemissionen in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Aylward und Glen (1998)

²⁵ Datenquelle: BOVESPA.

Betrachtet man das Verhältnis der Aktienemissionen zum Wachstum der inländischen Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor, so wird deutlich, daß die Eigenfinanzierung über Aktien in lateinamerikanischen Firmen mit Ausnahme Chiles eine untergeordnete Rolle spielt. In Chile betrug das Verhältnis der Aktienemissionen zum Wachstum der inländischen Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor im Jahr 1997 29,9 v.H.; in Brasilien lag dieser Wert im selben Jahr bei nur 19 v.H. – inklusive der Aktienplazierungen aus Privatisierungsmaßnahmen. Privatisierungen sind jedoch einmalige Ereignisse, die in diesem Fall die Angaben über die Umsätze brasilianischer Emissionsmärkte nach oben verzerren. Im Jahr 1993 lag beispielsweise die Relation der Aktienemissionen zum Wachstum der Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor noch bei kaum wahrnehmbaren 0,8 Prozent.

Verstärkt wird der Eindruck der geringen Bedeutung der Aktienfinanzierung für Unternehmen durch die Analyse der Zahl der Aktienemissionen im Verhältnis zu den börsennotierten Kapitalgesellschaften. Das geringe Niveau der Aktivität des Primärmarktes in Brasilien zeigt Tabelle 3.1.5. Die Zahl der Transaktionen ist im Primärmarkt äußerst gering. Dies wird deutlicher, wenn man diese Werte mit denjenigen der US-amerikanischen Börsen vergleicht. Dort ist die Zahl der Aktienemissionen je gelisteter Publikumsgesellschaft sehr hoch: Im einzelnen betrug das Verhältnis der Zahl der Aktienemissionen zu den börsennotierten Kapitalgesellschaften im Jahr 1997 an der NASDAQ 114 Prozent, an der NYSE 120 Prozent und an der AMEX 116 Prozent.²⁶

Tabelle 3.1.5 Zahl der Aktienemissionen, Brasilien 1995-97

JAHR	EMISSIONEN	PUBLIKUMSGESELLSCHAFTEN ^{/1/}	EMISSIONEN / GESELLSCHAFTEN
1995	31	874	3,6 v.H.
1996	24	925	2,6 v.H.
1997	21	946	2,2 v.H.

Anmerkung:

/1/ Zahl der an der BOVESPA und BVRJ notierten Aktiengesellschaften.

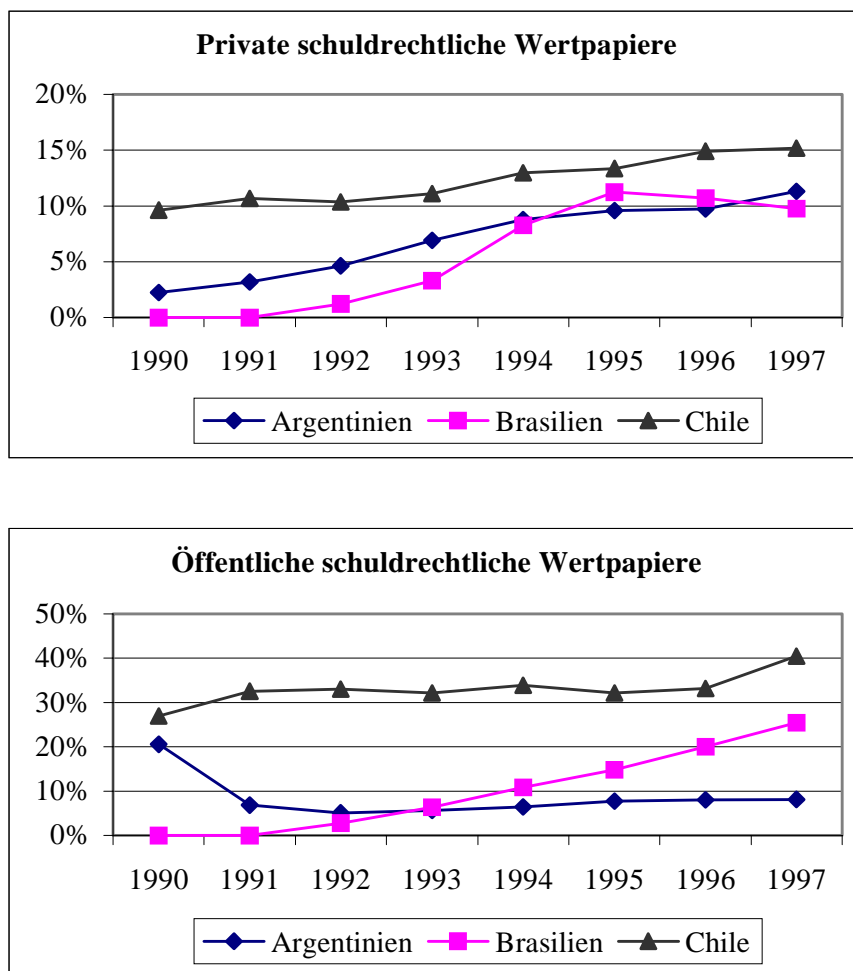
Quelle: CVM

²⁶ Datenquelle: Securities and Exchange Commission (SEC).

Rentenmärkte. Abbildung 3.1.11 zeigt die Entwicklung der Größe der Rentenmärkte in den drei Auswahlländern. In allen Ländern übersteigt die Kapitalisierung öffentlicher Anleihenmärkte die Kapitalisierung der privaten Märkte. Chile fällt wiederum durch die relative Größe seiner Rentenmärkte im Vergleich mit Argentinien und Brasilien auf. In allen drei Ländern ist ein Aufwärtstrend in den neunziger Jahren zu beobachten. Die hohe Marktkapitalisierung für öffentliche Anleihen in Argentinien im Jahr 1990 ist auf den Plan BONEX, der einen Zwangsumtausch von Bankeinlagen in Staatsanleihen vorschrieb, zurückzuführen.

Abbildung 3.1.11 Größe der Rentenmärkte, 1990-97

Die Angaben bezeichnen jeweils die Marktkapitalisierung privater und öffentlicher schuldrechtlicher Wertpapiere in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



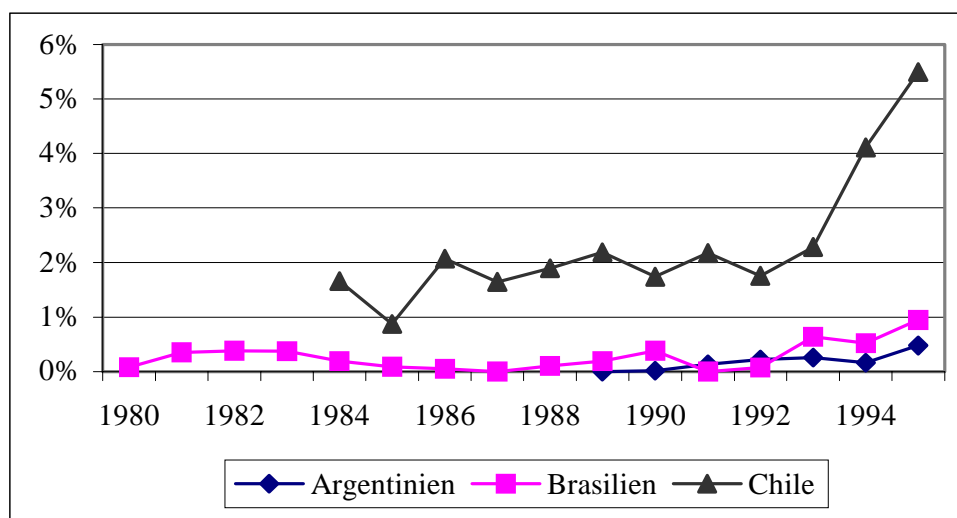
Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Insbesondere Argentinien fehlte in den achtziger Jahren aufgrund des instabilen makroökonomischen Umfeldes das Fundament für die Entwicklung eines langfristigen Rentenmarktes. Das *Obligaciones negociables* Gesetz aus dem Jahre 1988 genehmigte die Emission von Industrieobligationen, Commercial Papers und Wandelanleihen. Nachfolgende Bestimmungen wie zum Beispiel die Möglichkeit der Emission von Anleihen in fremder Währung sowie die Einführung einer Art Vorausregistrierung liberalisierten den argentinischen Rentenmarkt weiter und schufen so die Grundlagen für das Wachstum des Marktes. Brasilien unternahm in den neunziger Jahren ebenfalls Anstrengungen, um die Entwicklung des Rentenmarktes zu forcieren. Insbesondere wurde das *Sistema Nacional de Debêntures* im Jahr 1988 gegründet.

Trotz der Bemühungen Argentiniens und Brasiliens die Rahmenbedingungen für private Anleihemärkte zu verbessern, blieb die Emissionstätigkeit weit hinter derjenigen Chiles zurück wie Abbildung 3.1.12 deutlich macht. Der Emissionsbetrag langfristiger verbriefter Verbindlichkeiten des Privatsektors belief sich in Chile im Zeitraum von 1991-95 auf durchschnittlich 3,2 v.H. des Bruttoinlandsproduktes (Argentinien 0,3 v.H. des BIP; Brasilien 0,4 v.H. des BIP). In Relation zum Bruttoinlandsprodukt übertraf unter den Emerging Markets nur Malaysia mit 3,8 v.H. des BIP die chilenische Emissionstätigkeit.

Abbildung 3.1.12 Neuemissionen langfristiger verbriefter Verbindlichkeiten des Privatsektors, 1980-95

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Aylward und Glen (1998)

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß das chilenische Finanzsystem in Lateinamerika am weitesten entwickelt ist. Das Bankensystem Chiles kann nach den Kriterien von Demirgüç-Kunt und Levine (1999) sogar als „entwickelt“ angesehen werden. Die Finanzsysteme Argentiniens und Brasiliens, d.h. sowohl das Bankwesen als auch die Kapitalmärkte, müssen nach denselben Kriterien als „unterentwickelt“ eingestuft werden. Ebenso gilt der chilenische Aktienmarkt aufgrund des geringen Handelsvolumens als „unterentwickelt“.

Performance der lateinamerikanischen Finanzsysteme im internationalen Vergleich. Um die erreichten Reformfortschritte und den Entwicklungsstand der Finanzsysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles einschätzen zu können, ist es nützlich, den Entwicklungsstand der Finanzsysteme im internationalen Kontext zu betrachten. In Tabelle 3.1.6 werden daher einige Indikatoren zur Entwicklung von Finanzsystemen der Auswahlländer Lateinamerikas denjenigen Deutschlands, einem Industrieland mit eher bankbasierter Finanzintermediation, und denjenigen der USA, einem Industrieland mit eher marktbasierter Finanzintermediation, gegenüber gestellt.

Man erkennt auf den ersten Blick, daß die lateinamerikanischen Finanzsysteme trotz der bisherigen Reformmaßnahmen in ihrer Entwicklung weit hinter denen führender Industrienationen zurückgeblieben sind. Vergleicht man als Indikator für die Größe des Aktienmarktes die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von Argentinien (18,6 v.H.) oder Brasilien (31,8 v.H.) im Jahr 1997 mit derjenigen der USA (145,3 v.H.) so wird der Unterschied deutlich. Ähnliche Entwicklungsunterschiede bestehen bei den Indikatoren für Aktivität (Umsatzvolumen) und Effizienz (Umschlagkennziffer) der Aktienmärkte. Noch eindeutiger fällt der Vergleich bei dem Markt für verbriefte Verbindlichkeiten von Unternehmen (Unternehmensanleihen, Commercial Papers) aus (vgl. Tabelle 3.1.6).

Die Marktkapitalisierung Deutschlands ist mit 35,6 v.H. des Bruttoinlandsproduktes nicht wesentlich höher als diejenige Brasiliens, jedoch immer noch doppelt so hoch wie die Marktkapitalisierung Argentiniens. Der Markt für verbriefte Unternehmensverbindlichkeiten ist übrigens in Deutschland – genau wie in den lateinamerikanischen Ökonomien – ebenfalls kaum entwickelt.²⁷ Dabei muß aber beachtet werden, daß

²⁷ Die Ursachen für die geringe Bedeutung von Anleihen und Geldmarktpapieren für die Unternehmensfinanzierung in Deutschland sind hauptsächlich im Unternehmenssektor selbst, namentlich seiner Größen- und Rechtsformstruktur, zu suchen. Für eine detaillierte Analyse vgl. Deutsche Bundesbank (2000).

die Unternehmensfinanzierung in Deutschland weniger über den Kapitalmarkt, sondern hauptsächlich durch Banken getätigt wird. Das Verhältnis der Aktiva der Geschäftsbanken zum Bruttoinlandsprodukt ist infolge dessen in Deutschland mehr als fünfmal so hoch wie in Argentinien, mehr als dreimal so hoch wie in Brasilien und mehr als doppelt so hoch wie in Chile. Ähnliche Größenunterschiede zwischen den betrachteten Ländern bestehen für die Relation der Forderungen der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor zum Bruttoinlandsprodukt (vgl. den Indikator „Kreditvergabe an NFPS“ in Tabelle 3.1.6).

Tabelle 3.1.6 Die Entwicklung der Finanzsysteme Argentiniens, Brasiliens und Chiles im internationalen Vergleich, 1997

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes soweit nicht anders angegeben, Endstände

	ARGENTINIEN	BRASILIEN	CHILE	BRD	USA
Bruttoinlandsprodukt ^{/1/}	319,3	784,0	70,5	2321,0	7783,1
<i>Finanzmarktindikatoren:</i>					
Börsenkapitalisierung	18,6	32,5	102,2	35,6	145,3
Umsatzvolumen	8,0	25,9	10,6	44,3	131,3
Umschlagkennziffer ^{/2/}	43,4	79,6	10,3	124,7	90,3
Verbriefte Unternehmensverbindlichkeiten ^{/3/}	0,9	0,6	2,3	0,3	27,4
<i>Bankensystemindikatoren:</i>					
Aktiva der Geschäftsbanken	24,2	39,0	55,0	137,9	72,7
Liquide Verbindlichkeiten	26,6	30,1	46,0	64,3	59,2
Kreditvergabe an NFPS	21,6	26,0	60,2	113,5	67,1
Anteil NFPS an inländischer Kreditvergabe ^{/4/}	71,9	65,4	94,8	80,5	83,8

Anmerkungen:

/1/ Bruttoinlandsprodukt in Milliarden US-Dollar von 1997

/2/ Die Umschlagkennziffer bezeichnet den Aktienumsatz zu laufenden Kursen ausgedrückt in Prozent der Börsenkapitalisierung

/3/ Nur im Inland begebene Unternehmensanleihen und Geldmarktpapiere des nichtfinanziellen Privatsektors (NFPS)

/4/ Ausgedrückt in Prozent der gesamten inländischen Kreditvergabe

Quelle: Eigene Berechnungen auf Grundlage von Daten der International Financial Statistics (IFS), International Finance Corporation (IFC), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Comisión Nacional de Valores (CNV), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)

Die finanzielle Tiefe bzw. das Verhältnis der liquiden Verbindlichkeiten zum Bruttoinlandsprodukt, ein Indikator für den Umfang der in einer Volkswirtschaft verfügbaren Bankdienstleistungen, ist in den betrachteten Industrienationen mehr als doppelt so

hoch wie in den lateinamerikanischen Ländern – mit Ausnahme von Chile (vgl. Tabelle 3.1.6). Der Anteil des nichtfinanziellen Privatsektors an der Kreditvergabe insgesamt ist in Chile mit 94,8 v.H. sogar höher als in Deutschland und in den Vereinigten Staaten. Der Indikator verdeutlicht die Bedeutung des Staates und staatlicher Unternehmen bei der Allokation inländischer Kredite. In Argentinien und vor allem in Brasilien werden noch immer ca. ein Drittel der gesamten inländischen Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor, der in der Regel eine wesentlich geringere Rendite auf das eingesetzte Kapital erwirtschaftet, geleitet.

3.1.5 Fazit

Um die Tiefe und die Reichweite der Umstrukturierungsprozesse, die im Moment in den lateinamerikanischen Ökonomien im allgemeinen und in den Finanzsystemen im speziellen stattfinden, zu verstehen, war ein kurzer historischer Rückblick in die interventionistische Dynamik der finanziellen Repression notwendig. Deutlich wurde dabei die zentrale Rolle des Staates bei der Allokation finanzieller Ressourcen. Dieses Entwicklungsmodell stieß jedoch spätestens zu Beginn der siebziger Jahre an seine Grenzen, was Reformen unvermeidlich machte. Die Geschwindigkeit, der Umfang und der Zeitpunkt der Reformen variierte jedoch von Land zu Land. Die wichtigsten Merkmale des lateinamerikanischen Reformprozesses im Finanzsektor lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

1. Die Hauptdeterminante der Finanzsystementwicklung in Lateinamerika war in jedem Falle der Staat. Der Rückzug des Staates aus dem Finanzsystem als zentraler Bestandteil der jüngsten Reformen im Finanzsektor steht im Gegensatz zu dem interventionistischen Konzept der finanziellen Repression und spiegelt das gewandelte Verständnis der Rolle des Staates im Finanzsystem wider.
2. Die Reformen im Finanzsektor neueren Datums sind keine isolierten Politikinitiativen, sondern sind in der Regel Teil eines makroökonomischen Stabilisierungsprogramms bzw. Bestandteil eines breit angelegten wirtschaftlichen Reformprogramms.

3. Erst die Ausbildung eines lateinamerikanischen Reformkonsenses ermöglichte den wirtschaftspolitischen Kurswechsel zu mehr Marktwirtschaft und eine Reduzierung der Rolle des Staates im Wirtschaftsgeschehen. In hohem Maße trugen die positiven Erfahrungen Chiles zur Reformdynamik auf dem lateinamerikanischen Kontinent bei.
4. Die Entwicklung der Finanzsysteme sowie Ausmaß und Qualität der Finanzintermediation in Lateinamerika sind trotz bisheriger Reformanstrengungen im Vergleich mit führenden Industrienationen noch weit zurückgeblieben. Die Rolle des Staates bei der Allokation finanzieller Ressourcen ist noch immer bedeutend. Eine Ausnahme bildet Chile, das in der lateinamerikanischen Region über den am weitesten entwickelten Finanzdienstleistungssektor verfügt.
5. Um die lateinamerikanischen Ökonomien auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu führen, ist eine Fortsetzung und weitere Vertiefung des Reformkurses notwendig. Von entscheidender Bedeutung ist dabei eine Strategie zur Modernisierung der Finanzsysteme, damit sie ihrer Hauptfunktion, der Allokation von Ressourcen über Raum und Zeit unter Unsicherheit, gerecht werden können. Hauptbestandteil der Modernisierungsstrategie ist die Schaffung einer institutionellen Plattform für die Entwicklung markt- und bankbasierter Finanzintermediation, was eine Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsektor impliziert. Diese Rolle wird im folgenden Abschnitt (3.2) definiert.

3.2 DIE NEUDEFINITION DER ROLLE DES STAATES IM FINANZSEKTOR

Die Wirtschaftsgeschichte zeigt, daß die Entwicklung von Finanzsystemstrukturen eng mit staatlicher Intervention verbunden ist. Die vom Staat gesetzten ordnungspolitischen Rahmenbedingungen determinieren die Evolution von Finanzsystemen in hohem Maße. Das Beispiel Lateinamerika verdeutlichte die verhängnisvollen Auswirkungen des interventionistischen Konzepts der finanziellen Repression auf Wirtschaftswachstum, Effizienz der Finanzintermediation und die Entwicklung von Finanzsystemen.

Staatliche Interventionen sollten daher auf die Bereitstellung der institutionellen Kernelemente von Finanzsystemen beschränkt bleiben, damit die Kräfte des Marktes für eine optimale Erfüllung der Finanzsystemfunktionen sorgen können. Dadurch wird die Evolution der effizientesten Struktur von Finanzsystemen bzw. die ideale Kombination bank- und marktbasierter Finanzintermediation zur bestmöglichen Performance von Finanzsystemfunktionen ermöglicht. Zu den Kernelementen von Finanzsystemen zählen sowohl die institutionellen Grundlagen für ein solides Bankwesen als auch die institutionellen Grundlagen für liquide Börsen und Wertpapiermärkte. Es sollte weder ein bank- noch ein marktorientiertes Finanzsystem angestrebt werden, sondern der Staat sollte die institutionellen Grundlagen für die Entwicklung beider Formen der Koordination finanzieller Ressourcen schaffen. Dann kann sich die effizienteste Finanzstruktur in einem offenen Prozeß entwickeln.

Einzelwirtschaftliche Anlage- und Finanzierungsentscheidungen auf Finanzmärkten werden wie auch Entscheidungen auf allen anderen Märkten durch Rahmenbedingungen geprägt, innerhalb derer sie getroffen werden. Zu diesen Rahmenbedingungen gehören sämtliche Regeln, Normen und Institutionen, die als Wirtschaftsordnung die wirtschaftlichen Entscheidungs- und Handlungsspielräume von Wirtschaftssubjekten abgrenzen und die entweder spontan entstanden oder als Wirtschaftsverfassung vom Staat festgesetzt wurden. Institutionen bezeichnen dabei alle formellen und informellen Regeln und Normen sowie ihre Durchsetzungsmechanismen, die das Verhalten von Wirtschaftssubjekten und Organisationen in einer Gesellschaft formen.²⁹

Für wirtschaftliche Entscheidungen in Finanzmärkten bedeutsam sind die Rahmenbedingungen, die die Bereitstellung finanzieller Dienstleistungen in einer Volkswirt-

²⁹ Verwiesen sei an dieser Stelle nur auf einige Standardwerke zur Neuen Institutionenökonomik. Vgl. North (1990), Williamson (1985) und Richter und Furubotn (1999).

schaft regeln. Zum finanziellen Ordnungsrahmen einer Volkswirtschaft gehören alle Regeln, Normen und Institutionen, die die Bereitstellung von Finanzierungs-, Geldanlage- und Zahlungsverkehrsfazilitäten in einer Volkswirtschaft beeinflussen. Beispielsweise sind dies Gesetze, die die Art und Weise der Führung von Finanzinstitutionen insbesondere derer von Banken bestimmen, sämtliche Richtlinien in Bezug auf Wertpapiermärkte, aber auch andere Vereinbarungen und institutionelle Vorkehrungen wie Rechnungslegungsgrundsätze, Publizitätsvorschriften oder Art und Umfang sowie Durchsetzung des rechtlichen Schutzes von Anlegern und Gläubigern.

Sollte es auf freien, unregulierten Finanzmärkten zu Marktversagen kommen und staatliche Regulierungen könnten diese Marktunvollkommenheiten effizienter lösen als eventuelle marktliche Korrekturmechanismen, so würde dies grundsätzlich staatliche Eingriffe rechtfertigen. Es geht bei der Konstruktion eines finanziellen Ordnungsrahmens aber auch darum, Vorschriften und Regeln zu entwerfen sowie Anreizstrukturen zu entwickeln, die die Anreize der Anbieter finanzieller Dienstleistungen am Allgemeinwohl ausrichten.

In Abschnitt (3.2.1) werden daher Argumente diskutiert, die von Ökonomen im allgemeinen zur Rechtfertigung von staatlicher Intervention auf Finanzmärkten hervorgebracht werden. Auf diesen Erkenntnissen aufbauend wird versucht, die Rolle des Staates bei der Schaffung geeigneter finanzieller Rahmenbedingungen im Falle Lateinamerikas zu definieren. Beispielhaft für Lateinamerika wird für Argentinien, Brasilien und Chile die länder- bzw. regionalspezifische Ausgestaltung des institutionellen Ordnungsrahmens für markt- und bankbasierte Finanzintermediation untersucht. Unterstützende Maßnahmen seitens des Staates zur Informationsproduktion und solide Rechtsinstitutionen (Abschnitt 3.2.2) sind grundlegend für effiziente Finanzintermediation gleich welcher Art. Weitere Reformfortschritte auf dem Weg zu einem stabilen und soliden Bankwesen sowie funktionierenden Kapitalmärkten werden in Abschnitt (3.2.3) bzw. Abschnitt (3.2.4) untersucht.

3.2.1 Mögliche Gründe für staatliche Interventionen

Die Diskussion über die Rolle des Staates in Finanzsystemen ist in jüngster Zeit durch die zahlreichen Krisen in Asien, Rußland, Brasilien, Mexiko und Argentinien – um nur einige zu nennen – neu entbrannt. Finanzkrisen sind mit enormen Kosten für die Gesellschaft verbunden. Staatliche Maßnahmen zur Rettung des Bankensystems in Folge einer Finanzkrise beliefen sich zum Beispiel auf schätzungsweise über 40 Prozent des Bruttoinlandsproduktes im Falle Argentiniens und Chiles Anfang der achtziger Jahre, zwischen 20 und 40 Prozent in Uruguay und zwischen 10 und 20 Prozent in Argentinien in den späten achtziger Jahren (Kaufman und Kroszner 1996, S.2). Ein adäquater finanzieller Ordnungsrahmen, der mit staatlicher Unterstützung festgesetzt wird, erscheint daher notwendig, damit Finanzdienstleistungen in einer zuverlässigen und stabilen Art und Weise in einer Volkswirtschaft bereitgestellt werden.

Im folgenden wird untersucht, ob es in freien, unregulierten Finanzmärkten grundsätzlich zu Marktversagen kommen kann. Marktversagen ist im Finanzmarktbereich im allgemeinen eng verbunden mit dem Auftreten von Externalitäten und dem Faktum, daß Informationen ein öffentliches Gut sind. Es werden fünf mögliche Gründe betrachtet, die staatliches Eingreifen rechtfertigen könnten (Stiglitz 1994). Eventuelle marktliche Korrekturmechanismen werden dabei ebenfalls untersucht.³⁰

Externalitäten beim Zusammenbruch von Finanzinstitutionen. Die Furcht vor einem Ansteckungseffekt beim Bankrott eines Finanzinstitutes ist der wohl am häufigsten zitierte Grund für staatliche Überwachung und Regulierung im Finanzsektor. Aufgrund mangelnder Informationen über die Solvenz von Finanzinstitutionen können Anleger aus der Schwäche einer Finanzinstitution auf eine Schieflage anderer Finanzinstitutionen schließen – gleichgültig, ob diese nun zahlungsfähig sind oder nicht. Dies löst einen Ansturm auf alle Finanzinstitutionen aus, der zum Zusammenbruch auch zahlungsfähiger Institute führen kann.

Ein Bankenrun hat aller Wahrscheinlichkeit nach eine Kontraktion des Kreditangebotes zur Folge, was die Investitionstätigkeit bremst, die Arbeitslosigkeit erhöht und das Wirtschaftswachstum verlangsamt bzw. die Volkswirtschaft in eine Rezession stürzt.

³⁰ Vgl. zum folgenden insbesondere Stiglitz (1994) aber auch Levine (1996a).

Banken beachten diese Externalität bei ihren Geschäftsaktivitäten sehr wahrscheinlich nicht in genügend hohem Maße, weshalb die gesellschaftlich optimale Eigenkapitalquote über der optimalen privaten Eigenkapitalquote liegt. Da die Stabilität des Bankensystems allen Wirtschaftssubjekten zugute kommt und nicht nur den Banken, erscheint es nicht sinnvoll, nur den Bankeigentümern die Kosten für ein stabiles Bankensystem aufzubürden. Diese mögliche Externalität rechtfertigt staatliche Eingriffe.

Externalitäten beim Überwachen von Finanzinstitutionen. Aufgrund der Prinzipal-Agenten Problematik ist ein Überwachen von Finanzinstitutionen notwendig, um ein einwandfreies Arbeiten des Managements im Sinne der Anleger zu garantieren. Aufgrund der Tatsache, daß Informationen ein öffentliches Gut sind, können beispielsweise uninformierte Anleger andere Investoren, die sich über den Zustand und die Solvenz von Finanzintermediären durch kostenaufwendige Recherche informiert haben, beobachten und diese Beobachtungen für ihre eigenen Investitionsentscheidungen verwenden. Die Kosten der Informationsgewinnung werden folglich nicht von allen Investoren gleichmäßig getragen, was dazu führt, daß Finanzintermediäre mangelhaft überwacht werden, da die Person oder das Unternehmen, das die Informationen einholt, nicht den ganzen Gewinn daraus für sich behalten kann und sehr wahrscheinlich dazu geneigt sein wird, die Aktivitäten der Informationsgewinnung einzuschränken. Die Tendenz zur unzureichenden Überwachung von Finanzinstituten wird verschärft durch die Tatsache, daß Finanzintermediäre in der Regel viele kleine Gläubiger (d.h. Kleinanleger) haben, so daß die Anreize für den einzelnen Anleger, teure Überwachungskosten auf sich zu nehmen, gering sind.

Im Falle unzureichender Überwachung wird das Management von Finanzinstituten dazu ermuntert, risikoreiche oder unsolide Geschäftsstrategien zu verfolgen oder schlichtweg Betrügereien zu tätigen. Die Anleger reagieren auf diese Unsicherheit, indem sie Finanzinstitutionen weniger Geld anvertrauen. Die Folge ist, daß weniger finanzielle Ressourcen in der Volkswirtschaft vermittelt werden und die Performance der Finanzsystemfunktionen dadurch negativ tangiert wird. In unregulierten Finanzmärkten kommt es zu einer mangelhaften Überwachung von Finanzintermediären. Die Überwachung von Finanzinstituten ist daher ein öffentliches Gut und einer der Gründe dafür, daß der Staat zumindest teilweise die Verantwortung für diese Aufgabe übernehmen sollte.

Externalitäten bei der Bewertung und Überwachung von Firmen. Eine weitere Prinzipal-Agenten Beziehung besteht zwischen Kreditinstituten und Unternehmen. Die hieraus entstehende Problematik ist ähnlich derjenigen zwischen Anlegern und Finanzintermediären aufgrund der Tatsache, daß Informationen ein öffentliches Gut sind. Da die Bewertung und Überwachung von Unternehmen und Managern mit Kosten verbunden ist, werden die Marktteilnehmer versuchen, diese zu umgehen bzw. von den Anstrengungen anderer Marktteilnehmer zu profitieren.

Die Beobachtung, daß ein Kreditinstitut nach einer intensiven Prüfung und Kontrolle einen Kredit an eine bestimmte Firma vergibt, signalisiert anderen Instituten, daß die Firma kreditwürdig ist bzw. ein Auswahlverfahren durchlaufen hat. Der Wert dieser Anhäufung von Informationen zeigt sich häufig darin, daß bei der Ankündigung eines Darlehensvertrages mit einer Bank der Aktienkurs des kreditnehmenden Unternehmens steigt. Außerdem kann davon ausgegangen werden, daß die Bank das Unternehmen überwachen wird, solange der Kredit noch nicht zurückgezahlt ist, wodurch einige der schlimmsten Möglichkeiten eines eventuellen Mißbrauchs der Gelder ausgeschaltet werden. Andere Investoren und Kreditinstitute, die keine Anstrengungen in die Prüfung und Bewertung der Firma verwandt haben, profitieren von der Aktion der kreditvergebenden Bank ohne daß diese Bank dafür voll entschädigt wird. Es kommt folglich zu einem *free-rider* Verhalten. Würde die Bank für die geleistete Informationsgewinnung die volle Entschädigung erhalten, würde sie wahrscheinlich mehr in die Bewertung und Überwachung von Firmen investieren.

Eine Unterversorgung der Volkswirtschaft mit Überwachungsdienstleistungen finanzieller Mittler hat entsprechend negative ökonomische Konsequenzen. Da Finanzintermediäre weniger Ressourcen in die Bewertung und Überwachung von Firmen und Projekten investieren, werden knappe Ressourcen weniger effizient alloziiert. Es kann auch zu Veruntreuungen durch das Management der Firmen aufgrund der geringen Überwachung durch Finanzinstitute kommen. Falls die originären Kapitalgeber diese Problematik erkennen, werden sie den Finanzintermediären weniger finanzielle Mittel anvertrauen und es kommt zu einer Reduzierung der finanziellen Vermittlungsaktivitäten mit den entsprechend negativen Konsequenzen für die Volkswirtschaft.

Unvollkommene oder fehlende Märkte. Informationsasymmetrien auf Finanzmärkten können dazu führen, daß einige finanzielle Arrangements, die bei vollständiger Information zustande kämen, nicht getätigt werden. Klassische Beispiele hierfür sind die Phänomene der adversen Selektion und des Moral Hazard. Auf Kredit- und Versicherungsmärkten kann dies im Extremfall zum Zusammenbruch der Märkte führen (Akerlof 1970; Stiglitz und Weiss 1981). Eine ähnliche Problematik stellt sich auf dem Aktienmarkt. Diejenigen Aktionäre, die ihre Aktien am ehesten zum Marktpreis verkaufen, sind möglicherweise diejenigen, die glauben, daß der Markt die Aktien überbewertet hat. Die Konsequenzen sind ähnlich denen der Kreditrationierung. Weil die Anleger wissen, daß die Aktionäre ihre Aktien am ehesten verkaufen, wenn sie überbewertet sind, führt die Ankündigung einer Neuemission von Aktien in der Regel zu einem fallenden Kurs. Folglich zögern Firmen, neue Aktien auszugeben obwohl die Emission von Aktien eine bessere Risikostreuung bietet als die Aufnahme von Fremdkapital (Stiglitz 1982). Unvollkommene oder fehlende Märkte implizieren daher eine Reduktion der in einer Volkswirtschaft zur Verfügung gestellten Finanzdienstleistungen.

Unvollständiger Wettbewerb. Auf Kreditmärkten stehen Kreditnehmer oft einer begrenzten Auswahl von Kreditgebern gegenüber. Kreditnehmer können daher nicht einfach von einem Kreditgeber zum anderen wechseln. Dies liegt daran, daß die Überwachung und Bewertung von Firmen mit hohen Fixkosten verbunden ist. Ebenso sind die Informationen über Unternehmen und Manager unvollständig und unsicher. Beide Fakten führen dazu, daß Finanzintermediäre einen Anreiz dazu haben, langfristige Beziehungen mit ihren Klienten zu etablieren, um Kosten zu sparen. Die Kosten der Informationsgewinnung sowie deren Unsicherheit und Unvollkommenheit implizieren, daß sich Finanz- und Kreditmärkte anders als vollkommene Märkte verhalten. Sobald ein Finanzintermediär eine kostenintensive Bewertung eines Unternehmens durchgeführt hat, besitzt dieser Finanzintermediär einen Kostenvorteil gegenüber konkurrierenden Finanzintermediären. Der Finanzintermediär ist konsequenterweise in der Lage, für den Kredit höhere Zinsen als für die Deckung der marginalen Kosten erforderlich wäre, zu verlangen, da die konkurrierenden Finanzintermediäre zuerst hohe Fixkosten für die Bewertung des Unternehmens aufwenden müßten. Dies führt zu einem „örtlichen Monopolverhältnis“ zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer. Selbst im Falle eines Marktes ohne Zutritts- und Austrittsschranken führt die Problematik der unvollständigen und kostenintensiven Informationen zu unvollständigem Wettbewerb.

Finanzsysteme haben eine Vielzahl von Mitteln entwickelt, die in den fünf genannten Fällen helfen, Informationsgefälle zu überwinden. Dazu zählen Verträge und Institutionen, die einfach oder sehr ausgeklügelt sein können. Beispielsweise wird jedes seriöse Finanzinstitut versuchen, die Zahlungsfähigkeit des Instituts und die Sicherheit seines Portefeuilles der Öffentlichkeit zu kommunizieren, um langfristig eine Reputation aufzubauen, die Anleger dazu veranlaßt, dem Finanzinstitut finanzielle Mittel anzuvertrauen. Ob diese Signalmechanismen jedoch in einer Krisensituation ausreichen, um eine Bankpanik zu verhindern, ist fraglich.

Staatliche Eingriffe, beispielsweise eine Pflichtversicherung von kleineren Einlagen oder effiziente Buchführungs- und Offenlegungsstandards, die die Informationsbeschaffung für Investoren erleichtern, erscheinen sinnvoll. Geht die Einlagensicherung, sei sie impliziter oder expliziter Art jedoch soweit, daß die Banken mit Sicherheit damit rechnen können, daß der Staat im Falle einer finanziellen Schieflage dem jeweiligen Institut bzw. den betroffenen Sparern zu Hilfe kommt, so kann dies die Banken zu risikoreichen Geschäftspraktiken animieren.³¹ Der staatliche Eingriff kann dann einen Nettowohlfahrtsverlust bedeuten.

Die grundsätzliche Problematik jedes staatlichen Eingriffs ist daher, daß mögliche positive Auswirkungen staatlicher Interventionen möglichen negativen Auswirkungen gegenüberstehen und es von vornherein nicht sicher ist, welcher Effekt überwiegt. Zudem besteht die Möglichkeit, daß eventuelle marktliche Korrekturmechanismen durch staatliche Eingriffe behindert werden. Fest steht jedoch, daß es Gründe für staatliches Eingreifen in Finanzsysteme gibt und der Staat eine unterstützende Rolle bei der Reduktion von Informationsgefällen im Finanzsektor spielen kann. Es stellt sich jedoch die Frage, welcher Art die Regulierung sein muß, um für eine bestmögliche Erfüllung der Finanzsystemfunktionen zu sorgen. Wieviel Staat ist notwendig, um die institutionellen Grundlagen für effiziente Finanzintermediation – ein stabiles Bankensystem sowie liquide Kapitalmärkte – zu schaffen? Dies wird im folgenden für Lateinamerika am Beispiel von Argentinien, Brasilien und Chile untersucht.

³¹ Genau jene Problematik des Moral Hazard provozierte beispielsweise in Chile zu Beginn der achtziger Jahre eine Bankenkrise.

3.2.2 Unterstützende Maßnahmen seitens des Staates zur Informationsproduktion und Rechtssicherheit

3.2.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen

Die Fähigkeit der Teilnehmer der Finanzmärkte, Informationen zu verarbeiten und Verträge zu entwerfen, die verbleibende Informationsgefälle isolieren, kann durch geeignete Maßnahmen des Staates gefördert werden. Hierunter fallen insbesondere adäquate Buchführungs- und Offenlegungssysteme, die bei der Informationsbeschaffung behilflich sind, und eine intakte rechtliche Infrastruktur, auf deren Basis Verträge wirksam und schnell durchgesetzt werden. Die Entwicklung offizieller Finanzsysteme – und zwar sowohl die Entwicklung der Finanzintermediation via Banken als auch via Börsen – wird durch diese Kontrollinstanzen beschleunigt.³² Um eine nachhaltige Entwicklung der Finanzintermediation durch Banken zu gewährleisten, sind Gesetze notwendig, die die Rechte von Kreditgebern garantieren. Ebenso wird die Entwicklung funktionierender Kapitalmärkte durch einen wirksamen rechtlichen Schutz der Aktionäre gefördert.³³

Buchführungsstandards erleichtern es, Informationen über Unternehmen zu interpretieren und mit den Informationen anderer Unternehmen zu vergleichen. Den Investoren wird dadurch ermöglicht, kreditwürdige Unternehmen zu erkennen und deren Management zu beurteilen. Zudem beziehen sich verschiedenste Vertragsgrößen auf Buchführungsgrößen, die unter Umständen bestimmte Aktionen auslösen können. Beispielsweise enthalten Kredit- und Anleiheverträge oft die Option der sofortigen Rückzahlung, wenn die Erträge unter ein bestimmtes Niveau fallen. Damit solche Verträge überhaupt zu-

³² Heinz-Günter Geis weist bereits im Jahr 1989 auf die Notwendigkeit der Förderung nichtfinanzieller Hilfsinstitutionen in Entwicklungsländern hin, während er das „große Defizit an institutioneller Ausrichtung in der entwicklungsökonomischen Diskussion“ (Geis 1989, S.226) in bezug auf die Empfehlungen zur Finanzsektorliberalisierung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank in den achtziger Jahren kritisiert. Insbesondere argumentiert er, daß „in allen Entwicklungsländern, in denen Finanzierungspartner sich nicht auf klare Rechtsnormen und Rechtsprechung verlassen können, in denen zum Beispiel vertraglich vereinbarte Forderungen und Eigentumsrechte nicht oder nur mit hohen Risiken, Kosten und Wartezeiten durchgesetzt werden können, in denen Unternehmen in beliebiger Form ihre finanzielle Selbstdarstellung betreiben können und das Testat eines Wirtschaftsprüfers keinen Wert als Gütesiegel hat, in denen man nur parteiliche und bestechliche Gutachter findet und in denen es keine verlässlichen Informationspools über Wirtschaft und Finanzen gibt, braucht man sich über ineffiziente Finanzmärkte und ausbleibende Erfolgsergebnisse nach einer Liberalisierung nicht zu wundern. Befremdend ist nur, daß diese unabdingbaren Erfolgsvoraussetzungen für Finanzmärkte in Theorie und Praxis weitgehend negiert werden.“ (Geis 1989, S.225).

³³ Der Einfluß von Rechtssystemen auf die Markt- bzw. Bankorientierung von Finanzsystemen wurde bereits im Zusammenhang mit den Determinanten der Entwicklung von Finanzsystemen in Abschnitt (2.1) der Arbeit angesprochen.

stande kommen können, müssen Buchführungsgrößen eindeutig genug sein, damit sie von Revisoren nachgeprüft werden können (Hay u.a. 1996). Auch die Beurteilung der Situation von Banken erfordert zuverlässige Informationen über die Darlehensklassifizierung und -konzentration, die realistische Bewertung von Sicherheiten, Rückstellungen für Kreditverluste sowie Regeln dazu, wie im Falle eines Zahlungsverzuges seitens des Darlehensnehmers die auflaufenden Zinsen in den Büchern der Bank auszuweisen sind. Buchführungsstandards leisten auch hier wertvolle Dienste.³⁴

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (1998) weist ausdrücklich auf die Bedeutung von Informationen für eine wirksame Marktdisziplin und eine wirksame Bankenaufsicht sowie auf die Vorteile erhöhter Transparenz im Bankensektor hin. Finanzmärkte können disziplinierende Mechanismen entfalten, die die Anstrengungen der Aufsichtsbehörden verstärken, indem Banken, die Risiken effizient managen, „belohnt“ werden und Banken, die unkluge Risiken auf sich nehmen, „bestraft“ werden. Die Disziplinierungsmechanismen der Märkte können sich jedoch nur entfalten, wenn den Marktteilnehmern verlässliche und aktuelle Informationen über die finanzielle Situation und die Geschäftsaktivitäten von Finanzinstituten zur Verfügung stehen.

Verbesserte Publizitätsvorschriften für Banken stärken die Fähigkeit der Marktteilnehmer, sichere und solide Geschäftspraktiken von Banken zu unterstützen und tragen damit zur Stabilität von Finanzsystemen insgesamt bei. Im einzelnen empfiehlt der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (1998) den Banken, in ihren Finanzausweisen und sonstigen für die Öffentlichkeit bestimmten Berichten folgende Informationen offenzulegen: klare und angemessen ausführliche Angaben (i.) zum finanziellen Erfolg, (ii.) zur Finanzlage einschließlich Eigenkapital, Solvenz und Liquidität, (iii.) zur Strategie und Praxis des Risikomanagements, (iv.) zu den eingegangenen Risiken einschließlich dem Kreditrisiko, Marktrisiko, Liquiditätsrisiko, Betriebsrisiko, Rechtsrisiko und sonstigen Risiken, (v.) zu den Rechnungslegungsgrundsätzen und (vi.) grundlegende Informationen über Geschäfte, Geschäftsleitung und Firmenstruktur.

Die Möglichkeit, Verträge kostengünstig und sicher abzuschließen und durchzusetzen, ist für funktionierende Finanzsysteme elementar. Wenn es aufgrund des Rechtssystems eines Landes Schwierigkeiten macht, finanzielle Verträge zu entwickeln und

³⁴ Empirisch wurde die Bedeutung adäquater Buchführungsstandards für die finanzielle Entwicklung eines Landes von Levine (1999) nachgewiesen. Mit dem Datenset von La Porta (1998) findet Levine (1999) in einer 44 Länder umfassenden Stichprobe eine positive Korrelation der Qualität der von Unternehmen veröffentlichten Jahresabschlußberichte und Variablen des finanziellen Entwicklungsstandes einer Volkswirtschaft.

Ansprüche schnell, sicher und fair zu befriedigen, so wirkt sich dies negativ auf die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen aus. Ein Grund hierfür ist beispielsweise, daß für Kreditgeber die Möglichkeit entscheidend ist, Sicherheiten, die typischerweise Bestandteil eines Kreditvertrages sind, im Konkursfall einzuziehen. Besteht diese Möglichkeit nicht bzw. nur in einem eingeschränkten Maße, da Gerichtsverfahren zeitaufwendig, unsicher oder durch Korruption belastet sind oder Forderungen gesicherter Gläubiger im Konkursfall eines Unternehmens nicht an erster Stelle bedient werden, so wird es für Unternehmen schwieriger, Fremdkapital aufzunehmen. Potentielle Kreditgeber sind unter mangelhaft entwickelten institutionellen Rahmenbedingungen wahrscheinlich weniger gewillt, Darlehen zu vergeben. Dies ist insbesondere in Lateinamerika von Bedeutung, da in diesen Ländern gesicherte Kredite den Hauptteil der vermittelten Finanzierung ausmachen.

Ähnliches wie für den Schutz der Rechte der Kreditgeber gilt für den Schutz der Aktionärsrechte. Der Besitz von Aktien ist im allgemeinen mit bestimmten Rechten für den Aktionär verbunden. Im allgemeinen sind dies Anteilsrechte, d.h. das Recht auf Erfolgsbeteiligung (Dividendenrecht), das Stimmrecht in der Hauptversammlung, das Recht zum Bezug neuer Aktien (Bezugsrecht) und das Recht auf einen Liquidationserlös im Falle einer Auflösung der Gesellschaft. Ohne diese Rechte bzw. im Falle nur mangelhafter Durchsetzung der Aktionärsrechte würde die Rendite auf das eingesetzte Kapital sehr wahrscheinlich nicht den Erwartungen der Aktionäre entsprechen und für Unternehmen würde es schwieriger werden, Kapital zu beschaffen.

In einer komparativen statistischen Analyse der rechtlichen Grundlagen der Unternehmensfinanzierung von 49 Industrie- und Entwicklungsländern weisen La Porta u.a. (1997; 1998; 1999a) sowie Levine (1998; 1999) in mehreren empirischen Studien einen Zusammenhang zwischen Rechtssystemen und finanzieller Entwicklung nach. So verfügen Länder mit Rechtssystemen, die gesicherte Gläubiger bevorzugen, Verträge schnell und rigoros durchsetzen sowie Minderheitsaktionäre schützen, über besser entwickelte Finanzmittler und Kapitalmärkte. In den Analysen schneiden insbesondere Länder, deren Rechtssysteme auf dem französischen Gesetzbuch, das nicht nur in den ehemaligen französischen, sondern auch in den ehemaligen spanischen und portugiesischen Kolonien Anwendung findet, besonders schlecht ab, da dort Manager und Kreditnehmer einen relativ großen rechtlichen Schutz genießen. Länder, die das britische System des Common Law verwenden, bieten hingegen Kreditgebern und Aktionären den besten Schutz. Deutschsprachige und skandinavische Länder mit kodifiziertem Recht bieten die stärksten Durchsetzungsmöglichkeiten.

Ineffiziente Rechtssysteme und Informationsgefälle auf den Kreditmärkten sind zudem Gründe dafür, weshalb die Auswirkungen von Volatilität, deren Ursache beispielsweise externe Schocks sein können, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften die Produktion, die Zahl der Arbeitsplätze und die Wohlfahrt im allgemeinen in hohem Maße negativ beeinflussen. Aizenman und Powell (1997) zeigen in einem theoretischen Modell am Beispiel des Tequila-Effektes in Argentinien, daß die Auswirkungen der Volatilität auf die Volkswirtschaft um so schwerwiegender sind, je schwächer die Rechte der Kreditgeber und je höher die Informationsasymmetrien auf dem Kreditmarkt sind. Kreditsicherheiten spielen in dem Modell eine wichtige Rolle, indem sie die Spreads der Banken reduzieren. Kreditsicherheiten sind jedoch nur nützlich, wenn sie im Konkursfall eingezogen werden können. Dies setzt eine effiziente rechtliche Infrastruktur voraus. Informationsgefälle auf dem Kreditmarkt, d.h. eine geringe Verfügbarkeit von Informationen über Kreditnehmer und folglich hohe Überwachungskosten, sind ebenfalls mit der Höhe der Spreads korreliert. Die Spreads können beispielsweise durch die Einrichtung öffentlicher bzw. von der öffentlichen Hand subventionierten Kreditbüros zur Informationsproduktion reduziert werden.

Die Bedeutung der Sicherstellung von Transparenz und Konsistenz bei der Informationsproduktion sowie der Stärkung des Vertrauens der Kreditgeber und Aktionäre in die Ausübung ihrer Rechte ist offensichtlich. Obwohl Finanzmärkte im allgemeinen marktliche Korrekturmechanismen in Form vielfältiger vertraglicher und finanzieller Arrangements entwickeln, die die im vorigen Abschnitt (3.2.1) aufgeführten Marktmängel korrigieren bzw. zumindest abschwächen, scheinen den Finanzmärkten inhärente Charakteristika zu implizieren, daß diese Marktmängel in allen Ländern und insbesondere in den institutionell schwächer entwickelten lateinamerikanischen Volkswirtschaften von Bedeutung sind. Die unterstützende Rolle des Staates bei der Aufrechterhaltung dieser Informationsinfrastruktur als öffentliches Gut kann daher kaum in Frage gestellt werden.

3.2.2.2 Aktuelle Situation in den Reformländern

3.2.2.2.1 Informationsproduktion

Allgemeine Rechnungslegungs- und Publizitätsstandards

Buchführungsstandards weisen über Landesgrenzen hinweg beträchtliche Unterschiede auf. Volkswirtschaften mit niedrigem Einkommen weisen dabei die unzureichendsten Buchführungssysteme auf. Die südamerikanischen Buchführungsstandards wurden von den Rechts- und Verwaltungsordnungen der ehemaligen iberischen Kolonialmächten stark beeinflusst, wobei die Entwicklung der Standards, so Ball (1995, S.23), von einem „highly political environment that results from such systems“ dominiert wurde. Systematisch analysiert und in einen vergleichbaren internationalen Kontext eingeordnet werden diese Beobachtungen durch den von La Porta u.a. (1998) auf Grundlage der Daten von Bavishi (1993) entwickelten Index. Zur Bewertung der Qualität der von Unternehmen publizierten Jahresabschlüsse verwendet der Index ein Punktesystem von Null bis 90 (90 ist die höchste Punktzahl).³⁵ Lateinamerikanische Länder schneiden hierbei weit unterdurchschnittlich ab; im einzelnen erreicht Argentinien eine Punktzahl von 45, Brasilien 54 und Chile 52 Punkte – bei einem Durchschnitt von 61 Punkten der 44 Länder umfassenden Stichprobe.

Argentinien. Grundsätzlich bestehen in Argentinien Buchführungsstandards auf zwei Ebenen: auf Provinz- und auf Bundesebene. Die Buchführungsstandards auf der Provinzebene werden in Argentinien durch die *Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas* (FACPCE) mittels ihres technischen Organs, der Kommission für Rechnungslegungs- und Prüfungsgrundsätze (*Comisión Especial de Normas de Contabilidad y Auditoría*, CENCyA), entwickelt. Die FACPCE ist ein privater Berufsverband, der aus 24 einzelnen Gremien (ein Gremium für jede Provinz und ein Gremium für die Hauptstadt) besteht und mit der Entwicklung und Verbesserung der Buchführungsstandards beauftragt ist. Die Rechnungslegungsgrundsätze sind bekannt als

³⁵ Der Index von La Porta u.a. (1998) wurde wie folgt konstruiert: Die Jahresabschlüsse von Unternehmen aus dem Jahr 1990 wurden auf 90 Posten überprüft. Für jeden enthaltenen Bilanzposten wurde ein Punkt vergeben. Die Prüfung der Bilanzposten wurde anhand von sieben Kategorien vorgenommen: (i.) Allgemeine Vorschriften, (ii.) Gewinn- und Verlustrechnung, (iii.) Lagebericht, (iv.) Bilanz, (v.) Bewertungsvorschriften, (vi.) Börsendaten und (vii.) Sonderposten. Mindestens drei Unternehmen wurden je Land untersucht. Die Unternehmen stellen einen repräsentativen Querschnitt verschiedenster Branchen dar, wobei 70 Prozent der Unternehmen auf die Industrie und 30 Prozent auf den finanziellen Sektor entfielen.

NCPs (*Normas Contables Profesionales*) und werden im *Boletín Oficial de la Argentina* veröffentlicht. Die CENCyA ist darum bemüht, die argentinischen Buchführungsstandards an internationale Normen (*International Accounting Standards*, IAS) anzunähern. Seit 1997 wurden sieben Änderungsanträge in die NCPs aufgenommen.

Auf Bundesebene können die jeweiligen Überwachungs- und Regulierungsbehörden (die Bank- und/oder Börsenaufsicht) jedoch eine Angleichung der NCPs an die NCLs (*Normas Contables Legales*) fordern. In der Praxis hingegen findet eine enge Abstimmung zwischen den jeweiligen Entscheidungsträgern statt, so daß keine substantiellen Unterschiede zwischen den NCPs und den NCLs bestehen.

Nach wie vor gilt jedoch, daß argentinische Unternehmen, die beispielsweise ADRs (*American Depositary Receipts*) an US-amerikanischen Börsen begeben, weit höheren Publizitätspflichten nachkommen müssen als Unternehmen, die lediglich Kapital auf dem argentinischen Markt beschaffen. Dies gilt insbesondere für konsolidierte Abschlüsse, die für die Begebung von ADRs am US-amerikanischen Markt notwendig sind, nicht jedoch für die Notiz an argentinischen Börsen (Weltbank 1998, S.75). Die Angleichung der Rechnungslegungsvorschriften an internationale Standards sollte daher mit Nachdruck vorangetrieben werden.

Brasilien. Die brasilianischen Buchführungsstandards (*Normas Brasileiras de Contabilidade*, NBC) werden vom brasilianischen Institut der Buchhalter (*Instituto Brasileiro de Contadores*, IBRACON) erlassen. Brasilianische Jahresabschlüsse sind jedoch nach Einschätzung Teixeira da Costas (1993) von geringem praktischem Wert und werden von Unternehmen in der Regel nur verwendet, um ihren rechtlichen Verpflichtungen nachzukommen. In der Tat gilt für die große Mehrheit der brasilianischen Firmen, daß die Jahresabschlüsse nicht mit der Realität übereinstimmen und die Manipulation der Jahresabschlüsse nicht nur auf kleine Unternehmen beschränkt ist (Pereira da Silva 1990, S.30f). Reformen sind daher unausweichlich. Dem Kongreß wurde bereits ein Gesetzentwurf zur Reform des Unternehmensgesetzes (Gesetz Nr. 6.404/76) mit dem Ziel der Angleichung der Buchführungsstandards an internationale Standards eingereicht. Die meisten der großen Finanzinstitute Brasiliens bilanzieren hingegen bereits jetzt schon neben brasilianischen Buchführungsstandards zusätzlich freiwillig nach US-GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*).

Neben adäquaten Offenlegungsstandards ist auch die regelmäßige und termingerechte Publikation von Finanzberichten erforderlich. Das Beispiel Brasilien zeigt jedoch, daß sich die Mehrheit der börsennotierten Kapitalgesellschaften nicht an die von der Börsenaufsicht festgesetzten Fristen hält. Hinzu kommt noch, daß die erforderlichen Publizitätsrichtlinien für die Plazierung neuer Aktien und Unternehmensanleihen, festgelegt durch die Instruktion 13/80 und 202/93 der brasilianischen Börsenaufsicht CVM, im Vergleich mit den Anforderungen internationaler Plazierungen brasilianischer Firmen geringer sind. Die Überwachung ist in diesem Punkt viel zu lax und die Sanktionsmöglichkeiten trotz neuerer Revision (Instruktion CVM Nr. 274/1998) unzureichend. Die Vierteljahresberichte müßten innerhalb von 45 Tagen nach Ablauf des Quartals veröffentlicht werden. Am 12. Januar 2000, 103 Tage nach Ende des dritten Quartals, hatte die im folgenden aufgeführte Zahl der 513 an der Börse in Rio de Janeiro notierten Unternehmen folgende Quartalsberichte offengelegt:

3. Quartal 1999	248 Stück,
2. Quartal 1999	441 Stück,
1. Quartal 1999	407 Stück.

Dies bedeutet, daß mehr als die Hälfte der börsennotierten Kapitalgesellschaften ihre Quartalsberichte nicht rechtzeitig vorlegen. Über ein Fünftel der notierten Unternehmen legten schon seit 10 Monaten keine Bilanzen mehr vor. Weder die Börse noch die Börsenaufsicht ergreifen effektive Maßnahmen gegen diese Unternehmen. Der Handel wurde nicht ausgesetzt; tägliche Strafen, die per Gesetz möglich sind, werden nicht durchgesetzt. Die Aufhebung der Börsenzulassung würde hauptsächlich Minderheitsaktionäre treffen und wäre wahrscheinlich nicht ohne weiteres empfehlenswert. In Fällen wiederholter Vernachlässigung der Informationspflichten sollte daher Minderheitsaktionären das Recht zugestanden werden, die Beteiligung am Unternehmen gegen eine Entschädigung über Marktwert an die Mehrheitsaktionäre oder die Firma zu verkaufen.

Chile. Die chilenischen Buchführungsstandards werden durch das Kollegium der Buchhalter Chiles (*Colegio de Contadores de Chile, CCC*) festgesetzt. Die Erlasse des Kollegiums sind als technische Bulletins bekannt. Falls im Einzelfall kein chilenischer Standard existiert, so fordert das technische Bulletin Nr. 56 vom 23. September 1997 die Verwendung der International Accounting Standards (IAS), welche zum 01. Januar 1998 rechtskräftig wurden.

Offenlegungsvorschriften für Banken und andere Finanzinstitute

Angemessene Grundsätze und Methoden der Rechnungslegung für das Kreditgeschäft von Banken sind wesentliche Bestandteile eines sachgerechten und wirksamen Kreditrisikomanagements von Banken. Erfahrungsgemäß sind die bei weitem häufigsten Ursachen für den Zusammenbruch von Banken die schlechte Bonität ihres Forderungsbestandes und die unzulängliche Steuerung des Kreditrisikos. Eine nicht rechtzeitig erkannte und ausgewiesene Bonitätsverschlechterung des Forderungsbestandes kann eine Fehlentwicklung verschärfen. Sofern die Verschlechterung nicht erkannt wird und Verluste nicht zeitnah durch angemessene Wertberichtigungen abgedeckt werden, hält eine Bank unter Umständen an riskanten Kreditvergabestrategien fest und akkumuliert somit erhebliche Kreditausfälle, was zum Zusammenbruch führen kann. Unter dem Gesichtspunkt von Sicherheit und Solidität ist es für Bankenaufsichtsbehörden somit wichtig, daß die Bilanzierungsgrundsätze der Banken eine vorsichtige und realistische Bewertung der einzelnen Bilanzpositionen, der bilanzunwirksamen Verpflichtungen und der damit verbundenen Gewinne und Verluste wiedergeben.

Insbesondere in Lateinamerika sind zuverlässige Informationen und detaillierte Vorschriften zur Kreditklassifizierung, zur realistischen Bewertung von Sicherheiten sowie zu den erforderlichen Wertberichtigungen von notleidenden Krediten von besonderer Bedeutung, da interne Systeme zum Kreditrisikomanagement im Gegensatz zu Banken in entwickelten Ländern praktisch nicht vorhanden sind. In Argentinien, Brasilien und Chile wurden die Bilanzierungsgrundsätze für Finanzinstitutionen entsprechend den Richtlinien des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht angepaßt. Seit 1988 werden in Brasilien die monatlichen Finanzberichte an die Zentralbank nach einheitlichen Rechnungslegungsgrundsätzen (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro*, COSIF) verfaßt. Tabelle 3.2.1 verschafft einen Überblick über die bestehende Regelungen zur Darlehensklassifizierung und den erforderlichen Wertberichtigungen³⁶ in Argentinien, Brasilien und Chile.

Neben angemessenen Grundsätzen der Rechnungslegung ist auch für eine rasche Veröffentlichung der Bilanzinformationen zu sorgen. Im Hinblick auf eine zufriedenstellende Markttransparenz kann eine Beurteilung der Situation von Banken nur erfol-

³⁶ Unter Wertberichtigung versteht man eine bei Banken übliche indirekte Abschreibung im Sinne einer Wertkorrektur bei Aktiva in der Bilanz bzw. bei bilanziellen Vermögensgegenständen, die bewertungsmäßig zu hoch angesetzt sind bzw. als zu hoch angesetzt gelten können. Wertberechtigt werden Forderungen aller Art; dies können z.B. Wertpapierbestände sein, oft sind es aber Kredite, die insbesondere beim Zahlungsverzug des Schuldners wertberichtigt werden müssen.

gen, wenn den Marktteilnehmern verlässliche Informationen über die finanzielle Lage, Performance, Risikoprofil, Management etc. von Finanzintermediären zur Verfügung stehen. Den staatlichen Aufsichtsbehörden obliegt daher, die vollständige, zuverlässige und pünktliche Veröffentlichung von Bilanzunterlagen sicherzustellen. In diesem Punkt wurden in Lateinamerika erhebliche Fortschritte gemacht. Sowohl in Argentinien als auch in Brasilien und Chile stehen der Öffentlichkeit inzwischen sämtliche relevanten Bilanzdaten der einzelnen Finanzinstitute online zur Verfügung. Die Informationen werden von den Aufsichtsbehörden gesammelt, aufbereitet und im Internet veröffentlicht.

Tabelle 3.2.1 Kreditrisikoklassen und erforderliche Wertberichtigungen in Lateinamerika

Erforderliche Wertberichtigungen in Prozent des ausbezahlten Kredits

KREDITRISIKOKLASSEN NACH LÄNDERN	ERFORDERLICHE WERTBERICHTIGUNG FÜR	
	<i>GESICHERTE KREDITE</i>	<i>UNGES. KREDITE</i>
<i>Argentinien:</i>		
Normale Kredite (0-30 Tage fällig)	1%	1%
Mögliches Risiko (31-89 Tage fällig)	3%	5%
Problematisch (90-179 Tage fällig)	12%	25%
Zweifelhaft (180-365 Tage fällig)	25%	50%
Uneinbringlich (mehr als 365 Tage fällig)	50%	100%
<i>Brasilien:</i>		
Normale Kredite (0-29 Tage fällig)	0%	0%
Mögliches Risiko (30-59 Tage fällig)	0%	0%
Problematisch (60-180 Tage fällig)	20%	100%
Zweifelhaft (181-360 Tage fällig)	20%	100%
Uneinbringlich (mehr als 365 Tage fällig)	100%	100%
<i>Chile:</i>		
Normale Kredite	0%	0%
Mögliches Risiko (1-29 Tage fällig)	1%	1%
Problematisch (30-59 Tage fällig)	20%	20%
Zweifelhaft (60-119 Tage fällig)	60%	60%
Uneinbringlich (mehr als 120 Tage fällig)	90%	90%

Anmerkung: Kreditrisikoklassen fassen risikobehaftete Positionen in Gruppen (Klassen) gleich hohen oder qualitativ gleichen Risikos zusammen. Der Zahlungsverzug der Schuldner (in der Tabelle in Klammern angegeben) determiniert die Einordnung der Kredite in die jeweilige Risikoklasse.

Quelle: IWF, BCRA, BACEN, SBIF

Die Informationspflichten der Kreditnehmer sind in der Regel im Bankengesetz geregelt und schreiben ganz allgemein die Offenlegung der wirtschaftlichen Verhält-

nisse, insbesondere die Vorlage von Jahresabschlüssen, vor. Zur Unternehmensbeurteilung sollten diese Daten durch die jeweiligen Durchschnittswerte der Branchen ergänzt werden. Für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit können allerdings auch darüber hinausgehende Informationen über die Verschuldungssituation erforderlich sein wie zum Beispiel Gläubigerstruktur, Rückzahlungsverhalten, Neuverschuldung seit Erstellung des Jahresabschlusses u.ä. Diese Informationen können den Banken durch Informationsaustauschsysteme zugänglich gemacht werden, wie sie zum Beispiel in Deutschland in Form der SCHUFA-Auskünfte und der Meldepflicht für Groß- und Millionenkredite bestehen. Die Meldepflicht für Millionenkredite besteht in Deutschland bereits seit Mitte der dreißiger Jahre und wurde eingeführt, weil sich im Zusammenhang mit der Weltwirtschaftskrise gezeigt hatte, daß die Banken über die Gesamtverschuldung ihrer großen Kreditnehmer vielfach nicht ausreichend informiert waren und bei Zusammenbrüchen solcher Unternehmen nicht selten in Schwierigkeiten geraten sind.³⁷

Der Informationsaustausch könnte über eine Evidenzzentrale innerhalb der Zentralbank erfolgen, an die die Banken Informationen über Darlehenshöhe, -laufzeit, Tilgungsverhalten etc. weiterleiten. Durch Anfragen der Geschäftsbanken bei der Evidenzzentrale vor einer Kreditentscheidung würde sich der Informationsstand der Banken verbessern und durch die Meldepflicht der Kreditinstitute würden sich gleichzeitig Vorteile für die Zentralbank hinsichtlich der Bankenaufsicht ergeben. Durch die Erkenntnisse, die die Kreditgeber aus den Rückmeldungen über die Verschuldung ihrer Kreditnehmer gewinnen, und die Erkenntnisse, die die Bankenaufsicht aus den Auswertungen der Daten erlangt, leisten Evidenzzentralen daher auch einen Beitrag zum Ziel der Bankenaufsicht, das Bankensystem insgesamt stabil und funktionsfähig zu halten.

Insbesondere in Ländern mit einer fragilen rechtlichen Infrastruktur, wie in Lateinamerika, können Institutionen, die zur Reduzierung der Informationsgefälle auf den Kreditmärkten beitragen, das Risiko eines Bankrotts des Kreditnehmers aufgrund der Nichtrückzahlung von Darlehen verringern sowie das Volumen des vermittelten Kredites in einer Volkswirtschaft vergrößern. Japelli und Pagano (1999) veranschaulichen diesen Tatbestand empirisch. Sie erstellten ein internationales Datenset über Kreditbüros und Evidenzzentralen und bestätigten, daß eine verbesserte Verfügbarkeit von Informationen über Schuldner zur Reduzierung der Konkurszahlen und zur Belebung der Kreditaktivitäten beiträgt. Dies dürfte eine Erklärung dafür sein, daß Zentralbanken, insbesondere in

³⁷ Für weitere Informationen zur Evidenzzentrale für Millionenkredite bei der Deutschen Bundesbank vgl. Deutsche Bundesbank (1998).

Ländern mit ineffizienten Rechtssystemen, darauf drängen, derartige öffentliche Informationssysteme aufzubauen.

Argentinien. Der hohen Bedeutung von Informationsaustauschsystemen für die Kreditvergabe insgesamt Rechnung tragend wurde in Argentinien vor kurzem ebenfalls eine Evidenzzentrale (*Central de Deudores del Sistema Financiero*, CDSF) ins Leben gerufen. Private Kreditbüros existieren zwar in Argentinien, die von ihnen vermittelten Informationen sind jedoch fragmentiert und die Qualität der Daten ungleich. Die neue Datenbank wird von der Zentralbank verwaltet und besteht seit dem Jahr 1997. Das Informationsaustauschsystem vereinigt die ursprünglich getrennten Datenbanken der *Central de Riesgo*, die Informationen über Großkredite speicherte (über 200 000 Peso), und der *Central de Información Crediticia*, die generell Kreditdaten einzelner Privatpersonen und Unternehmen sammelte. Dem Markt werden durch das neue Kreditbüro Informationen über sämtliche Schuldner (natürliche und juristische Personen) wie zum Beispiel Tilgungsverhalten, Sicherheiten, kreditvergebende Bank etc. zur Verfügung gestellt. Zudem sind Zahlen über eine eventuelle Auslandsverschuldung inländischer Unternehmen über die Informationszentrale abrufbar.

Brasilien. Die relativ leicht zu beschaffende und zuverlässige Verfügbarkeit von Informationen über Schuldner ist ein bedeutendes Charakteristikum des brasilianischen Kreditmarktes. Pinheiro und Cabral (1998) sehen hierin eine Art Korrekturinstrument, das sich als Antwort auf den geringen Schutz, den Kreditgeber in Brasilien im Vergleich zu Länder mit anderen Rechtssystemen (vgl. La Porta u.a. 1998) genießen, entwickelt hat. Ohne die Existenz dieser gut ausgebauten Informationsinfrastruktur auf dem brasilianischen Kreditmarkt, würden die ohnehin schon vergleichsweise geringen Kreditvergabeaktivitäten der brasilianischen Geschäftsbanken (vgl. Abschnitt 3.1.3) noch geringer ausfallen.³⁸ Auch Gespräche mit Bankmanagern in Brasilien ergaben, daß Gläubiger sich im allgemeinen am meisten auf ex-ante Screening-Mechanismen zur Behebung von Informationsgefällen verlassen.

³⁸ Weitere Mechanismen, die trotz unsicheren legalen Umfelds die Vergabe von Krediten ermöglichen, sind zum einen öffentliche Banken und zum anderen Institutionen, die sich bei der Tilgung von Krediten auf *peer pressure* verlassen (z.B. Genossenschaftsbanken, Kreditvergabe an Gruppen).

Es existieren verschiedene private und öffentliche Informationsaustauschsysteme in Brasilien. Die wichtigsten sind das Register für Retourschecks (*Cadastro de Cheque sem Fundos*), der Kreditschutzservice (*Serviço de Proteção ao Crédito*, SPC) und private Kreditbüros wie SERASA oder SCI (*Serviço de cadastro de inadimplentes*). Auf Nachfrage prüfen diese Institutionen die Bonität eines Individuums oder eines Unternehmens, ihrer Anteilseigner oder des Managements. Wird man in einer von den Instituten geführten Negativlisten erwähnt, so genügt dies im allgemeinen, um denjenigen oder das betreffende Unternehmen vom Kreditmarkt auszuschließen. Gläubiger spielen deswegen die Drohung der Aufnahme in die SERASA oder SCI-Kartei oft als wirksames Mittel aus, um eventuell ausstehende Forderungen ohne Beschreiten des Rechtsweges einzufordern.

Das Register für Retourschecks ist eine öffentliche Datenbank und wird auf Bundesebene von der Zentralbank administriert. Die Finanzinstitute sind dazu verpflichtet, Informationen über Rückchecks an das Register weiterzuleiten. Wird man in diese Datenbank aufgenommen, so besteht die Eintragung für fünf Jahre. In diesem Zeitraum ist es für das jeweilige Individuum nicht möglich, ein Bankkonto zu führen. Aufgrund der weiten Verbreitung von Schecks als Zahlungsmittel in Brasilien, stellt dies ein wirksames Instrument für die Kreditwürdigkeitsprüfung dar.

Der Kreditschutzservice (SPC) ist neben dem Register für Retourschecks die am häufigsten benutzte Informationsquelle für Kreditgeber. Der Kreditschutzservice ist eine Organisation ohne Erwerbscharakter und wird auf Städtenebene von den Einzelhandelsverbänden organisiert. Die Datenbank enthält gesammelte Informationen von Einzelhändlern, Banken, Kreditkartenfirmen etc. über Wirtschaftssubjekte, die Zahlungsaufforderungen nach einer Frist von 30 Tagen nicht nachgekommen sind. Sobald man in dieser Liste aufgeführt wird, ist es praktisch unmöglich, auf formalen Märkten einen Kredit zu erhalten.

Die privaten Kreditbüros sind Institutionen, die Informationen über Kreditnehmer sammeln und gegen Entgelt, das von Art und Umfang der nachgefragten Information abhängt, weitergeben. Die größten ihrer Art sind SERASA und SCI. Beide sind im ganzen Land vertreten. Ihr Hauptvorteil ist, daß sie in der Regel schneller arbeiten als die öffentlichen Informationsaustauschsysteme und die Informationen entsprechend auf dem neuesten Stand sind.³⁹

³⁹ Für eine ausführlichere Beschreibung der in Brasilien verfügbaren Informationsaustauschsysteme für Kreditgeber vgl. Pinheiro und Cabral (1998, S.43ff).

Großkredite werden in Brasilien erst seit 1997 zentral in einem Informationsaustauschsystem (*Sistema Central de Risco de Crédito*) erfaßt. Nach Beschluß des Nationalen Währungsrates (Resolution 2.390) besteht seit Mai 1997 eine Meldepflicht für Schuldner, die bei einem Kreditinstitut mit 50.000 R\$ oder mehr verschuldet sind. Sämtliche Finanzinstitutionen haben auf diese Datenbank Zugriff, was die Bonitätsprüfung für eine eventuelle Kreditvergabe erleichtert.

Chile. In Chile existiert eine öffentliche Evidenzzentrale bereits seit dem Jahr 1975. Das Informationsaustauschsystem wird von der chilenischen Bankenaufsicht verwaltet. Die Finanzinstitute sind verpflichtet, in regelmäßigen Intervallen Berichte über das Kreditengagement sämtlicher Schuldner (natürliche und juristische Personen) an die Bankenaufsicht abzuliefern. Private Kreditbüros existieren in Chile ebenfalls, allerdings erst seit dem Jahr 1990.

3.2.2.2 Rechtssicherheit

Das öffentliche Vertrauen in die Qualität und Effizienz des Justizwesens in Lateinamerika ist nicht sehr hoch. Dies zeigt das „World Competitiveness Yearbook“ des International Institute for Management Development (1999), das eine Stichprobe von 47 Ländern untersucht. Danach schneidet Chile von den untersuchten lateinamerikanischen Ländern am besten ab (Platz 26), gefolgt von Brasilien (Platz 37) und Argentinien auf Platz 41.⁴⁰ Insgesamt sind in ganz Lateinamerika im Justizbereich hohe Defizite zu beklagen, was sich eindeutig negativ auf die ökonomische Entwicklung auswirkt (Pinheiro 1996). Die Langsamkeit der Gerichtsverfahren, Korruption, hohe Gerichts- und Durchsetzungskosten sowie die oft inadäquate Gesetzgebung im Bereich des Finanzsektors sind die Hauptprobleme.

⁴⁰ Das Ranking wurde auf der Grundlage einer Umfrage unter 4160 Führungskräften in 47 Ländern erstellt. Die Befragten konnten ihre Einschätzung über die Qualität des Justizwesens in eine Skala von 1-6 einordnen. In einem nächsten Schritt wurden diese Informationen in eine Skala von 1-10 transformiert und ein Länderranking mittels der Standardabweichungsmethode erstellt. Vgl. International Institute for Management Development (1999, S.512f).

Tabelle 3.2.2 zeigt die Verschlechterung der Leistungsfähigkeit der Gerichte anhand der prozentualen Veränderung der Prozeßdauer und der unbearbeiteten Fälle basierend auf einer Untersuchung zivil- und handelsrechtlicher Fälle ausgewählter Länder Lateinamerikas im Zeitraum von 1973-82 bzw. 1983-93. In der Periode von 1983-93 nahm in allen betrachteten Ländern sowohl der Median der prozentualen Veränderung der Prozeßdauer als auch die durchschnittliche prozentuale Veränderung der unbearbeiteten Fälle im Vergleich zur Periode von 1973-82 wesentlich zu. Dies bedeutet, daß die Effizienz und Leistungsfähigkeit des Justizwesens in allen betrachteten Ländern abnahm.

Tabelle 3.2.2 Entwicklung der Leistungsfähigkeit des Justizwesens, Lateinamerika 1973-93

Angaben in Prozent

LAND	PROZENTUALE VERÄNDERUNG DER PROZEßDAUER (MEDIAN)		PROZENTUALE VERÄNDERUNG DER UNBEARBEITETEN FÄLLE	
	1973-82	1983-93	1973-82	1983-93
Argentinien	7	18	9	28
Brasilien	6	19	2	20
Chile	8	11	12	29
Kolumbien	3	8	9	28
Venezuela	3	28	12	31

Anmerkung: Betrachtet wurden nur Fälle der zivilen- und handelsrechtlichen Gerichtsbarkeit.

Quelle: Buscaglia und Dakolias (1996, S.5)

Die Dimension der ökonomischen Kosten ineffizienter Justizsysteme in Lateinamerika verdeutlicht eine Studie unter der Leitung von Pinheiro (1998), die die Auswirkung von Ineffizienzen des brasilianischen Justizwesens auf die volkswirtschaftliche Performance des Landes untersucht. Mit Hilfe eines einfachen Wachstumsmodells schätzt Pinheiro (1998, Kapitel 4), daß das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in Brasilien um ein Viertel höher ausfallen würde, wenn die Qualität des Justizwesens an das Niveau von Industrieländern angeglichen würde. Es verwundert daher nicht, daß die Reform des Justizwesens eine hohe Priorität bei den Reformempfehlungen von Weltbank und Interamerikanischer Entwicklungsbank einnimmt.⁴¹

⁴¹ Vgl. für Reformempfehlungen der Weltbank Rowat u.a. (1995) und Dakolias (1996), für Empfehlungen der Interamerikanischen Entwicklungsbank Jarquín und Carrillo (1997).

Argentinien. Wie bereits erwähnt, schneidet das argentinische Justizwesen in internationalen Rankings selbst für lateinamerikanische Verhältnisse schlecht ab (World Economic Forum 1997). Auch innerhalb der argentinischen Bevölkerung steht es mit dem Ruf der Judikative nicht zum besten. Eine Umfrage des Instituts Gallop (1994) zeigt, daß nur 13 Prozent der Bevölkerung Vertrauen in die Justizverwaltung haben und nur 16 Prozent der Befragten an die Unabhängigkeit der Richter glauben. 49 Prozent der Befragten halten das Justizsystem für schlecht oder sehr schlecht und 40 Prozent für mittelmäßig. Eine derartige schlechte öffentliche Wahrnehmung des Justizwesens führt zu einem Mangel an Vertrauen in das System, der bereits soweit geht, daß das Vertrauen der Öffentlichkeit in Institutionen im allgemeinen unterminiert wird.

In der Tat belegen Zahlen, daß das argentinische Justizwesen den Erfordernissen eines modernen marktwirtschaftlichen Systems nicht gewachsen ist. Die durchschnittliche Prozeßdauer bei handelsrechtlichen Streitigkeiten stieg von 9,6 Monaten im Jahr 1981 auf knapp 3 Jahre im Jahr 1993 an (Buscaglia und Dakolias 1996). Die Gründe hierfür liegen zum einen an der stark gestiegenen Zahl der Fälle und zum anderen an der Abnahme der Produktivität der Gerichte (Buscaglia und Dakolias 1996, S.15).

Die Reform des Justizwesens genießt daher in Argentinien eine hohe Priorität. Folgende Bereiche stehen dabei im Vordergrund: Die Straffung der Gerichtsverwaltung, die Verbesserung der juristischen Aus- und Weiterbildung, die Förderung alternativer Streitschlichtungsmechanismen, die Erleichterung des Zugangs aller Bevölkerungsschichten zur Justiz sowie die Reform der Gesetzgebung. Ein Kredit der Weltbank wurde hierfür bereits gewährt (Highton und Jassan 1995).

Brasilien. Wie bedeutsam der Schutz der Rechte von Kreditgebern sowie ihre Durchsetzung vor Gericht für einen aktiven Kreditmarkt ist, zeigt das Beispiel Brasilien. In den meisten Fällen kommt es in Brasilien im Falle eines Zahlungsverzugs von Schuldnern zu einer außergerichtlichen Einigung, da das Beschreiten des Rechtsweges durch die Gläubiger kaum Schutz vor opportunistischem Verhalten der Kreditnehmer bietet. Eine außergerichtliche Einigung läßt sich in der Regel relativ schnell herbeiführen und vermeidet zusätzliche Ausgaben wie Gerichts- und Anwaltskosten. Meistens aber enden die Rückzahlungsverhandlungen mit hohen Schuldnachlässen. Es ist dabei nicht unüblich, daß Banken die Rückzahlung von nur 40 Prozent der ausstehenden Schuld akzeptieren. Dieser Betrag ist dann meist immer noch höher als das ursprüngliche Darlehen, da notleidende Kredite hohen Strafgebühren ausgesetzt sind, die in Verbindung mit

den hohen Zinsen dazu führen, daß sich der Rückzahlungsbetrag enorm schnell erhöhen kann (Pinheiro und Cabral 1998).

Scheitert eine außergerichtliche Einigung, so kann der Gläubiger den Fall vor Gericht bringen. Die brasilianische Gesetzgebung sieht verschiedene Verfahren zum Forderungseinzug auf gerichtlichem Wege vor. Die Auswahl der besten Verfahrensweise hängt zum einen vom Kreditinstrument und zum anderen von den erforderlichen gesetzlichen Formalien ab.⁴² Das Gerichtsverfahren, das von den Banken aufgrund seiner Langwierigkeit am wenigstens bemüht wird, ist die *ação ordinária*. Das Verfahren beginnt mit einer *ação de conhecimento*, in der der Kläger versucht zu beweisen, daß die Forderung besteht und fällig ist. Erst nach einem positiven Urteil, das unter Umständen mehrere Jahre dauern kann, wird die Forderung als vollstreckbar anerkannt.

Erst nachdem ein Vollstreckungstitel vorliegt, kann der Gläubiger den nächsten Verfahrensschritt, die *ação de execução*, zum Erhalt seiner Forderungen angehen. Die *ação de execução* ist ein weiteres Gerichtsverfahren, in dem der Gläubiger vor Gericht die Rückzahlung der Schuld fordert. Der Beklagte wird hierin aufgefordert, seine Schuld innerhalb von 24 Stunden zu begleichen oder Vermögensgegenstände zu benennen, die als Pfandobjekte für die ausstehende Forderung verwendet werden können (*penhora de ativos*). Aus juristischer Sicht besteht daher kaum ein Unterschied zwischen einem gesicherten und einem ungesichertem Kredit, da der Gläubiger in beiden Fällen dieselben Verfahren bemühen muß. De facto kann aber davon ausgegangen werden, daß im Falle eines gesicherten Kredits, Vermögensgegenstände für die *penhora* zur Verfügung stehen. Wird ein Vergleichsverfahren (*concordata*) eröffnet, so werden bei gesicherten Gläubigern die als Sicherheiten dienenden Vermögensgegenstände automatisch in die *penhora* aufgenommen. Im Falle des Konkurses der Firma werden die Pfandobjekte versteigert und die Gläubiger werden ausbezahlt.

Banken drängen jedoch in den seltensten Fällen auf die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, da das brasilianische Konkursrecht den Ansprüchen von Arbeitern und Steuerbehörden eine höhere Priorität einräumt. Nach brasilianischem Konkursrecht werden Ansprüche gegenüber Unternehmen in folgender Reihenfolge befriedigt: (i.) Löhne und Entschädigungszahlungen der Arbeiter, (ii.) Steuerforderungen (zuerst Forderungen der Bundes-, dann der Landes- und schließlich der Gemeindesteuerbehörden), (iii.) gesicherte Kredite, (iv.) ungesicherte Kredite. Im Falle eines Konkurses bleibt den Banken

⁴² Für den Forderungseinzug auf gerichtlichem Wege sind vor allem die Artikel 566 bis 795 des *Código de Processo Civil*, Lei Federal 5.869 vom 11. Januar 1971 relevant.

nach Bezahlen der Gerichts- und Anwaltskosten und den bevorrechtigten Forderungen von Arbeitern und Steuerbehörden in der Regel nichts mehr aus der Konkursmasse. Für Banken macht es daher wenig Sinn, ein Konkursverfahren zu beantragen, um ihre ausstehenden Forderungen zu erlangen.⁴³ Ebenso wenig hilft die Androhung eines Konkursverfahrens, um den Kreditnehmer zur Begleichung seiner Schuld zu bewegen. Im allgemeinen ziehen es Banken daher vor, den Kreditnehmern aus den Schwierigkeiten zu helfen.

Als ein Ergebnis läßt sich festhalten, daß das brasilianische Konkursrecht den Gläubigern wenig Schutz vor opportunistischem Verhalten der Kreditnehmer bietet. Besser wäre es, wie erst kürzlich in Argentinien geschehen, das Konkursrecht so zu ändern, daß den Forderungen gesicherter Gläubiger eine höhere Priorität eingeräumt wird als den Ansprüchen der Arbeiter und der Steuerbehörden. Dies würde zu einer Belebung der brasilianischen Kreditmärkte beitragen.

Das Hauptproblem des Forderungseinzugs auf gerichtlichem Wege liegt aber darin begründet, daß die Verfahren äußerst langwierig sind und zahlreiche Einspruchsmöglichkeiten bieten, die für Schuldner starke Anreize zum Zahlungsverzug bereiten. Über 90 Prozent der von Pinheiro (1998) befragten Geschäftleute sehen in der Langwierigkeit der Gerichtsverfahren das Hauptproblem des brasilianischen Justizwesens. Eine *ação de conhecimento* dauert im Durchschnitt fünf Jahre. Der darauf folgende Verfahrensschritt, die *ação de execução*, kann unter Ausnutzen aller Einspruchsmöglichkeiten (*embargo à ação de execução*) weitere fünf Jahre dauern. Wird dann ein Urteil gefällt, kann der Schuldner immer noch Berufung einlegen und sich an die nächst höhere Instanz wenden. Selbst in São Paulo, Brasiliens Finanzzentrum, kann es dann durchaus sein, daß es alleine zwei Jahre dauert, bis im *Tribunal de Justiça* der Fall einem Richter zugewiesen wird (Pinheiro und Cabral 1998, S.26f).

Die Langsamkeit der Gerichte ist nach Einschätzung von Aith (1998) nicht die einzige Problematik, mit der Banken konfrontiert werden: „The well-known and long-standing sluggishness of the Brazilian justice, which turns a collection suit into an eight-year-long process (the Northwest region has ten-year-old cases), is not the only problem.

⁴³ In Deutschland beispielsweise genießen gesicherte Kreditgeber einen wesentlich höheren Rechtsschutz. Das Recht zur Absonderung, d.h. zur vorzugsweisen Befriedigung aus einem zur Masse gehörenden Gegenstand, bestimmt sich nach §§ 49-52 InsO. Danach kann der Gläubiger, der ein Sicherungsrecht an einem zur Masse gehörenden Gegenstand inne hat, verlangen, daß der Verwertungserlös aus dieser Sache *vor allen anderen* zur Tilgung seiner Forderung verwandt wird. Zur Absonderung berechtigt sind Inhaber von – gesetzlich und vertraglich begründeten – Pfandrechten, Sicherungseigentum, Forderungen aus Sicherheitsabtretung, verlängertem und erweitertem Eigentumsvorbehalt und Zurückbehaltungsrechten.

Since 1988, the so called retail banks (...) have had problems within the judiciary that have caused them to decide against doing business in certain states, or reduce them and not carry through investments they would otherwise have gone ahead with“ (Aith 1998, S.2). Die Korruption innerhalb des Justizwesens mancher Bundesstaaten verhindert demnach reale Investitionen bzw. eine Ausweitung des Bankgeschäftes. Eine weitere Konsequenz, die Banken aus den Ineffizienzen des brasilianischen Justizwesens ziehen, ist die Erhöhung der Spreads – nach Einschätzung von Aith (1998, S.1) um bis zu 30 Prozent.

Weiterhin sind die Gerichts- und Anwaltskosten für die Gläubiger ein Problem. Im allgemeinen lohnt es sich für Gläubiger nur die Gerichte zu bemühen, wenn sie über eine eigene Rechtsabteilung im Hause verfügen. Die Aufnahme eines Verfahrens zum Forderungseinzug kleinerer Darlehen lohnt ebenfalls nicht.

Selbst wenn Gesetze eindeutig die Rechte der Kreditgeber garantieren, so bedeutet dies noch nicht, daß die Rechte der Gläubiger von den Gerichten auch durchgesetzt werden. Pinheiro und Cabral (1998, Kapitel 4) zeigen, daß die Größe des Kreditmarktes von der Qualität der Durchsetzung von Gesetzen abhängt. Sie nützen dabei das föderale System Brasiliens aus, in dem die Rechte der Gläubiger bundesweit gelten, aber auf Länderebene von den Gerichten durchgesetzt werden. Mit Hilfe einer Regressionsanalyse weisen sie nach, daß die Größe der Kreditmärkte der einzelnen Bundesländer mit der Performance des Justizwesens korreliert ist. Je ineffizienter die Gerichte bzw. je weniger die Rechte der Kreditnehmer durchgesetzt werden, desto geringer ist das vermittelte Kreditvolumen in den jeweiligen Bundesländern.⁴⁴

Chile. Das Vertrauen der Öffentlichkeit in die chilenische Justiz ist für lateinamerikanische Verhältnisse recht hoch, wobei jedoch noch immer ein gewaltiger Abstand zu

⁴⁴ Die Daten zur Effizienz des Justizwesens auf Länderebene wurden durch mehrere Umfragen unter Geschäftsleuten von Pinheiro (1998) gewonnen. Fünf Bundesländer aus dem Norden Brasiliens wurden mangels Daten nicht in die Untersuchung einbezogen (Acre, Rondônia, Amapá, Roraima und Tocantins). Das ökonomische und demographische Gewicht dieser Staaten ist allerdings sehr gering. Das Ranking der restlichen Bundesländer wurde nach dem Anteil der befragten Geschäftsleute erstellt, die die Qualität der Justiz als schlecht oder sehr schlecht in dem jeweiligen Bundesland einschätzten – im folgenden ausgedrückt durch eine hohe Indexzahl (in Klammern): Sergipe (0,80), Mato Grosso (0,67), Pará (0,62), Espírito Santo (0,61), Bahia (0,59), Ceará (0,59), Goiás (0,58), Maranhão (0,58), Paraíba (0,58), Paraná (0,57), Alagoas (0,55), Rio de Janeiro (0,55), Minas Gerais (0,50), Santa Catarina (0,50), São Paulo (0,49), Rio Grande do Norte (0,48), Amazonas (0,47), Pernambuco (0,47), Rio Grande do Sul (0,47), Distrito Federal (0,40), Mato Grosso do Sul (0,33).

den meisten entwickelten Industrienationen besteht.⁴⁵ Das chilenische System steht aber vor denselben Herausforderungen und leidet an denselben Problemen wie das Justizwesen in den übrigen lateinamerikanischen Länder. Problematisch ist in erster Linie die Langsamkeit der Gerichtsverfahren, die hohe Auslastung der Gerichte und Ineffizienzen beim administrativen Ablauf.

Tabelle 3.2.3 zeigt die Auslastung der Gerichte in einigen Ländern Lateinamerikas für die vergleichbare Daten vorhanden waren. Die Zahlen verdeutlichen, wie lange es bei gegebener Effizienz der Gerichte dauern würde, um sowohl die laufenden als auch noch schwebenden handelsrechtlichen Fälle abzuschließen. Beispielsweise würde es im Falle Ecuadors knapp zehn Jahre dauern (Durchschnitt der Jahre 1994-96), um alle noch laufenden und anhängigen Fälle abzuschließen. In Chile würde die Bearbeitungszeit bei etwas mehr als drei Jahren liegen, im brasilianischen Bundesstaat São Paulo noch etwas weniger, bei knapp drei Jahren. Zum Vergleich: In der Bundesrepublik Deutschland liegt dieser Indikator bei 1,6 Jahren.

Tabelle 3.2.3 Auslastung der Gerichte in Lateinamerika, 1994-96

Die Angaben bezeichnen die Quote der laufenden und schwebenden handelsrechtlichen Fälle in Relation zu den abgeschlossenen Fällen („congestion rate“) pro Jahr

LAND	1994	1995	1996	1994-96 ^{/1/}
Ecuador	8,83	9,6	11,01	9,81
Panama	4,7	6,38	6,21	5,76
Brasilia	n.v.	3,29	3,23	3,26
Chile	4,02	3,04	2,57	3,21
São Paulo	n.v.	n.v.	2,77	2,77
Kolumbien	2,04	1,42	1,8	1,75
Deutschland	1,61	1,61	1,63	1,62

Anmerkung:

Die Quote verdeutlicht, um welchen Faktor die Gerichte ihre aktuelle Kapazität erhöhen müßten, um ihre laufenden und noch schwebenden Fälle in einem Jahr zu erledigen. Die Daten beziehen sich ausschließlich auf handelsrechtliche Fälle der ersten Instanz in den jeweiligen Ländern; im Falle Brasiliens wurden mangels Daten nur die Bundesländer Brasilia und São Paulo in die Statistik aufgenommen. Für Argentinien sind keine vergleichbaren Daten vorhanden. Vgl. auch Dakolias (1999).

/1/ Durchschnittliche Quote der Jahre 1994-96.

Quelle: Weltbank, *Judicial Sector Indicators Database*

⁴⁵ Im "World Competitiveness Report" des International Institute for Management Development (1999) erhielt Chile 5,4 von zehn möglichen Punkten und rangiert damit weit hinter z.B. Neuseeland, Platz eins mit 8,9 Punkten, Deutschland, Platz neun mit 8,2 Punkten oder dem Vereinigten Königreich auf Platz 18 mit 7,6 Punkten. Vgl. zu Einzelheiten zur Konstruktion des Rankings Fußnote 40 bzw. International Institute for Management Development (1999, S.512f).

Im Falle Chiles ist eine fallende Tendenz der Quote der laufenden und noch schwebenden handelsrechtlichen Fälle in Relation zu den abgeschlossenen Fällen erkennbar: Der Indikator sank von 4,02 im Jahr 1994 auf 2,57 im Jahr 1996. Die fallende Tendenz der Gerichtsauslastung ist unter anderem eine Konsequenz der verstärkten Investitionen in das Justizwesen seit dem Jahr 1991. Der Übergang von einem Militärregime zu einer Demokratie war mit Reformen im Justizwesen verbunden; dazu gehörte unter anderem die Gründung neuer Gerichtshöfe, Investitionen in die juristische Infrastruktur und in die Informationstechnologie, die Erhöhung der Gehälter der Richter etc. Weitere Reformen sind jedoch notwendig, um die Gerichte noch stärker zu entlasten und die Bearbeitungszeit der Fälle, die im Jahr 1991 noch bei durchschnittlich 513 Tagen⁴⁶ lag, weiter zu reduzieren.

3.2.2.3 Fazit

Finanzmärkte sind unvollkommen. Inhärente Charakteristika von Finanzmärkten implizieren, daß Marktmängel in allen Ländern und insbesondere in den institutionell schwächer entwickelten Staaten Lateinamerikas relevant sind. Die Schaffung eines finanziellen Ordnungsrahmen erscheint vor diesem Hintergrund als zwingend notwendig, damit Finanzsysteme ihren Beitrag zum wirtschaftlichen Wachstum in voller Höhe entfalten können.

Unterstützende Maßnahmen seitens des Staates zur Informationsproduktion und solide Rechtsinstitutionen sind grundlegend für effiziente Finanzintermediation gleich welcher Art – sei diese bank- oder marktbasierend. Der Staat kann durch den Aufbau geeigneter Einrichtungen zur Informationsproduktion wie zum Beispiel die Einführung adäquater Buchführungs- und Offenlegungssysteme sowie durch eine intakte rechtliche Infrastruktur, dazu beitragen, bestehende Informationsgefälle unter den Marktteilnehmer zu reduzieren. Der Schutz und die schnelle und zuverlässige Durchsetzung der Rechte von Kreditgebern und Aktionären fördert die Entwicklung des Bankwesens und der Kapitalmärkte.

⁴⁶ Nach einer Studie von Fernandez (1993) dauerte die Bearbeitung eines zivilrechtlichen Falles in erster und zweiter Instanz in Santiago de Chile durchschnittlich 513 Tage.

Die wichtigste Empfehlung, die aus der vorhergehenden Analyse offensichtlich wurde, bezieht sich auf die Reform des Justizwesens. Korruption, hohe Gerichts- und Durchsetzungskosten, die Langsamkeit der Gerichtsverfahren sowie die oft inadäquate Gesetzgebung im Finanzwesen sind die Hauptprobleme. Die Gesetzgebung, die Durchsetzung der Gesetze bzw. die rechtliche Infrastruktur im allgemeinen sollten daher unbedingt den Erfordernissen eines modernen marktwirtschaftlichen Systems angepaßt werden. Beispielsweise würde in Brasilien eine Änderung des Konkursrechtes, welches eine bevorzugte Behandlung der Gläubiger vor den Ansprüchen der Arbeitnehmer und des Staates im Konkursfall von Unternehmen erlauben würde, zu einer Belebung der Kreditmärkte führen. In Argentinien und Chile werden die Ansprüche gesicherter Gläubiger bereits bevorrechtigt behandelt.

Doch selbst ohne umfangreiche Gesetzesreformen kann das Vertrauen der Kreditgeber und Aktionäre gestärkt werden. Kreditgeber könnten durch schnell und effizient arbeitende Konkurs- und Vergleichsgerichte besser geschützt werden und ihre Ansprüche könnten gegenüber Schuldnern schneller und gerechter befriedigt werden. Selbst ohne wirkungsvolle Gesetze würden schnellere Vergleichs- und Konkursverfahren die Position gesicherter Gläubiger stärken und die Entwicklung der Finanzintermediation vorantreiben.

Des weiteren sollten Institutionen gefördert werden, die ein Substitut zum Schutz und der schnellen Durchsetzung der Rechte von Kreditnehmern darstellen. Hierunter fallen insbesondere unterstützende Maßnahmen des Staates zur Informationsproduktion wie beispielsweise Informationsaustauschsysteme über Kreditnehmer. In diesem Bereich wurden in Lateinamerika bereits einige Fortschritte erzielt. Im Jahr 1997 wurden Evidenzzentralen in Argentinien und Brasilien ins Leben gerufen bzw. die Aktivitäten verschiedener bereits existenter Kreditbüros besser koordiniert.

Ein weiterer wichtiger Punkt bezieht sich auf die Buchführungs- und Offenlegungsstandards. Diese sollten baldmöglichst an internationale Standards angepaßt werden. Noch viel wichtiger wäre aber, für eine strikte Durchsetzung der bereits vorhandenen Offenlegungsvorschriften zu sorgen.

3.2.3 Anreizstrukturen im Bankensektor

Bankensysteme beschreiben die Ordnung der Banken eines Landes untereinander und zu ihrer Umwelt. Zentrale Akteure innerhalb des Systems sind die Geschäfts- und Notenbanken. Bankensysteme sind dynamische Gebilde, die Veränderungen im Zeitablauf unterliegen und dementsprechend durch die historische Entwicklung determiniert werden. Das Verhalten und die Entwicklung der Finanzintermediäre wird dabei entscheidend geprägt durch die Anreizstrukturen, innerhalb derer sie agieren. Das Verhalten der Finanzintermediäre beeinflusst wiederum die operative Effizienz der Finanzinstitute, die Effektivität der Ressourcenallokation, die Stabilität von Finanzsystemen und damit Wirtschaftswachstum im allgemeinen.

Die enorm hohen Kosten von Bankenkrisen ließen den Finanzdienstleistungssektor – neben der Versicherungswirtschaft – zu der am stärksten staatlich reglementierten Branche werden. Erklärtes Ziel der Regulierungen sollte es aus ökonomischen Gesichtspunkten sein, die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors, der besonders vertrauensempfindlich ist, durch Gläubigerschutz zu sichern. In lateinamerikanischen Volkswirtschaften stand dieser Aspekt nicht immer im Vordergrund. Regulierungen im Bankensektor wurden unter anderem dazu mißbraucht, Staatsdefizite zu finanzieren, sektorale politische Ziele zu erreichen sowie eine Umverteilung von Einkommen durchzuführen.

Im folgenden wird versucht, eine geeignete, durch den Staat festgesetzte, regulative Struktur für das Bankwesen in der lateinamerikanischen Region zu finden, die den Verhältnissen in den jeweiligen Ländern gerecht wird und die Stärken und Schwächen des Finanzsystems sowie die Möglichkeiten der regulativen Instanzen einschließt. Grundlegend hierfür ist die Beachtung marktwirtschaftlicher Grundsätze, d.h. den Geschäftsleitern der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute wird die alleinige Verantwortung für ihre geschäftspolitischen Entscheidungen belassen. Die Tätigkeit der Institute wird nur durch qualitative und quantitative Rahmenbestimmungen und die Pflicht, gegenüber den Aufsichtsbehörden ihre Bücher offenzulegen, eingeschränkt. Die Intensität der Beaufsichtigung der Finanzdienstleistungsinstitute richtet sich nach Art und Umfang der angebotenen Finanzdienstleistungen. Besonderes Augenmerk wird dabei auf eine angemessene Regulierung und Überwachung der Finanzmittler (Abschnitt 3.2.3.1) sowie auf den besonderen Aspekt des Wettbewerbs im Bankensektor (Abschnitt 3.2.3.2) gelegt.

3.2.3.1 Angemessene Regulierung und Überwachung von Finanzintermediären

3.2.3.1.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen

“In wild periods of alarm, one failure makes many and the best way to prevent the derivative failures is to arrest the primary failure which causes them.” Walter Bagehot (1873, S.51)

Die Regulierung und Überwachung von Finanzintermediären ist ein wichtiger Bestandteil der Anreizstrukturen im Bankensystem und die Gestaltung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen beeinflusst in hohem Maße das Verhalten von Finanzintermediären. Staatliche Interventionen in das Finanzsystem in Form einer Regulierung von Finanzintermediären sind in erster Linie aufgrund der Existenz von Externalitäten beim Überwachen und beim Zusammenbruch von Finanzinstitutionen gerechtfertigt (vgl. Abschnitt 3.2.1). Ziel der Regulierungen ist es, sichere und solide Geschäftspraktiken zu unterstützen bzw. eine übermäßige Risikoaufnahme einzelner Finanzinstitute zu unterbinden, um so zu dem gesellschaftlichen Ziel eines stabilen und leistungsfähigen Finanzsektors beizutragen. Eine wirksame Bankenaufsicht liefert ein öffentliches Gut, das der Markt allein nicht hervorbringen kann. In Kombination mit einer soliden und nachhaltigen Wirtschaftspolitik ist die Bankenaufsicht maßgebend für die Stabilität des Finanzwesens in einer Volkswirtschaft.

Grundsätzlich gibt es drei Gruppen, die für eine Überwachung von Finanzintermediären in Frage kommen. Dies sind erstens die Eigentümer der Finanzinstitutionen, zweitens der Markt und drittens die staatlichen Überwachungsinstitutionen. Aufgabe des Staates ist es, das Regelwerk für Finanzintermediäre so zu konstruieren, daß diese drei potentiellen Überwachungsinstanzen sich die Bürde der Internalisierung der im Bankwesen auftretenden externen Effekte teilen. Durch das Prinzip der Vervielfachung der Überwachungsinstanzen reduziert sich das Risiko, daß eine Bank in die Zahlungsunfähigkeit abgleitet, ohne daß das Problem früh genug erkannt wird, um Abhilfemaßnahmen zu ergreifen.

Anreizstrukturen für Eigentümer, Gläubiger und andere Anspruchsberechtigte. Neben der angemessenen Eigenkapitalausstattung und der laufenden Bankenaufsicht ist die Geschäftsbetriebserlaubnis als Voraussetzung zur Institutserrichtung in diesem Zusammenhang eine wichtige Maßnahme, um ein solides Finanzsystem zu fördern. Das in vie-

len Ländern vorhandene Genehmigungsverfahren zur Erlangung einer Geschäftsbetriebserlaubnis für Finanzinstitute soll sicherstellen, daß Eigentümer einer Bank prinzipiell die Fähigkeit und den Anreiz dazu haben, ihre Bank zu überwachen bzw. für ein kompetentes Management zu sorgen. Üblicherweise werden hierfür die fachliche Eignung, die persönliche Zuverlässigkeit des Antragstellers sowie eine Mindestausstattung an haftendem Eigenkapital überprüft. Die Zulassungsvorschriften sollten so gestaltet sein, daß die Effizienz und die Wettbewerbsfähigkeit des Bankgewerbes nicht durch zu rigorose Zulassungsbeschränkungen beeinträchtigt werden.⁴⁷

Aufgrund der strukturellen Gegebenheiten bankgeschäftlicher Aktivitäten wie zum Beispiel der nahezu ausschließlichen Refinanzierung mit Fremdkapital und den spezifischen Liquiditätsdispositionsproblemen ist der eigentliche Zweck der Eigenkapitalvorschriften, eine Beschränkung des Bankrottrisikos der Kreditinstitute zu erreichen, da die Investoren im Falle der Zahlungsunfähigkeit der Bank mit ihrem Eigenkapital haften. Vor diesem Hintergrund verabschiedete der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (1988) Richtlinien zur angemessenen Eigenkapitalausstattung international tätiger Banken, die sich weltweit als eine feste Bezugsgröße für aufsichtsrechtliche Regelwerke etabliert haben. Die Basler Eigenkapitalvereinbarung definiert die Mindestanforderungen an die Eigenkapitalausstattung von Banken anhand eines risikogewichteten Ansatzes für Kredit- und Marktrisiken.

Die Basler Richtlinien sehen einen Solvabilitätskoeffizienten der Banken von mindestens acht Prozent vor, d.h. die Summe aller mit einem vorgegebenen Risikofaktor gewichteten Aktivpositionen eines Kreditinstituts – einschließlich der außerbilanziellen Positionen – müssen zu acht Prozent mit Eigenkapital unterlegt sein. Anders formuliert dürfen die Risikoaktiva einer Bank das 12,5-fache ihres Eigenkapitals nicht übersteigen. Die Risikogewichte sehen beispielsweise einen Faktor von Null für Forderungen an OECD-Staaten, 0,2 für Forderungen an Banken mit einer Laufzeit von unter einem Jahr, 0,5 für Grundschuld und Hypothekendarlehen und einen Faktor von eins für alle anderen Forderungen vor.

Die Basler Richtlinien wurden teilweise stark kritisiert. Es gibt beispielsweise keine empirisch gesicherte Begründung für die konkreten Risikogewichtungen einzelner Geschäftsarten. Um zwischen den unterschiedlichen Adressenausfallrisiken angemessen zu differenzieren, bedarf es zudem einer höheren Anzahl von Kreditrisikoklassen als in

⁴⁷ Vgl. hierzu auch die Richtlinien für eine wirksame Bankenaufsicht des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (1997).

der aktuellen Regelung vorhanden ist. Auch die Frage, warum gerade acht Prozent und nicht z.B. sechs oder sechzehn Prozent eine angemessene Eigenkapitalausstattung darstellen, konnte nicht zufriedenstellend beantwortet werden (vgl. Dewatripont und Tirole 1994). Angesichts der jüngsten Finanzkrisen in OECD-Staaten kann bereits für diese entwickelten Länder hinterfragt werden, ob ein Solvabilitätskoeffizient von acht Prozent angemessen ist. Für die Banken in lateinamerikanischen Entwicklungsländern gilt dies aufgrund der mangelnden institutionellen Entwicklung und den makroökonomischen Unsicherheiten um so mehr. Caprio und Vittas (1995) verweisen auf die US-amerikanischen und deutschen Banken, die in der frühen Phase der industriellen Entwicklung ihrer Länder Eigenkapitalquoten von 25 Prozent und höher hatten. Ebenfalls ist bekannt, daß der statische Ansatz der Basler Beschlüsse Ineffizienzen bei der Ressourcenallokation hervorrufen und entweder zu einer inadäquaten Eigenkapitalausstattung oder unnötigen Kosten für die Banken führen kann (Nickerson 1995).⁴⁸

Dennoch führte die Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 zu einer Stärkung der Solidität und Stabilität des internationalen Bankwesens. Vor allem in der Übergangszeit von 1988-92 war infolge der Vereinbarung bei nahezu allen international tätigen Banken eine wesentliche Erhöhung der Eigenkapitalquote zu verzeichnen (Jackson 1999). Dieser Trend setzte sich grundsätzlich fort, hauptsächlich auch deswegen, weil sich der Druck des Marktes auf die Banken zur Einhaltung hoher Eigenkapitalquoten verstärkt hat. Die Basler Richtlinien stellen somit einen ersten Schritt dar, die risikobehafteten Positionen von Banken zu begrenzen, und zwar in der Weise, daß mit wachsendem Volumen an risikobehafteten Geschäften auch die Eigenkapitalausstattung steigen muß, um potentiell höhere Verluste aus diesen Geschäften besser auffangen zu können.

Anreizstrukturen für Marktteilnehmer. Marktdisziplin im Bankwesen bezeichnet eine Situation, die dadurch gekennzeichnet ist, daß für private Marktteilnehmer Kosten

⁴⁸ Um die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen besser an die zugrundeliegenden Risiken anzupassen, wurde vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht die Einführung einer neuen Regelung zur angemessenen Eigenkapitalausstattung beschlossen, die die Vereinbarung von 1988 ersetzen soll. Die neue Eigenkapitalregelung soll aus drei tragenden Elementen bestehen: Mindestkapitalanforderungen, einem Überprüfungsverfahren durch die Aufsichtsbehörden und einem wirksamen Einsatz der Marktdisziplin. Für die Mindestkapitalanforderungen soll nach Auffassung des Ausschusses eine abgewandelte Fassung der bisherigen Eigenkapitalvereinbarung weiterhin als „Standardmethode“ gelten, bei einigen hoch entwickelten Banken könnten jedoch interne Kredit-Ratings und in einem späterem Stadium Portfoliomodelle zu einer genaueren Berechnung der dem besonderen Risikoprofil der Banken angemessenen Eigenkapitalanforderungen beitragen. Vgl. für den genauen Wortlaut der geplanten Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung das Konsultationspapier des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (1999).

anfallen, die mit zunehmender Risikoaufnahme durch die Bank größer werden, und die Marktteilnehmer aufgrund dieser Kosten bestimmte Maßnahmen ergreifen (Berger 1991). Beispielsweise werden Anleger, die nicht durch eine Einlagensicherung geschützt sind, von Banken mit einem riskanterem Geschäftsgebaren entweder höhere Zinsen verlangen oder ihre Einlagen von der Bank abziehen. Martinez Peria und Schmukler (1998) weisen am Beispiel Argentinien, Chile und Mexiko in den achtziger und neunziger Jahren die Existenz einer Marktdisziplin selbst für Kleinanleger nach. Wie jedoch bereits in Abschnitt (3.2.2) deutlich wurde, stellt die Verpflichtung zur Offenlegung aufsichtsrechtlicher Informationen durch die Banken eine grundlegende Voraussetzung für die Entfaltung einer wirksamen Marktdisziplin dar. Die Verpflichtung zur Ausgabe unversicherter nachrangiger Verbindlichkeiten und die Erfordernis, sich von unabhängigen Rating-Agenturen bewerten zu lassen, sind weitere Möglichkeiten, den Umfang und die Anreize für eine zusätzliche Überwachung der Banksolidität durch den privaten Sektor zu vergrößern.

Die Inhaber nachrangiger Verbindlichkeiten, die im Falle der Zahlungsunfähigkeit als erste Verluste verzeichnen, haben ein besonderes Interesse daran, auf eventuelle Unstimmigkeiten zu achten, vorausgesetzt, sie sind von den Eigentümern der Bank unabhängig. Um die Unabhängigkeit der Inhaber zu gewährleisten, schlug Calomiris (1997) vor, die nachrangigen Verbindlichkeiten im Ausland zu emittieren. Selbst wenn die Inhaber nachrangiger Verbindlichkeiten nur wenig Einfluß auf das Management der Bank haben, so bleibt doch die Signalwirkung des Marktpreises dieser Verbindlichkeiten an die anderen Marktteilnehmer und an die Aufsichtsinstanzen. Durch das Erfordernis, nachrangige Verbindlichkeiten zu begeben, wird für Banken ein Anreiz geschaffen, ihr wahres Risikoprofil offenzulegen und sich ein Reputationskapital aufzubauen. Dies erleichtert es den Marktteilnehmern, Banken mit hohem Risikoprofil von grundlegend sicheren und soliden Banken zu unterscheiden, so daß die Marktdisziplin früher und wirksamer einsetzen kann (Bossone 1999).

Anreizstrukturen für die Aufsichtsbehörden. In einem wirksamen Bankenaufsichtssystem sollten die Zuständigkeiten und Ziele für alle Stellen, die an der Aufsicht über Finanzinstitute beteiligt sind, klar definiert sein. Die Aufsichtsbehörde muß diese Ziele unabhängig und ohne politischen Druck verfolgen können. Die Aufsichtsorgane sollten operativ unabhängig sein und über angemessene personelle und finanzielle Ressourcen verfügen, um die gesteckten Ziele verwirklichen zu können. Gerade in Ent-

wicklungsländern wird jedoch das Überwachungspersonal oft schlecht bezahlt, was zur Folge hat, daß qualifiziertes Personal eher in der Privatwirtschaft eine Anstellung sucht.

Eine geeignete Rechtsgrundlage für die Bankenaufsicht muß ebenfalls vorhanden sein. Sie sollte der Bankenaufsicht zum einen genügend Flexibilität lassen, gegebenenfalls administrative Aufsichtsvorschriften festzulegen, damit die gesteckten Ziele erreicht werden können. Zum anderen sollte den Aufsichtsbehörden die Befugnis eingeräumt werden, Informationen einzuholen und unabhängig zu überprüfen (*off-site* und *on-site supervision*). Falls Aufsichtsvorschriften nicht eingehalten werden, sollte die Behörde auch in der Lage sein, Strafmaßnahmen durchsetzen zu können – einschließlich der Befugnis, Einzelpersonen abzurufen, Sanktionen zu verhängen und Zulassungen zum Geschäftsbetrieb aufzuheben.⁴⁹

Daß derartig umfangreiche Befugnisse für die Bankenaufsichtsbehörden notwendig sind, zeigen auch die Erfahrungen einiger lateinamerikanischer Länder, die teilweise sehr kostspielige Banken Krisen durchlebten. Im folgenden werden diese Erfahrungen besprochen und untersucht, inwieweit die in diesem Abschnitt vorgestellten Prinzipien zur angemessenen Regulierung und Überwachung von Finanzintermediären in Argentinien, Brasilien und Chile berücksichtigt wurden.

3.2.3.1.2 Aktuelle Situation in den Reformländern

Die Einsicht zur Notwendigkeit einer angemessenen Regulierung und Überwachung von Banken ist eine augenfällige Entwicklung im lateinamerikanischen Bankwesen. Diese Einsicht wurde durch die bitteren Erfahrungen mehrerer Banken Krisen teuer erkaufte. Das Beispiel der chilenischen Banken Krise zu Beginn der achtziger Jahre verdeutlicht insbesondere die Notwendigkeit angemessener Vorschriften zur Risikokontrolle und einer Beschränkung von Großkrediten bzw. von Krediten an verbundene Unternehmen sowie die Notwendigkeit gesetzlicher Grundlagen für ein unabhängiges Eingreifen der Aufsichtsbehörden. Auch die jüngste Banken Krise in Argentinien, die sogenannte Tequila-Krise, illustriert die Notwendigkeit einer wirksamen Bankenaufsicht.

⁴⁹ Vgl. hierzu auch die Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (1997).

Argentinien. Unmittelbarer Auslöser der Tequila-Krise war die Abwertung des mexikanischen Peso am 20. Dezember 1994. Die argentinischen Universalbanken, die typischerweise große Handelspositionen in Aktien und Anleihen hatten und fast vollständig von Firmenkundeneinlagen abhingen, spürten die Auswirkungen als erste. Abzüge von diesen Banken und gleichzeitige Rückgänge in den Interbankenausleihungen zwangen einige dieser Banken zur Liquidation. Als die Nachricht der Zusammenbrüche sich verbreitete, flohen die Privatkunden – wegen des Fehlens einer Einlagensicherung – von den schwachen Provinz-, Genossenschafts- und kleinen Privatbanken und erzeugten damit eine Bankenkrise. Es kam zu einem Nettoabzug aus dem Bankensektor von 8 Mrd. US-Dollar zwischen Dezember 1994 und März 1995, was 18% der Einlagen entsprach.

Die Zentralbank reagierte im Januar 1995 mit der Gründung eines Sicherheitsnetzes von 790 Mio. US-Dollar, finanziert durch 2% der Mindestreserveverordnungen aller Finanzinstitute, und gab diese Gelder zur Verwaltung an den staatlichen *Banco de la Nación* weiter. Die Staatsbank vergab mit den Mitteln besicherte Kredite an Banken, die Liquidität benötigten. Weitere Liquidität wurde dem System durch die Senkung der Mindestreservesätze zugeführt. Die Reservesätze wurden in nur 90 Tagen von durchschnittlich 18,8 Prozent auf durchschnittlich 12,9 Prozent reduziert und finanzierten so ungefähr die Hälfte des Einlagenabzuges. Darüber hinaus wurde die Satzung der Zentralbank im Februar dahingehend geändert, daß sie öffentliche Wertpapiere mit einer Laufzeit von mehr als 30 Tagen in einer Höhe, die das Reinvermögen der kreditnehmenden Bank überstieg, beleihen konnte, d.h. ihre diskretionären Möglichkeiten wurden erweitert. Um die Neugliederung und Konsolidierung der privaten Banken zu erleichtern, gründete die Regierung einen Treuhandfonds, der durch Dollaranleihen der Regierung von Argentinien in Höhe von bis zu 2 Mrd. und einem 500 Mio. US-Dollar Kredit der Weltbank finanziert wurde. Der letzte Schritt des Krisenmanagements bestand in der Einführung einer eingeschränkten, privat finanzierten Einlagensicherung.

Die Krise machte deutlich, daß solide makroökonomische Grundlagen, eine angemessene Liquidität und eine wirksame Bankenaufsicht unabdingbar für ein gesundes Finanzwesen sind. Seit der Krise bekräftigte die Regierung ihre Position zu einer wirksamen Bankenaufsicht und verschärfte die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen. Die Eigenkapitalausstattung argentinischer Banken liegt heute mit einem Solvabilitätskoeffizienten von 11,5 Prozent wesentlich über dem der Basler Eigenkapitalvereinbarung von acht Prozent. Zudem wurden Vorschriften zur Kreditklassifizierung, zu Geschäften mit Tochtergesellschaften, zum internen und externen Prüfungswesen sowie zur Diversifikation der Kreditrisiken erlassen. Die angemessene Eigenkapitalausstattung der Geschäfts-

banken unterliegt nun Risikoratings auf der Grundlage der CAMEL- bzw. BASIC-Kriterien.⁵⁰ Dies impliziert, daß Banken mit einem geringeren Risikoprofil nach den CAMEL-Kriterien ihre Geschäfte mit geringfügig weniger Eigenkapital unterlegen müssen und Banken mit höherem Risikoprofil entsprechend umgekehrt. Zusammen mit der Verbesserung der Regulierung sind auch die Kapazitäten zur Durchführung der Kontrollen verstärkt worden. Die argentinische Bankenaufsicht wird heute allgemein als stringent angesehen.

Brasilien. Brasilien blieb in jüngerer Zeit von schwereren Bankenkrisen verschont. Durch die makroökonomische Stabilisierung im Rahmen des Plano Real und dem damit verbundenen Wegfall der Einnahmen aus dem sogenannten *float*⁵¹ gerieten jedoch Mitte der neunziger Jahre einige Banken in eine finanzielle Schieflage. Die fortschreitende makroökonomische Stabilisierung der Volkswirtschaft offenbarte die in jahrzehntelanger Inflationsatmosphäre akkumulierten Ineffizienzen des brasilianischen Bankwesens.

Der Anteil des Bankensektors an der inländischen Wertschöpfung halbierte sich innerhalb von zwei Jahren von 15 Prozent im Jahr 1993 auf sieben Prozent im Jahr 1995. Von Mitte 1994 bis Ende 1997 wurden 43 Banken durch die Zentralbank geschlossen oder unter Intervention (*Regime de Administração Especial Temporária*, RAET) gestellt. Neben der Liquidation von Problembanken kam es auch zu Rekapitalisierungsmaßnahmen wie im Falle des *Banco do Brasil*, dessen Rettung allein nahezu acht Mrd. US-Dollar verschlang. Des weiteren wurden durch die Programme PROER und PROES monetäre Anreize zu Fusionen und Übernahmen von Banken geschaffen. Die Programme gewähren Steuervorteile und staatlich subventionierte Kreditfazilitäten für die schnelle Konsolidierung sowohl der Privatbanken (PROER) als auch der Staatsbanken (PROES). Die bis Ende 1997 entstandenen Kosten der Umstrukturierung beliefen sich auf rund 50 Mrd. Real (ca. sechs Prozent des BIP) an Krediten; die endgültigen Kosten nach Rückzahlung der Kredite werden sich auf Zinsdifferenzen beschränken und nur einen Bruchteil dieses Betrages ausmachen.

⁵⁰ BASIC steht analog den CAMEL Kriterien des *Comptroller of the Currency*, der US-amerikanischen Bankenaufsicht, für *Bonos, Auditoria, Superintendencia, Información* und *Calificación*. Vgl. für weitere Details: Banco Central de la República Argentina (1999).

⁵¹ Der Begriff *float* bezeichnet Erträge, die Banken dadurch erzielen, daß sie z.B. bei Überweisungen oder bei Guthaben auf Girokonten kurzzeitig mit dem betreffenden Geld arbeiten können, ohne Zinsen dafür zu bezahlen. McKinsey (1998) schätzt, daß die Gewinne aus dem *float* von 1993 bis 1995 von 46 Prozent auf 4 Prozent des Gesamtgewinnes zurückgingen.

Die Restrukturierung des brasilianischen Bankwesens wurde unterstützt durch einen Einlagensicherungsfonds (*Fundo Garantidor de Créditos*, FGC), durch eine Erhöhung der angemessenen Eigenkapitalausstattung der Banken auf 11 Prozent, durch erweiterte Interventionsbefugnisse der Zentralbank und strengere Vorschriften für die Wirtschaftsprüfung sowie durch die Freigabe der Bankgebühren.

Chile. In Chile kam es zu Beginn der achtziger Jahre aufgrund des internationalen Konjunkturerinbruchs zu einer Verschlechterung des Cash Flows vieler Unternehmen und zu einem deutlichen Verlust ihres Marktwertes. Die Banken standen dadurch vor dem Problem, daß die Unternehmen zum einen ihren Tilgungen nicht mehr nachkommen konnten und zum anderen die Besicherung der Kredite durch Aktien nicht mehr gewährleistet war. In diesem Zusammenhang führte die Konzentration der chilenischen Ökonomie auf einige *Grupos* zu besonderer Brisanz. Dadurch, daß die Aktienkurse in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre durch *Grupo*-internen Handel in die Höhe getrieben wurden und diese Papiere gleichzeitig zur Besicherung von Krediten durch die *Grupo*-Banken gedient haben, sind interne Kreditbeziehungen (*cartera relacionada*) mit einem sehr hohen Risiko entstanden. Nach Angaben von Arellano (1984) betrugen diese Kredite im Juni 1982 über 21 Prozent der ausstehenden Kredite der fünf größten chilenischen Privatbanken. Bei dem *Banco de Santiago* machten sie sogar über 45 Prozent des Kreditportfolios aus.

Den drohenden Kreditausfall bei überschuldeten Kreditnehmern versuchten die Banken dadurch zu vermeiden, daß sie fällige Forderungen in der Bilanz durch neue ersetzen. Dieses Hochschaukeln der Verschuldung wird auch als *distress borrowing* bezeichnet. Handelt es sich wie in Chile um große Beträge, können die Verluste durch eine tatsächliche Abschreibung der Forderungen nicht selten das Eigenkapital übersteigen. Kommt es nicht zu einer Aufstockung des Eigenkapitals, so muß der Konkurs angemeldet werden. In einer derartigen Situation akuter Insolvenz ist der Anreiz zu rücksichtslosem Verhalten (*Moral Hazard*) sehr hoch. Obwohl in Chile bis 1983 keine explizite Einlagensicherung bestand, gingen die Banken trotzdem davon aus, daß die Regierung im Falle der Insolvenz einer Bank den betroffenen Sparern zu Hilfe kommen bzw. einen *bail-out* durchführen würde. Diese Annahme wurde hauptsächlich genährt durch die Rettung des *Banco Osorno* im Jahr 1977, mit dessen vollständigem *bail-out* die Regierung einen Präzedenzfall schuf.

Durch diesen Vorfall konnten die Beteiligten annehmen, daß es die Regierung im Falle einer ernsten Schieflage einer Bank nicht zu einer Selbstregulierung durch den Markt kommen lassen würde. Ohne den Markt als Korrektiv, der die Kosten des Konkurses entsprechend den Eigentumsrechten verteilt, muß jedoch eine andere Institution diese Regulierungsaufgabe wahrnehmen. Eine mit entsprechenden Vollmachten ausgestattete staatliche Regulierungsinstanz war in Chile zu diesem Zeitpunkt jedoch noch nicht vorhanden. Es kam daher zu dem Phänomen des *distress banking*, wobei die Banken aus juristischer Sicht zumeist legal handelten, die bestehende Bankenaufsicht hingegen lange Zeit mangels gesetzlicher Grundlage keine Möglichkeit zu präventiver Intervention hatte.

Erst im Jahr 1981 wurde seitens der Bankenaufsicht damit begonnen, einige Kontrollmechanismen im Bankensystem zu implementieren. Dazu gehörte eine Klassifizierung der Kredite in fünf Risikostufen mit der Verpflichtung, für alle Kredite ab der dritten Risikoklasse Wertberichtigungen zur Absicherung des Ausfallrisikos vorzunehmen. Die Einführung von Großkreditgrenzen hatte zum Ziel, die Risikokonzentration des Kreditportfolios zu begrenzen. Zudem wurde ein Bewertungssystem für Finanzinstitutionen eingeführt und Aktien als Kreditsicherheiten wurden verboten.

Diese Maßnahmen kamen jedoch zu spät, um eine Bankenkrise zu verhindern. Die gesamten Kosten der Bankenkrise für den Steuerzahler beliefen sich schätzungsweise auf 41 Prozent des Bruttoinlandsproduktes (Barth, Caprio und Levine 2000). Auch im Nachbarland Argentinien trug eine schwache Bankenaufsicht zu der in den Jahren 1980-82 nahezu zeitgleich stattfindenden Bankenkrise bei. Über 70 Banken wurden infolge der Bankenkrise liquidiert bzw. der Aufsicht der Zentralbank überstellt. Die Kosten für die Allgemeinheit werden in diesem Fall auf 55 Prozent des Bruttoinlandsproduktes geschätzt (Barth, Caprio und Levine 2000).

Vergleichende Betrachtung und Bewertung der Bankenaufsicht in Lateinamerika.

Die von Bankenkrisen betroffenen Länder Lateinamerikas, wobei insbesondere Argentinien und Chile sehr kostspielige Krisen zu bewältigen hatten, lernten aus ihren Erfahrungen und besitzen heute ein relativ ausgewogenes Regelwerk und eine funktionierende Bankenaufsicht. Der Ausbruch der Bankenkrise in Rußland und Asien hat die Wachsamkeit der Verantwortlichen noch zusätzlich gestärkt. Tabelle 3.2.4 zeigt einen Überblick über die wichtigsten aufsichtsrechtlichen Regelungen im argentinischen, brasilianischen und chilenischen Bankwesen.

Tabelle 3.2.4 Überblick über die wichtigsten aufsichtsrechtlichen Regelungen im argentinischen, brasilianischen und chilenischen Bankwesen

	ARGENTINIEN	BRASILIEN	CHILE
Geschäftsbetriebserlaubnis	Erforderlich	Erforderlich	Erforderlich
Mindestkapitalausstattung	15 Mio. US\$	4 Mio. US\$ ^{/1/}	23,5 Mio. US\$
Solvabilitätskoeffizient (EK in % der Bilanzsumme)	11,5% ^{/2/}	11,0%	8,0%
Davon: Kernkapital	kein Limit	5,5%	5,75%
Ergänzungskapital	max. 5,75%	5,5%	2,25%
Zahl der Tage bis Kredite als notleidend klassifiziert werden	90 Tage	60 Tage	90 Tage
Wertberichtigung für notleidende Kredite: Problematisch / zweifelhaft / uneinbringlich	25%/50%/100%	20%/50%/100%	20%/60%/90%
Großkreditgrenze (in % des EK)	25% ^{/3/}	25%	5% ^{/4/}
Liquiditätserfordernisse	20%/15%/10% ^{/5/}	78% ^{/6/}	9%/3,6% ^{/7/}
Pflichtrating für Banken	Ja	Ja	Ja, zwei
Zahl der Top-10-Banken mit internationalem Rating	10	10	10
Unabhängige Bankenaufsicht	Ja	Ja	Ja

Anmerkungen:

EK steht für Eigenkapital; für die Definitionen von Kern- und Ergänzungskapital vgl. Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (1988).

/1/ 7 Mio. Real bzw. 4 Mio. US\$ für Geschäftsbanken. Für Investment- und Entwicklungsbanken beträgt die erforderliche Mindestkapitalausstattung 6 Mio. Real (CMN Resolution Nr. 2099/94).

/2/ Die angemessene Eigenkapitalausstattung der Geschäftsbanken unterliegt zusätzlich Risikoratings auf Grundlage der CAMEL- bzw. BASIC-Kriterien.

/3/ Maximal 25 Prozent des Kernkapitals.

/4/ Bis zu 25 Prozent des Eigenkapitals im Falle kreditwürdiger Bankgarantien.

/5/ 20 Prozent für Einlagen bis zu 89 Tagen, 15 Prozent für 90-179 Tage und 10 Prozent für Einlagen von 180-365 Tagen. Die Liquiditätserfordernisse werden verzinst. Zusätzlich existiert ein Bereitstellungsabkommen mit internationalen Geschäftsbanken dessen Höhe auf ca. 10 Prozent der gesamten Einlagen gehalten wird.

/6/ 78 Prozent der Sichteinlagen.

/7/ 9 Prozent der Sichteinlagen und 3,6 Prozent der Termineinlagen.

Quelle: BCRA, BACEN, SBIF, BIZ, Institute of International Bankers (IIB)

Das eingangs im theoretischen Teil erläuterte Prinzip der Vervielfachung von Überwachungsinstanzen wurde bei der Konstruktion des aufsichtsrechtlichen Regelwerkes beachtet. Die Anreizstrukturen für Eigentümer, Gläubiger und andere Anspruchsberechtigte wurden insofern berücksichtigt, als daß die Anforderungen an Banken hinsichtlich Eigenkapital und Kreditvergabe internationalen Standards angepaßt wurden bzw. im Falle Argentiniens und Brasiliens sogar übertroffen werden. In allen drei Ländern ist eine Geschäftsbetriebserlaubnis einschließlich einer Mindestkapitalausstattung

Voraussetzung zum Betreiben eines Finanzinstituts. Auch länderspezifische Erfahrungen sind in das aufsichtsrechtliche Regelwerk eingeflossen. Beispielsweise verfügt Chile aufgrund seiner negativen Erfahrungen mit der Kreditvergabe an verbundene Unternehmen heute über strengere Vorschriften zur Vergabe von Großkrediten als die BIZ-Richtlinien vorsehen.⁵²

Argentinien lernte ebenfalls aus den Erfahrungen der Tequila-Krise. Als Absicherung gegen Liquiditätsengpässe schloß die argentinische Regierung Ende 1996 mit internationalen Geschäftsbanken ein Bereitstellungsabkommen ab. Die Fazilität wird auf einem Niveau von ca. 10 Prozent der gesamten Einlagen gehalten. Zusätzlich zu diesen 10 Prozent sind weitere Liquiditätserfordernisse je nach Laufzeit der Einlagen erforderlich (vgl. Tabelle 3.2.4). Die Liquiditätserfordernisse wurden im November 1995 als Ersatz für die nicht verzinsten Mindestreserven eingeführt. Liquiditätsreserven können in Pensionsgeschäften mit der Zentralbank, eigens dafür geschaffenen Schatztiteln (*Letras de liquidez bancarias*), Einlagen bei erstrangigen Banken im Ausland oder in Anleihen von OECD-Staaten mit einem Investment Grade gehalten werden.

Die Anreizstrukturen für Marktteilnehmer wurden in Lateinamerika überprüft und verbessert. In Argentinien wurden die Banken dazu verpflichtet, in regelmäßigen Abständen nachrangige Verbindlichkeiten herauszugeben. Zusätzlich zu der Überwachung durch die staatliche Bankenaufsicht muß sich in Chile jedes Finanzinstitut regelmäßigen Prüfungen zweier unabhängiger, privater Rating-Agenturen unterziehen, deren Ergebnisse der Öffentlichkeit zugänglich sind. In Argentinien und Brasilien bestehen ähnliche Regelungen. In allen drei Ländern werden die zehn größten Finanzinstitute von internationalen Rating-Agenturen bewertet. Insgesamt trugen die genannten Maßnahmen zu einer Erhöhung der Markttransparenz bei.

Die Ausstattung der Aufsichtsbehörden und die Anreize für eine wirksame Überwachung der Finanzinstitute wurden verbessert. In Brasilien wurde hierfür im Dezember 1997 formal ein Programm (*Programa de aperfeiçoamento dos instrumentos de atuação do Banco Central do Brasil ao sistema financeiro nacional*) gestartet, das mit einem 20 Mio. US-Dollar Kredit der Weltbank finanziert wird. Mit dem Programm wird die Weiterbildung der Mitarbeiter gefördert, die Überwachungspraktiken der Zen-

⁵² Der einzelne Großkredit darf nach der BIZ-Richtlinie 25 Prozent, bei verbundenen Unternehmen 20 Prozent des Eigenkapitals der Bank, die Summe aller Großkredite das Achtfache des Eigenkapitals nicht übersteigen.

tralbank überprüft und eine strategische Planstudie für die zukünftige Entwicklung des Finanzsystems erstellt.

Sowohl in Argentinien als auch in Brasilien und Chile besteht eine unabhängige Bankenaufsicht mit eigener gesetzlicher Grundlage, weitreichenden Kompetenzen und angemessener materieller Ausstattung. Mit der Unabhängigkeit der argentinischen Zentralbank im Jahr 1992 wurde die Bankenaufsicht (*Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias*, SEFyC) der Zentralbank eingegliedert. Eine ähnliche institutionelle Struktur besteht in Brasilien. Die Bankenaufsicht ist dort ebenfalls der Zentralbank eingegliedert. Chile verfügt über eine eigenständige Behörde zur Bankenaufsicht (*Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras*, SBIF).

Die wesentlichen Verbesserungen, die Argentinien, Brasilien und Chile innerhalb der letzten Jahre im Bereich der Bankenaufsicht vornahmen, versucht Tabelle 3.2.5 in einem internationalen Vergleich unter den wichtigsten Emerging Markets deutlich zu machen. In der Tabelle wurde die Bankenaufsicht der Länder nach den Kategorien Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung, Stringenz der Kreditklassifizierung, Höhe der Liquiditätsvorschriften und dem Grad der Markttransparenz bewertet und ein Länder-Ranking von Platz eins bis zwölf erstellt.

Tabelle 3.2.5 Die Qualität der Bankenaufsicht von Emerging Markets im Vergleich

LAND	GESAMT-PUNKTZAHL	EIGENKAPITALERFORDERNIS	KREDITKLASSIFIZIERUNG	LIQUIDITÄT	TRANSPARENZ
Argentinien	11	1	4	4	2
Singapur	13	1	6	5	1
Brasilien	16	5	3	3	5
Chile	16	5	1	8	2
Hong Kong	18	3	9	2	4
Peru	18	5	2	1	10
Kolumbien	23	3	4	6	10
Malaysia	30	5	9	8	8
Philippinen	30	5	6	7	12
Korea	35	10	9	11	5
Thailand	37	10	12	8	7
Indonesien	38	10	8	12	8

Quelle: Eigene Darstellung unter Verwendung von Daten der BACEN, BCRA, SBIF und Caprio (1998)

Die niedrigste Gesamtpunktzahl signalisiert die beste Bankenaufsicht. Unter „Eigenkapitalerfordernis“ wurden die Bestimmungen zur angemessenen Eigenkapitalaus-

stattung der Banken bewertet. Die Kategorie „Kreditklassifizierung“ bewertete die Stringenz der Kreditrisikoklassen und der erforderlichen Wertberichtigungen. „Liquidität“ untersuchte die Liquiditätserfordernisse von Banken in den jeweiligen Ländern. „Transparenz“ bewertete schließlich die Markttransparenz. Das Transparenz-Ranking wurde anhand dreier Indikatoren vorgenommen: Erstens, die Erfordernis eines Pflichtratings für Banken, zweitens die Zahl der Top-10-Banken mit internationalem Rating und drittens das Ausmaß der Korruption gemäß dem Index von La Porta u.a. (1998).⁵³

Erkennbar ist, daß die lateinamerikanischen Länder, insbesondere aber Argentinien, Brasilien und Chile, auf den vorderen Rängen plaziert sind. Zu beachten ist jedoch bei dem internationalen Vergleich, daß das Ranking nur eine ungefähre Einordnung der Qualität der Bankenaufsicht erlaubt. Beispielsweise geht in das Ranking nicht ein, ob die bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen auch tatsächlich durchgesetzt werden. Hierfür international vergleichbare Indikatoren zu finden, ist sehr schwierig bzw. derartige Daten sind zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht vorhanden. Zudem wurde jede Kategorie gleich gewichtet. Es läßt sich jedoch nur schwerlich sagen, um wieviel höher beispielsweise der Stellenwert angemessener Eigenkapitalrichtlinien im Vergleich zu Liquiditätsgrundsätzen ist bzw. ob sich solch eine Wertung überhaupt vornehmen läßt.⁵⁴

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß Lateinamerika aus den bitteren Erfahrungen mehrerer schwereren Banken Krisen gelernt hat. Die Bankenaufsicht in Argentinien, Brasilien und Chile kann heute als weitgehend stringent bezeichnet werden. Auch das Prinzip der Vervielfachung der Überwachungsinstanzen wurde durch die Entwicklung konsistenter Anreizstrukturen für Eigentümer und Gläubiger von Finanzinstituten, für Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden berücksichtigt.

⁵³ Vgl. zu der Ranking-Systematik auch Caprio (1998).

⁵⁴ Vgl. zu der Problematik auch Caprio (1998, S.14).

3.2.3.2 Wettbewerb im Bankensektor

3.2.3.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen

Auf Gütermärkten ist die wohlfahrtssteigernde Wirkung des Wettbewerbs zwischen Anbietern unumstritten. Die Beschränkung des Wettbewerbs gleich welcher Art führt in der Regel zu Marktmacht und damit zu einer Pareto-ineffizienten Allokation auf dem jeweiligen Markt. Wettbewerb auf Gütermärkten wird daher im allgemeinen befürwortet. Im Bankensektor hingegen wird die Rolle des Wettbewerbs teilweise noch kontrovers diskutiert.

Die Hauptargumente für Wettbewerb im Bankensektor sind die Vermeidung von Marktmacht sowie die Steigerung der Effizienz der Finanzintermediation. Eingeschränkter Wettbewerb führt im Kredit- als auch im Einlagengeschäft zu Marktmacht der Finanzinstitute und hat allokativen Verzerrungen zur Folge. In einer Wettbewerbssituation hingegen wird die Effizienz der Finanzintermediation insgesamt, d.h. neben der allokativen Effizienz, die Kosteneffizienz der Banken, die dynamische Effizienz des Finanzsystems sowie die Qualität und Verfügbarkeit der Finanzdienstleistungen, verbessert.

Kritiker eines freien Wettbewerbs zwischen Banken verweisen vor allem darauf, daß die Monopolrenten die Krisenanfälligkeit von Bankensystemen reduzieren. Insbesondere Stiglitz (1994, S.46) argumentiert, daß im Falle eines uneingeschränkten Wettbewerbs im Bankensektor die Gefahr sehr groß ist, daß Banken aufgrund schwindender Margen infolge verschärften Wettbewerbs zur Aufnahme unverhältnismäßiger Risiken gedrängt werden, die unter Umständen die Stabilität des gesamten Bankensystems gefährden.

Ein Ausmaß an Wettbewerb im Bankensektor, das ausreicht, um die funktionelle Effizienz des Bankensystems zu gewährleisten, kann jedoch auch erreicht werden, ohne die Stabilität des Bankensystems aufs Spiel zu setzen. Wettbewerb im Bankensystem muß nicht der Verzicht auf jegliche Form der Regulierung bedeuten. In Abschnitt (3.2.3.1) wurde bereits auf die Rolle einer angemessenen Regulierung von Finanzintermediären im Bankwesen für die Stabilität von Bankensystemen hingewiesen. Aus wettbewerbspolitischer Sicht ist die öffentliche Regulierung sicherlich nicht ohne Probleme. Stigler geht bekanntlich soweit zu behaupten, daß öffentliche Regulierung ein Instrument der Kartellbildung sei: „... as a rule, regulation is acquired by industry and is designed and operated primarily for its benefit.” Stigler (1971, S.3).

Den Zielkonflikt zwischen Markteffizienz und Stabilität des Finanzsystems läßt sich jedoch mit Hilfe der Differenzierung öffentlicher Regulierungsmaßnahmen in *Economic Regulation* und *Prudential Regulation* – wie White (1994) dies vorschlägt – weitgehend neutralisieren: „Indeed, it is now widely accepted that adequate regulation and efficiency are not necessarily conflicting objectives, and that a well-functioning financial system, in fact, needs to be based on adequate prudential regulation/supervision and investor protection.” (Bröker 1989, S.16). Unter *Economic Regulation* versteht man demnach direkte Markteingriffe wie beispielsweise Beschränkungen des Marktein- und Marktaustritts, der Zinssätze, der Preise oder die Zwangsbereitstellung von Finanzdienstleistungen in entlegenen Gebieten bzw. für bestimmte Branchen oder Konsumentengruppen, während *Prudential Regulation* nur qualitative und quantitative Rahmenbedingungen wie beispielsweise Kapital- und Liquiditätsanforderungen, Großkreditgrenzen, Mindestkapitalvorschriften, persönliche Anforderungen an die Bankgründer etc. festsetzt.⁵⁵

Länderquerschnittsanalysen zeigen, daß der Grad des Wettbewerbs in Bankensystemen neben dem unmittelbaren Wettbewerbsdruck ausgehend von allen bestehenden Formen der Finanzintermediation (Banken, banknahe Institute, Nichtbanken und andere Formen der Fremdfinanzierung) vor allem durch die Marktzutrittsbestimmungen determiniert wird (vgl. Vives 1998; Claessens und Klingebiel 1999, S.15). Ein wettbewerbsfähiges Finanzsystem zeichnet sich daher nicht notwendigerweise durch viele Finanzinstitutionen aus. Ein konzentriertes Finanzsystem kann ebenfalls wettbewerbsfähig sein, sofern es *contestable* ist, d.h. die Möglichkeit von Markteintritten besteht.⁵⁶

Der Verzicht auf *Economic Regulation* und die Beschränkung der öffentlichen Regulierung auf *Prudential Regulation* entschärft somit den Zielkonflikt zwischen Markteffizienz und der Stabilität des Bankensystems. Mindestanforderungen an die Humankapital- und Sachkapitalausstattung, Eigenkapitalanforderungen, Diversifikationsgebote etc. erhöhen zwar die Markteintrittskosten und stellen somit eine Eintrittsbarriere dar, doch lassen sie im Unterschied zu direkten Markteintrittsschranken genügend Spielraum für – tatsächliche sowie potentielle – Markteintritte und limitieren so den Preissetzungsspielraum der etablierten Finanzinstitute. Als Reformempfehlung für Entwicklungsländer ergibt sich, neben dem Verzicht auf direkte Eingriffe in die Allokation von

⁵⁵ White (1994) unterscheidet neben *Economic* und *Prudential Regulation* noch *Information Regulation*. Auf die besondere Bedeutung von Offenlegungspflichten wurde bereits in Abschnitt (3.2.2) eingegangen.

⁵⁶ Bei der Existenz von Sunk Costs mag potentieller Wettbewerb nicht immer ausreichen, um die Firmen der jeweiligen Branche zu disziplinieren. Vgl. Stiglitz (1987).

finanziellen Ressourcen, sei es in der Form staatlich gelenkter Kreditvergabe via öffentlicher Banken oder in der Subventionierung von Zinssätzen für bestimmte Kreditnehmergruppen, in besonderem Maße auf die Öffnung des Bankensektors für Markteintritte zu achten.

Ein entscheidendes Element für den Grad der *contestability* eines Finanzsystems ist die Offenheit für Markteintritte ausländischer Finanzinstitute (Levine 1996b). Der Markteintritt ausländischer Banken verbessert durch den Import von Human- und Sachkapital sowie bankspezifischem Know-how die Qualität und die Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen und trägt zu Effizienzsteigerungen im Finanzsystem bei. Hinzu kommt, daß für ausländische Kreditinstitute die *Prudential Regulation* keine Eintrittsbarriere darstellt, da die Einhaltung von Kapital- und Liquiditätsrichtlinien, Mindestanforderungen an Human- und Sachkapital etc. ihnen nicht nur leichter fallen wird als inländischen Neugründungen. Auch existierenden Finanzinstituten sind sie, was die Einhaltung der bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften angeht, in der Regel überlegen.

Eine Untersuchung von 2000 Banken (darunter 500 ausländische) in 80 Ländern zeigte, daß eine größere Präsenz ausländischer Banken verbunden ist mit einer geringeren Rentabilität und geringeren Gemeinkosten inländischer Banken (Claessens u.a. 1998). Dies deutet daraufhin, daß der Markteintritt ausländischer Banken das Funktionieren der Bankensysteme in Entwicklungsländern verbessert, was positive Wohlfahrts-effekte für die Bankkunden und die Volkswirtschaft im allgemeinen impliziert. Neben der Erhöhung des Wettbewerbsdruckes im inländischen Finanzsystem stimuliert der Markteintritt ausländischer Banken in der Regel auch die Entwicklung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen und deren Angleichung an internationale Standards. Aufgrund ihrer ausgedehnten geographischen Diversifikation und ihrer in der Regel soliden Muttergesellschaften sind ausländische Banken weniger anfällig für externe oder interne Schocks als nationale Banken. Eine Präsenz ausländischer Banken trägt somit zur Stabilität des Finanzsystems in Entwicklungsländern bei (Demirgüç-Kunt, Levine und Min 1998). Hinzu kommt, daß die internationalen Kontakte ausländischer Banken zu einem verbesserten Zugang des jeweiligen Entwicklungslandes zum internationalen Kapitalmarkt beitragen.⁵⁷

Neben dem freien Marktzutritt ist aus wettbewerbspolitischer Sicht ein weiterer wichtiger Punkt die Rolle öffentlicher Banken in den Finanzsystemen von Entwicklungsländern. Staatliche Banken genießen meist eine hundertprozentige Depositengarant-

⁵⁷ Vgl. hierzu auch Gavin und Hausmann (1997).

tie, da die Liquidierung einer öffentlichen Bank, was Verluste für die Anleger implizieren würde, kaum denkbar ist („can't fail-Problematik“). Zudem genießen öffentliche Finanzinstitute meist günstigere Refinanzierungsmöglichkeiten, die sie ihren Privilegien aus der Staatshaftung verdanken. Rentablere Investitionsprojekte werden damit im Grenzfall vom Markt verdrängt. Beides stellt ein Wettbewerbsnachteil für Privatbanken dar. Im Extremfall kann dies zu einem *crowding out* privater Investitionen führen. Hinzu kommt, daß die öffentlichen Banken aufgrund ihrer Anreizstrukturen in der Regel weniger effizient als private Banken arbeiten.

Die Befürworter einer staatlichen Lenkungsrolle im Finanzsystem verweisen vor allem darauf, daß im Falle der Abwesenheit bzw. Unterentwicklung einer privaten finanziellen Infrastruktur aufgrund institutionellen Versagens öffentliche Banken diese Lücke füllen können, indem sie finanzielle Ressourcen der Anleger sammeln und diese in langfristige, für die Volkswirtschaft strategisch bedeutsame Projekte kanalisieren (Lewis 1950; Myrdal 1968). Als weiteren Grund für öffentliche Banken werden Argumente sozialer Natur genannt, beispielsweise die Versorgung entlegener Gebiete oder benachteiligter Gesellschaftsgruppen mit Bankdienstleistungen.

Kritiker halten dem jedoch entgegen, daß Regierungseingriffe in den Prozeß der Finanzintermediation die Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen politisiert. Die negativen Konsequenzen hieraus sind Nepotismus, Korruption und ineffiziente bürokratische Strukturen, die insgesamt zu einer suboptimalen Ressourcenallokation führen (Kornai 1979; Shleifer und Vishny 1994). La Porta u.a. (2000) untermauern diese These empirisch in einer 92 Länder umfassenden Querschnittsanalyse zur Rolle der öffentlichen Banken. Nach ihren Ergebnissen sind zum einen staatliche Beteiligungen an Banken weltweit im Durchschnitt sehr hoch: Im Jahr 1995 betrug die staatliche Beteiligung durchschnittlich 42 Prozent des Eigenkapitals der zehn größten Banken einer Volkswirtschaft. Zum anderen ist der staatliche Anteil am Bankensystem in armen Ländern mit unzureichend geschützten Eigentumsrechten, zahlreichen Regierungsinterventionen in das Wirtschaftsgeschehen und unterentwickelten Finanzsystemen besonders hoch.⁵⁸ Entscheidend ist aber, daß La Porta u.a. (2000) einen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen *höherer staatlicher Bankbeteiligung* und *langsamerer späterer Finanzsystementwicklung*, *geringerem späterem Wirtschaftswachstum* und *verringertem Produktivitätswachstum* herausfinden. Insbesondere ist der statistische Zusammenhang zwischen höherer staatlicher Bankbeteiligung und reduziertem Produktivitätswachstum be-

⁵⁸ Dieses Ergebnis bestätigen Barth, Caprio und Levine (2000).

achtlich: Ein zehn Prozent höheres Maß an staatlicher Bankbeteiligung ist verbunden mit einem 0,1-0,2 Prozent geringerem jährlichem Wachstum der Produktivität (La Porta u.a. 2000, S.23)! Hinzu kommt, daß diese hemmenden Effekte statistisch besonders signifikant für Entwicklungsländer sind.

Die Ergebnisse von La Porta u.a. (2000) zeigen, daß staatliche Eingriffe in die Finanzintermediation durch öffentliche Banken nicht die gewünschten positiven Auswirkungen auf die Entwicklung von Finanzsystemen und auf wirtschaftliches Wachstum haben, sondern die Entwicklung einer effizienten, privaten finanziellen Infrastruktur behindern. Insbesondere Entwicklungsländer sollten daher die Privatisierung öffentlicher Banken vorantreiben.

3.2.3.2 Aktuelle Situation in den Reformländern

Offenheit für Markteintritte ausländischer Finanzinstitute

Die Möglichkeit des freien Marktzutrittes ausländischer Finanzinstitute ist einer der Hauptfaktoren, der den Grad der Wettbewerbsfähigkeit eines Bankensystems determiniert. Der Marktzutritt kann entweder durch direkte Neuzugänge oder durch Beteiligung an bzw. durch Übernahme bestehender inländischer Kreditinstitute erfolgen. Die Marktzutrittsbestimmungen differieren in den Reformländern erheblich: Der von Mattoo (1999) konstruierte Index⁵⁹, der die Offenheit von Bankensystemen im Rahmen des General Agreement on Trade in Services (GATS) mißt, weist für Argentinien im Aktivgeschäft einen Wert von 0,8 und im Passivgeschäft von 0,88 Punkten auf, wobei der In-

⁵⁹ Der Liberalisierungsindex L für jedes Land J ist definiert als $L^J = \sum l_{\partial} k_{\partial}^J$, wobei $\partial = 1, 2, 3$ ist und l_{∂} das Modusgewicht beschreibt. Das Kürzel k_{∂} steht für den numerischen Wert der restriktivsten Maßnahme, die von einem Land J im Modus ∂ angewandt wird. Es existieren drei Modi im Bankdienstleistungsbereich mit folgenden Gewichtungen für das Aktiv- und Passivgeschäft (in Klammern): Grenzüberschreitendes Angebot (Aktivgeschäft 0,20/Passivgeschäft 0,12), Konsum im Ausland (0,05/0,03), Geschäftspräsenz (0,75/0,85). Aus den Modusgewichtungen wird deutlich, daß die Regelung der Marktzutrittsbestimmungen (Geschäftspräsenz) bei weitem die größte Gewichtung in dem Liberalisierungsindex einnimmt. Danach folgt das grenzüberschreitende Angebot (z.B. die Regelung der Kreditaufnahme im Ausland) und schließlich der Konsum im Ausland, beispielsweise die Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen von Konsumenten während Auslandsreisen. Der Liberalisierungsindex ist somit ein nach drei Modi gewichteter Durchschnitt der restriktivsten Maßnahmen, die in einem Land in dem jeweiligen Modus bestehen. Vgl. für weitere Details Mattoo (1999). Vgl. außerdem Qian (1999), dessen Indexkonstruktion zu ähnlichen Ergebnissen führt.

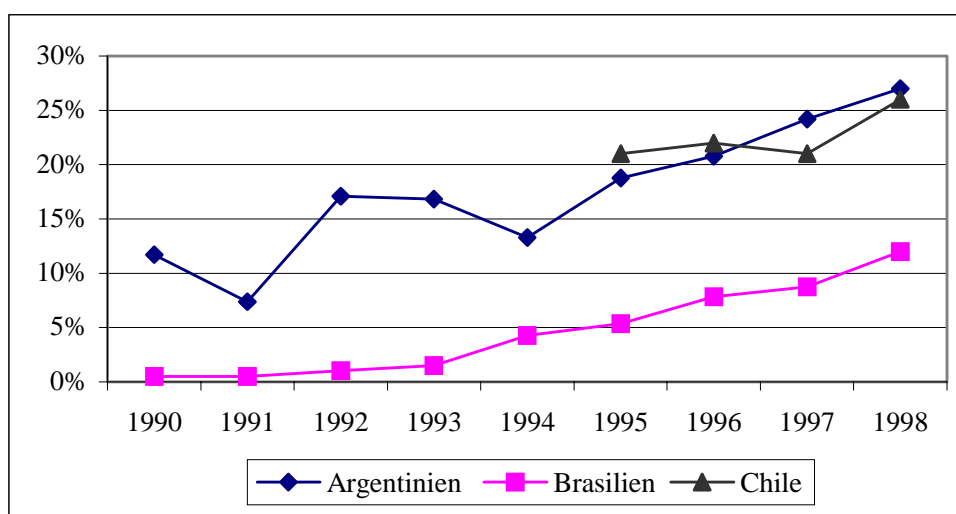
dex von 0 bis 1 reicht und 1 maximale Offenheit bezeichnet. Chile und Brasilien hingegen liegen im Aktivgeschäft bei 0,19 und im Passivgeschäft bei 0,21 Punkten – weit unter dem Weltdurchschnitt von 0,53 bzw. 0,54 Punkten.

In Argentinien wurden in den Jahren 1991-92 sämtliche Regulierungen aufgehoben, die ausländische Banken gegenüber inländischen Kreditinstituten benachteiligten – wie zum Beispiel Zweigstellenbeschränkungen oder erhöhte Mindestkapitalverpflichtungen. Ebenso bestehen keine Beschränkungen für die Inanspruchnahme von Bankdienstleistungen von Inländern im Ausland. Die in Brasilien und Chile bestehenden Restriktionen zur Gründung neuer ausländischer Niederlassungen umfassen u.a. einen sog. „economic needs test“. In Brasilien ist das diskretionäre Element für Marktzutritte ausländischer Finanzinstitute noch ausgeprägter wie der Vertragstext des GATS-Abkommens zeigt: „The establishment of new branches and subsidiaries of foreign financial institutions, as well as increases in the participation of foreign persons in the capital of financial institutions incorporated under Brazilian law, is only permitted when subject to a case-by-case authorization by the Executive Branch, by means of a Presidential decree.“ (World Trade GATS/SC/13/Suppl. 3, 26.02.1998).

Abbildung 3.2.1 zeigt die Entwicklung der Bedeutung ausländischer Banken in den Finanzsystemen Argentinien, Brasiliens und Chiles. Deutlich wird insbesondere der hohe Marktanteil ausländischer Geschäftsbanken in Argentinien und Chile, die im Jahr 1998 über 25 v.H. der Geschäftsbankenaktiva hielten.

Abbildung 3.2.1 Die Bedeutung ausländischer Banken, 1990-98

Anteil der Aktiva ausländischer Banken an den gesamten Geschäftsbankenaktiva in Prozent



Anmerkung: Im Falle Chiles waren für 1990-94 keine Daten verfügbar.

Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten der ADEBA (Memoria Anual), SBIF und BACEN

Argentinien. Der verstärkte Markteintritt ausländischer Banken in Argentinien, der in der Hauptsache durch die Übernahme argentinischer Banken durch ausländische Finanzinstitute bewerkstelligt wurde, resultierte in einem Anstieg der Geschäftsbankenaktiva ausländischer Institute auf über ein Viertel der gesamten Geschäftsbankenaktiva im Jahr 1998. Die ausländischen Finanzinstitute in Argentinien konzentrierten ihre Aktivitäten auf diejenigen Märkte, in denen sie einen komparativen Vorteil gegenüber inländischen Banken genießen und erhöhten so den Wettbewerbsdruck auf inländische Banken. In einer empirischen Studie zu den Auswirkungen des Markteintritts ausländischer Banken auf das argentinische Bankensystem von Clarke, Cull, D'Amato und Molinari (1999) wird dieser Sachverhalt bestätigt. Die Margen der inländischen Banken mit einem hohen Portfolioanteil im verarbeitendem Gewerbe, einem Bereich, auf den ausländische Banken ihre Kreditvergabeaktivitäten traditionell besonders konzentrieren, wurden im Vergleich mit anderen inländischen Banken, die nicht in diesem Marktsegment aktiv waren, geringer. Ebenso fielen die Margen im Hypothekenkreditgeschäft – eine Konsequenz der aggressiven Eintritte ausländischer Banken in diesen Markt. Umgekehrt spielten inländische Banken ihren Informationsvorteil bei Verbraucherkrediten, einem Bereich, in dem ausländische Banken kaum involviert sind, aus.

Brasilien. In Brasilien kam es erst ab dem Jahr 1996 im Zusammenhang mit der Restrukturierung des brasilianischen Finanzsektors zu nennenswerten ausländischen Beteiligungen und Übernahmen. Mit dem im November 1995 zur Restrukturierung und Stärkung des nationalen Finanzsystems ins Leben gerufenen Programm (PROER) werden durch Steuervorteile und günstige Kreditfazilitäten Anreize für die schnelle Konsolidierung der privaten Banken gegeben. Auch ausländische Banken können in den Genuß der Fazilitäten kommen.⁶⁰ Besonderes Aufsehen erregte in diesem Zusammenhang die Übernahme der drittgrößten Bank Brasiliens, der Banco Bamerindus, durch die britische *Hong Kong Shanghai Banking Corporation* (HSBC) im März 1997. Diese Transaktion wurde ebenfalls mit Mitteln aus dem PROER-Programm unterstützt. Die HSBC war damit das erste ausländische Finanzinstitut, das eine Mehrheitsbeteiligung an einer der großen Banken im Privatkundengeschäft erwarb. Ein weiteres bemerkenswertes ausländisches Engagement stellt die jüngste Übernahme der Banespa durch den spanischen Banco Santander dar, der bei der Auktion am 20.11.2000 den Zuschlag erhielt.

⁶⁰ Andere Wettbewerbsnachteile für ausländische Banken wie z.B. die Verpflichtung, daß die Mindestkapitalausstattung für neue ausländische Banken das Doppelte derjenigen der inländischen Banken betragen muß, wurden ebenfalls im November 1995 abgeschafft (Resolution Nr. 2212).

Ausländische Beteiligungen sind bei der Privatisierung öffentlicher Banken ebenfalls erwünscht, so die offizielle Haltung der Regierung, bedürfen aber – wie im Falle einer ausländischen Beteiligung an Privatbanken – immer noch der ausdrücklichen gesetzlichen Genehmigung: “Foreign persons may participate in the privatization program of public sector financial institutions and in each case commercial presence will be granted, also by means of a Presidential decree.” (World Trade GATS/SC/13/Suppl. 3, 26.02.1998).

Eine vollständige Liberalisierung des Marktzutritts für ausländische Banken wäre aus wettbewerbspolitischer Sicht zu empfehlen. Klare und eindeutige Regeln würden im Gegensatz zu diskretionären Genehmigungsverfahren für Transparenz sorgen. Studien wie die von Bevilaqua und Loyo (1998) kommen zu dem Schluß, daß Brasilien durch eine unilaterale Liberalisierung des Bankensystems bedeutende Wohlfahrtsgewinne realisieren könnte. Sicherlich trug auch der verschärfte Wettbewerb aufgrund des Markteintritts ausländischer Banken wesentlich dazu bei, die hohen Gemeinkosten brasilianischer Banken zu reduzieren. Nach Berechnungen von Bevilaqua und Loyo (1998) reduzierten sich die durchschnittlichen Gemeinkosten der Banken im Zeitraum von Ende 1994 bis Mitte 1998 um 20 Prozent.⁶¹

Chile. Eintrittsbeschränkungen für ausländische Finanzinstitute (u.a. ein „economic needs test“) bestehen in Chile ebenfalls. Die 17 bestehenden ausländischen Kreditinstitute, die im Moment in Chile zugelassen sind, haben hingegen die gleichen Rechte und Auflagen wie inländische Banken. Die aktuelle Situation in Chile unterscheidet sich von Brasilien insofern, als daß das chilenische Bankensystem bereits sehr weit entwickelt und wettbewerbsfähig ist (vgl. Abschnitt 3.1.3). Zudem ist die Rolle ausländischer Banken im chilenischen Finanzsystem bedeutender; der Anteil der Aktiva ausländischer Banken an den gesamten Geschäftsbankenaktiva lag in den letzten Jahren in der Bandbreite zwischen 20 und 25 Prozent (vgl. Abbildung 3.2.1). Eine weitere Liberalisierung der Marktzutrittsschranken wäre ebenfalls zu begrüßen, die zu erwartenden Effizienzgewinne im chilenischen Bankwesen dürften aber nicht in der Größenordnung anfallen wie dies in Brasilien der Fall wäre.

⁶¹ Es läßt sich kaum quantifizieren, wieviel der Markteintritt ausländischer Banken zur Reduktion der Gemeinkosten beitrug, da eine Reihe von Faktoren auf die Höhe der Gemeinkosten Einfluß haben. Vgl. hierzu auch Abbildung 3.1.6 und die dazugehörigen Ausführungen in Abschnitt (3.1.3).

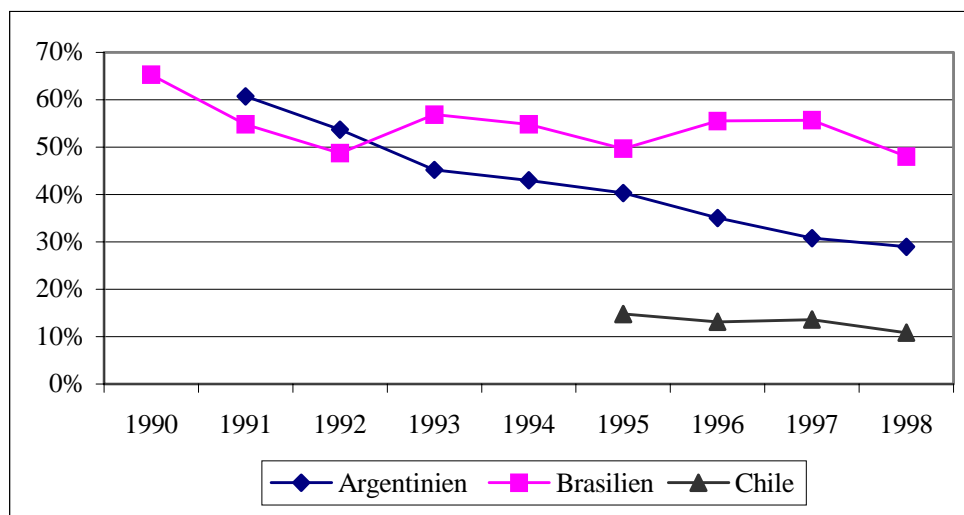
Die Rolle öffentlicher Banken in Argentinien, Brasilien und Chile

Das Ausmaß der Beteiligung öffentlicher Banken beim Prozeß der Finanzintermediation ist ein weiterer wichtiger Faktor, der den Wettbewerbsgrad in einem Bankensystem determiniert. In vielen Entwicklungsländern, insbesondere in Lateinamerika, wurde bis Ende der achtziger Jahre, in manchen Ländern sogar bis in die neunziger Jahre, der Hauptteil der finanziellen Ressourcen über öffentliche Banken in die reale Wirtschaft kanalisiert. Die Finanzsysteme Argentiniens und Brasiliens sind hierfür beispielhaft.

Zu Beginn der neunziger Jahre entfielen in Argentinien und Brasilien noch über 60 Prozent der gesamten Geschäftsbankenaktiva auf Banken mit einer Mehrheitsbeteiligung der öffentlichen Hand. Aus Abbildung 3.2.2 ist ersichtlich, daß sich dieser Anteil in Argentinien erst im Laufe der neunziger Jahre deutlich reduzierte. Grund hierfür sind umfangreiche Privatisierungen öffentlicher Banken, insbesondere der öffentlichen Provinzbanken. In Brasilien kam es ebenfalls zu Privatisierungen, jedoch noch nicht in dem Ausmaß wie im Nachbarland Argentinien. In Chile fanden umfangreiche Bankprivatisierungen wesentlich früher, bereits in den siebziger und achtziger Jahren, statt. Der Anteil der Aktiva öffentlicher Banken an den gesamten Geschäftsbankenaktiva ist dementsprechend gering und befindet sich heute auf einem niedrigen Niveau.

Abbildung 3.2.2 Die Bedeutung öffentlicher Banken, 1990-98

Anteil der Aktiva öffentlicher Banken an den gesamten Geschäftsbankenaktiva in Prozent



Anmerkung: Im Falle Chiles waren für 1990-94 keine Daten verfügbar.

Quelle: SBIF, Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999), eigene Berechnungen

Argentinien. Die öffentlichen Banken wurden in Argentinien lange Zeit politischen Zielsetzungen unterworfen. Meist wurden sie jedoch zum bloßen politischen Machterhalt instrumentalisiert. Die Kreditvergabe orientierte sich in der Regel nicht nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen, sondern unterlag staatlichen Direktiven. Die Problematik einer derartigen Allokation von Finanzaktiva ist an dem hohen Prozentsatz notleidender Kredite im Portefeuille der öffentlichen Kreditinstitute erkennbar. Tabelle 3.2.6 macht dies deutlich: Das Portefeuille der öffentlichen Provinzbanken bestand Ende 1991 zu 42 Prozent aus faulen Krediten, das Portefeuille öffentlicher Banken im Bundesbesitz gar zu 56 Prozent! Im Gegensatz dazu fallen die Privatbanken, aber insbesondere die ausländischen Banken mit einer relativ besseren Portefeuillequalität auf.

Tabelle 3.2.6 Portefeuillequalität argentinischer Banken, 1991-96

Angaben bezeichnen den Anteil der notleidenden Kredite an den ausstehenden Krediten in Prozent, Jahresendstände

JAHR	ÖFFENTLICHE BANKEN		INLÄNDISCHE PRIVATBANKEN	AUSLÄNDISCHE BANKEN
	BUND	PROVINZ		
1991	56,4	42,2	8,7	4,8
1992	33,3	36,3	9,2	4,7
1993	22,4	37,2	8,9	7,6
1994	21,9	37,6	8,8	6,8
1995 ^{/1/}	22,2	44,2	12,0	7,2
1996 ^{/2/}	25,9	33,3	11,6	7,2

Anmerkung:

Notleidende Kredite bezeichnet an dieser Stelle Forderungen, die seit mehr als 90 Tagen nicht mehr bedient worden sind. Dies entspricht den Kreditrisikoklassen drei bis fünf in Argentinien.

/1/ Daten für April 1995

/2/ Daten für September 1996

Quelle: BCRA, *Indicadores del Sistema Financiero*, mehrere Ausgaben

Angesichts des hohen Prozentsatzes notleidender Kredite im Portefeuille stellten die öffentlichen Banken eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar. Zudem waren die hohen Ausfälle eine Belastung für die Staatskasse. Eine Neuordnung der öffentlichen Banken war unumgänglich. 1993 wurde mit der Privatisierung der ersten öffentlichen Banken begonnen. In Schwung kam der Privatisierungsprozeß jedoch erst durch die Tequila-Krise, welche strukturelle Schwächen des argentinischen Finanzsystems, insbesondere die schwache Position der Provinzbanken, offenbarte.

Das Ausmaß der Restrukturierung und Konsolidierung des argentinischen Bankwesens durch Privatisierungen, Fusionen und Liquidationen zeigt Tabelle 3.2.7. Von den

35 öffentlichen Banken im Jahr 1991 existierten Ende des Jahres 1998 nur noch 17 öffentliche Kreditinstitute. Abgesehen von einer Liquidation, der der staatlichen Entwicklungsbank *Banco Nacional de Desarrollo*, wurden die übrigen öffentlichen Banken privatisiert.

Tabelle 3.2.7 Entwicklung der Zahl der Finanzinstitutionen in Argentinien, 1991-98

Angaben sind Jahresendstände

JAHR	ÖFFENTLICHE BANKEN	PRIVATISIERTE BANKEN	PRIVATBANKEN	GESAMT
1991	35	0	132	167
1992	36	0	131	167
1993	35	1	132	167
1994	33	2	132	168
1995	30	2	92	127
1996	20	10	87	122
1997	20	0	93	113
1998	17	3	87	104

Anmerkung: Die Kategorie „Gesamt“ bezeichnet die gesamte Anzahl der Institute im argentinischen Finanzsystem. Die Kategorien „Öffentliche, Privatisierte und Privatbanken“ müssen sich daher nicht notwendigerweise zu „Gesamt“ addieren.

Quelle: BCRA

Die Erfolge der Privatisierung sind bereits greifbar. Zahlreiche Studien berichten von einer Verbesserung der Wettbewerbssituation und von Effizienzsteigerungen im argentinischen Bankensystem infolge der Privatisierungsmaßnahmen. Clarke und Cull (1999a; 1999b) zeigen, daß die privatisierten Provinzbanken die Qualität ihres Kreditportefeuilles signifikant verbesserten und ihre Betriebskosten senkten. Burdisso u.a. (1998) berichten, daß bei argentinischen Privatbanken sowohl die Kreditausfallquote als auch die X-Ineffizienz, d.h. die bankinterne Ineffizienz, geringer ist als bei ihren öffentlichen Konkurrenten. Ihre Ergebnisse zeigen, daß „the privatization process has improved the performance of banks by reducing their portfolio risk, thus leading to a more efficient allocation of credit. (...) the privatization process also contributed to enhance the efficiency of the banking industry and (...) the continued consolidation of the banking sector will result in scale efficiency gains.“ (Burdisso u.a. 1998, S.2).

Brasilien. Brasilien verfügt im Ländervergleich mit Argentinien und Chile über das Bankwesen mit dem höchsten Anteil öffentlicher Finanzinstitute. Ende März 1999 lag der Anteil der Aktiva öffentlicher Banken an den gesamten Aktiva bei 43 Prozent.

Der Marktanteil öffentlicher Banken im Einlagengeschäft lag bei 59 Prozent, wobei die Banken im Bundesbesitz 53 Prozent der gesamten Depositen und die Landesbanken 6 Prozent hielten. Die starke Präsenz öffentlicher Banken, die im Durchschnitt nur die Hälfte der Produktivität erreichen wie private Banken (McKinsey 1998, S.11), führt zu einer Art „Preisschirm“, unter dem weniger effizient arbeitende Banken bequem existieren können bzw. effizient arbeitende Privatbanken höhere Margen einstreichen können.⁶² Der Wettbewerb im brasilianischen Bankensystem wird dadurch beträchtlich eingeschränkt.

Wie im Falle Argentiniens wurden öffentliche Banken für politische Zwecke instrumentalisiert. Die Qualität des Kreditportfolios öffentlicher Banken ist typischerweise wesentlich schlechter als das Kreditportfolio privater oder ausländischer Banken – mit den entsprechend negativen Auswirkungen auf die Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen. Tabelle 3.2.8 zeigt diesen Sachverhalt. Erkennbar ist insbesondere die enorme Zunahme notleidender Kredite seit der Einführung des Plano Real im Jahr 1994.

Tabelle 3.2.8 Portefeuillequalität brasilianischer Banken, 1991-97

Angaben bezeichnen den Anteil der notleidenden Kredite an den ausstehenden Krediten in Prozent, Jahresendstände

JAHR	ÖFFENTLICHE BANKEN	INLÄNDISCHE PRIVATBANKEN	AUSLÄNDISCHE BANKEN
1991	18,1	15,1	6,7
1992	17,2	16,1	5,5
1993	27,7	14,2	1,2
1994	17,5	15,2	6,0
1995	30,4	24,6	10,2
1996	45,3	15,2	10,0
1997	67,5	20,3	11,5

Anmerkung: Notleidende Kredite bezeichnet an dieser Stelle Forderungen, die seit mehr als 60 Tagen nicht mehr bedient worden sind (Zentralbank Resolution Nr.1748, 30/08/1990).

Quelle: BACEN

Die brasilianische Regierung erkannte die strukturellen Defizite im Bankensystem und beschloß im Dezember 1996 ein Programm zur Reduktion der staatlichen Beteiligung im Bankensektor (PROES). Das Programm zielt auf eine Restrukturierung der Landesbanken ab, deren finanzielle Schieflage insbesondere von einer exzessiven Kre-

⁶² Es gibt durchaus einige brasilianische Privatbanken, deren Produktivität bis zu 20 Prozent über dem US-Durchschnitt liegt (McKinsey 1998, S.2).

ditgewährung an die Landesregierungen herrührt. Die Sanierung der Banken im Bundesbesitz wurde nicht aus diesen Mitteln bewerkstelligt. Die Bundesregierung verpflichtet sich mit dem Programm zur Übernahme von 100 Prozent der Restrukturierungskosten öffentlicher Landesbanken im Falle einer Privatisierung, Umwandlung in eine Entwicklungsinstitution oder einer Liquidation. Wird keine der drei genannten Optionen gewählt, sondern die jeweilige Landesbank unter einem neuem Management restrukturiert, so beteiligt sich der Bund nur mit 50 Prozent an den Restrukturierungskosten, die restlichen 50 Prozent trägt das Land. In den 26 Ländern Brasiliens entschieden sich zehn Landesregierungen für eine Privatisierung, fünf für eine Liquidation und zehn für eine Umwandlung der öffentlichen Geschäftsbanken in eine Entwicklungsinstitution.

Tabelle 3.2.9 zeigt die erzielten Fortschritte bei der Konsolidierung des Finanzsystems. Die Zahl der öffentlichen Landesbanken reduzierte sich von 32 im Jahr 1996, wovon 26 Geschäftsbanken, fünf Entwicklungsbanken und eine Sparkasse waren, auf 20 im Jahr 1999. Bisher wurden sechs Landesbanken privatisiert, fünf liquidiert und eine in eine Entwicklungsinstitution umgewandelt.

Tabelle 3.2.9 Entwicklung der Zahl der Finanzinstitutionen in Brasilien, 1994-99

Angaben sind Jahresendstände

	ÖFFENTLICHE BANKEN				PRIVATBANKEN		GESAMT
	Bund	Länder	Entwicklungs- banken	Sparkassen	Inländisch	Mit ausländ. Beteiligung	
1994	4	26	6	2	147	69	254
1995	4	26	6	2	144	66	248
1996	4	26	6	2	130	68	236
1997	4	21	6	2	118	70	221
1998	4	18	6	2	106	75	211
1999	4	16	5	1	94	79	199

Quelle: BACEN

Die Zahl der öffentlichen Banken und der staatliche Anteil am Bankensystem hat sich jedoch trotz des PROES-Programms nicht wesentlich verringert. Die öffentlichen Banken im Bundesbesitz waren von dem Programm gar nicht betroffen. Alleine die beiden großen Banken im Bundesbesitz, *Banco do Brasil* und die Sparkasse *Caixa Econômica Federal*, repräsentieren für sich genommen schon ca. 35 Prozent der gesamten Geschäftsbankenaktiva. Zudem stellt sich die Frage, ob fünf Entwicklungsbanken in Brasilien notwendig sind. Angesichts der Vorteile eines intensiveren Wettbewerbs und

der möglichen Effizienzgewinne sollte auch an eine – zumindest teilweise – Privatisierung der öffentlichen Banken im Bundesbesitz gedacht werden.

Chile. Das Land fällt durch den konstant niedrigen Anteil der Aktiva öffentlicher Banken an den gesamten Geschäftsbankenaktiva auf, der im Jahr 1998 zehn Prozent betrug und in den neunziger Jahren die zwanzig Prozentmarke nie überstieg (vgl. Abbildung 3.2.2). Bis auf den staatlichen *Banco del Estado de Chile* sind in Chile alle Banken in privater Hand. Eine Privatisierung des vormals weitgehend staatlichen Bankensystems wurde in Chile bereits Mitte der siebziger Jahre durchgeführt. Die Umstrukturierung verlief nicht ohne Probleme, es kam in den Jahren 1982/83 zu einer Bankenkrise, in deren Folge die angeschlagenen Banken entweder aufgelöst oder staatlicher Kontrolle unterstellt wurden. Bereits im Jahre 1985 hingegen wurde die Reprivatisierung der beiden größten Banken, *Banco de Chile* und *Banco Santiago*, eingeleitet. Die Zentralbank übernahm alle dubiosen Forderungen der Kreditinstitute, mit der Auflage, daß diese langfristig mit erwirtschafteten Gewinnen und den Erlösen aus Aktienemissionen von den jeweiligen Instituten zurückgekauft werden mußten.⁶³ Aufgrund der konsequenten Privatisierungs- und Reformpolitik besitzt Chile heute eines der wettbewerbsfähigsten Bankensysteme in der Region.

⁶³ Für eine ausführliche Darstellung des Privatisierungsprozesses der chilenischen Banken vgl. Barandiarán und Hernández (1999).

3.2.3.3 Fazit

Die Neudefinition der Rolle des Staates in Lateinamerika umfaßt die Schaffung der institutionellen Grundlagen für bank- und marktbasierende Finanzintermediation. Im Mittelpunkt dieses Abschnittes stand das Bankwesen in Lateinamerika. Um die Funktionalität und Solidität der Bankensysteme zu steigern, sind adäquate Rahmenbedingungen und Anreizstrukturen notwendig, die durch den Staat gesetzt werden müssen. Zwei Aspekte stehen aufgrund der regionalspezifischen Erfahrungen und den daraus resultierenden Besonderheiten lateinamerikanischer Bankensysteme im Vordergrund: Erstens die angemessene Regulierung und Überwachung von Finanzinstituten und zweitens die Schaffung eines ausreichenden Wettbewerbs im Bankensektor.

Ziel einer wirksamen Bankenaufsicht ist es, sichere und solide Geschäftspraktiken zu unterstützen bzw. eine übermäßige Risikoaufnahme einzelner Finanzinstitute zu unterbinden, um so zu dem gesellschaftlichen Ziel eines stabilen und leistungsfähigen Finanzsektors beizutragen. Eine augenfällige und zugleich eine der wichtigsten Entwicklungen im lateinamerikanischen Bankwesen sind die verstärkten Anstrengungen zur Verbesserung der Bankenaufsicht. Insbesondere die hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten der chilenischen und argentinischen Banken Krisen sowie die jüngsten Probleme im brasilianischen Bankensektor waren für die Reformen im Aufsichtsbereich verantwortlich.

Im Vordergrund der Reformbemühungen in Lateinamerika steht das Prinzip der Vervielfachung der Überwachungsinstanzen durch die Entwicklung konsistenter Anreizstrukturen für Eigentümer und Gläubiger von Finanzinstituten, für Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden. Die Anforderungen an Banken hinsichtlich Eigenkapital und Kreditvergabe wurden internationalen Standards angepaßt bzw. übertreffen diese sogar teilweise. Heute verfügt die Mehrzahl der großen lateinamerikanischen Volkswirtschaften über eine relativ stringente Bankenaufsicht. Ein Vergleich der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen unter den wichtigsten Emerging Markets bestätigt dies.

Defizite bestehen jedoch bei der Wettbewerbssituation im Bankwesen. Wettbewerb im Bankwesen erhöht die Effizienz der Finanzintermediation. Neben der allokativen Effizienz und der Kosteneffizienz der Banken wird die dynamische Effizienz des Finanzsystems sowie die Qualität und die Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen gesteigert. Ein wettbewerbsfähiges Finanzsystem zeichnet sich vor allem durch die Offenheit für Markteintritte neuer, insbesondere ausländischer Finanzinstitute aus. In wettbe-

werbsfähigen Finanzsystemen ist zudem der Anteil öffentlicher Finanzinstitute im Bankwesen gering, da durch die Beteiligung der öffentlichen Hand an der Finanzintermediation die Ressourcenallokation politisiert und die Entwicklung einer effizienten, privaten finanziellen Infrastruktur behindert wird.

Argentinien ist unter den großen Volkswirtschaften Lateinamerikas das einzige Land, welches über ein relativ offenes Bankensystem verfügt. In Brasilien und Chile beschränken diskretionäre Regulierungen den Markteintritt ausländischer Finanzinstitute. Der Marktanteil ausländischer Banken ist demnach in Argentinien am höchsten, was einen erhöhten Wettbewerbsdruck und sinkende Margen für konkurrierende inländische Banken zur Folge hat. Eine vollständige Liberalisierung des Marktzutritts für ausländische Banken ist daher aus wettbewerbspolitischer Sicht nur zu empfehlen. Klare und eindeutige Regeln für den Marktzutritt neuer Finanzinstitute würden im Falle Brasiliens und Chiles im Gegensatz zu den bestehenden diskretionären Genehmigungsverfahren für mehr Transparenz sorgen.

In vielen Ländern Lateinamerikas wurde bis zu Beginn der neunziger Jahre ein Großteil der volkswirtschaftlichen Ressourcen über öffentliche Banken in die reale Wirtschaft geleitet. Die große Ausnahme ist Chile, wo bereits Mitte der achtziger Jahre die Privatisierung öffentlicher Banken konsequent vorangetrieben wurde. Aufgrund der entschlossenen Reform- und Privatisierungspolitik verfügt Chile heute über eines der wettbewerbsfähigsten Bankensysteme in der Region. Der Privatisierungsprozeß öffentlicher Banken begann in Argentinien mit dem „Plan de Convertibilidad“, wurde jedoch Mitte der neunziger Jahre, nachdem die Tequila-Krise strukturelle Schwächen des argentinischen Finanzsystems offenlegte, forciert.

Die starke Präsenz öffentlicher Banken ist jedoch vor allem in Brasilien problematisch, da diese im Schnitt nur die Hälfte der Produktivität erreichen wie private Banken und zu einer Art „Preisschirm“ führen, unter dem weniger effizient arbeitende Institute bequem existieren können bzw. produktiv arbeitende Banken höhere Margen einstreichen können. Die Zahl der öffentlichen Banken einschließlich der Entwicklungsbanken sollte daher konsequent verringert werden. Der im Moment stattfindende Privatisierungsprozeß der Landesbanken sollte beschleunigt und auf die Banken im Bundesbesitz ausgedehnt werden.

3.2.4 Rahmenbedingungen für Geld- und Kapitalmärkte

Finanzmärkte sind neben den Banken zentrale Bestandteile von Finanzsystemen. Zum Finanzmarkt, der Geld- und Kapitalmärkte im weitesten Sinne umfaßt, gehören sämtliche Institutionen und Organisationen, die zwischen Sparern und Unternehmen direkte Beziehungen vermitteln. Der Anteil der finanziellen Aktiva, der durch Geld- und Kapitalmärkte vermittelt wird, ist in den lateinamerikanischen Entwicklungsländern seit jeher gering. Die Finanzintermediation wird in Lateinamerika typischerweise von Banken dominiert. Bankdepósitos stellen die wichtigste Form der Ersparnis von Haushalten dar und Bankkredite sind die wichtigste Quelle der Außenfinanzierung von Unternehmen.

Eine derartige Dominanz der Banken im Finanzsystem ist nicht immer vorteilhaft, wie bereits die theoretische Analyse in Teil zwei der Arbeit zeigte. Dennoch wurde die Bedeutung funktionierender Geld- und Kapitalmärkte für die wirtschaftliche Entwicklung in der entwicklungsökonomischen Diskussion lange verkannt. McKinnon (1973) und Shaw (1973), die Pionierarbeit bei der Erforschung der Zusammenhänge zwischen Finanzsystemen und Wirtschaftswachstum leisteten, sowie die nachfolgende Forschung konzentrierten sich im wesentlichen auf die Erforschung der Rolle des Bankwesens im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß.⁶⁴

Finanzmärkte stehen aus einer funktionalen Perspektive der Finanzintermediation in einer Komplementaritätsbeziehung zu Banken. Beim finanziellen Intermediationsprozeß haben Finanzmärkte spezifische komparative Vorteile gegenüber Banken. Im Unternehmenssektor kann insbesondere eine verstärkte Aktienfinanzierung den strukturellen Wandel beschleunigen. Eine breitere Eigenkapitalbasis begünstigt die Übernahme unternehmerischen Risikos und ist damit eine wichtige Voraussetzung für das Bestehen im Wettbewerb und für das Erschließen neuer Märkte. Die Unternehmensfinanzierung durch Aktien spielt daher im Hochtechnologiebereich und in dynamischen Branchen der „Neuen Ökonomie“ eine bedeutende Rolle. Weiterhin können Aktien, aber auch Anleihen und andere Wertpapiere, als verbrieftes Anlageinstrument einen wichtigen Beitrag zur kapitalgedeckten Altersvorsorge leisten. Die Kapitalanlage kann sowohl in Form der Direktanlage privater Haushalte als auch durch institutionelle Investoren, welche in der

⁶⁴ Beachtenswerte Ausnahmen sind: Drake (1977), Cho (1986), Corsepius (1989) und Welch (1993). Die genannten Autoren betonen die große Bedeutung von Kapitalmärkten im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß.

Regel kleinen und mittleren Sparern mit ihrem diversifizierten Portfolio den Zugang zu den Kapitalmärkten erleichtern, stattfinden. Das Aktienengagement schafft darüber hinaus eine wünschenswerte Verknüpfung zwischen Kapitalbereitstellung und unternehmerischer Verantwortung.

Ein diversifiziertes Finanzsystem bringt Vorteile in Krisenzeiten, da die Dienstleistungen der Banken und der Börsen – insbesondere in Notzeiten – zu einem gewissen Grade substituierbar sind. Existieren verschiedene Alternativen zur Transformation der volkswirtschaftlichen Ersparnisse in Investitionen, so kann beim Ausfall eines Kanals der finanziellen Intermediation ein anderer dafür einspringen. Dies ist insbesondere in volatilen und im Vergleich zu Industrieländern stärker krisenanfälligen Emerging Markets von entscheidender Bedeutung. Kommt es beispielsweise infolge einer Bankenkrise zu einer Kreditknappheit, so stellen Finanzmärkte – vorausgesetzt sie sind entsprechend entwickelt – ein gewisses Substitut für Bankdienstleistungen dar.

Im folgenden wird untersucht, welche institutionellen, rechtlichen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen für die Entwicklung gesunder Kapitalmärkte in Lateinamerika notwendig sind. Die Aufgabe des Staates bei der Konstruktion liquider Finanzmärkte besteht darin, die Märkte zu überwachen und deren einwandfreies Funktionieren durch geeignete Regelwerke zu garantieren. Auf die herausragende Bedeutung von Publizitäts- und Offenlegungsstandards sowie einer rechtlichen Infrastruktur, die eine faire und effiziente Behandlung aller an finanziellen Verträgen beteiligten Akteure erlaubt, wurde bereits in Abschnitt (3.2.2) eingegangen. Auf dem Weg zu einem konsistenten Regelwerk für Finanzmärkte sind außerdem von Bedeutung: Eine angemessene Aufsicht und institutionelle Infrastruktur der Geld- und Kapitalmärkte (Abschnitt 3.2.4.1) sowie eine gesetzliche Basis für institutionelle Investoren (Abschnitt 3.2.4.2). Insbesondere wird in den folgenden Abschnitten das Beispiel Chile genauer analysiert, da es diesem Land gelungen ist, in relativ kurzer Zeit einen für lateinamerikanische Verhältnisse gut funktionierenden Kapitalmarkt aufzubauen.

3.2.4.1 Angemessene Aufsicht und institutionelle Infrastruktur von Finanzmärkten

3.2.4.1.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen

Damit Finanzmärkte ihren positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum vollständig entfalten können, sind für ihr einwandfreies Funktionieren, das die Gewährleistung eines fairen, effizienten, transparenten und sicheren Handels von Wertpapieren impliziert, eine geeignete aufsichtsrechtliche und institutionelle Infrastruktur sowie solide Rechtsinstitutionen notwendig. Fairer Handel von Wertpapieren bedeutet in diesem Zusammenhang, daß Anleger vor Mißbrauch und betrügerischen Machenschaften geschützt werden und die Chancengleichheit aller Marktteilnehmer durch einen transparenten Preisfindungsprozeß sichergestellt ist. Effiziente und transparente Finanzmärkte sind wettbewerbsfähig und verfügen über eine geeignete Infrastruktur sowie über Informationssysteme, die einen reibungslosen Handel zu den geringsten Kosten ermöglichen. Sichere Finanzmärkte sind in einem hohen Maße gegen Systemrisiken geschützt.

In erster Linie sorgen Aufsichtsbehörden für einen fairen, transparenten, effizienten und sicheren Handel von Wertpapieren. Staatliche Eingriffe in das Finanzmarktgeschehen sind aufgrund der Existenz von Marktunvollkommenheiten (zum Beispiel unvollständige oder asymmetrische Informationen) und negativer Externalitäten, die Systemrisiken implizieren, gerechtfertigt (vgl. Abschnitt 3.2.1). Analog zur staatlichen Bankenaufsicht, deren Arbeit auf die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Bankwesens abzielt, steht bei der staatlichen Börsenaufsicht der Schutz der Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte im Vordergrund. Eine wirksame Börsenaufsicht garantiert einen weitgehenden Schutz der Anleger sowie einen reibungslosen Ablauf des Wertpapierhandels. Zusammen mit einer guten Wirtschaftspolitik, die insbesondere die makroökonomische Stabilität der Volkswirtschaft sichert, produziert die Börsenaufsicht ein öffentliches Gut, das der Markt nicht hervorzubringen in der Lage ist.

Neben einer angemessenen Aufsicht ist eine adäquate institutionelle Infrastruktur für faire, transparente und effiziente Finanzmärkte notwendig. Die institutionelle Infrastruktur umfaßt sämtliche Einrichtungen und Systeme, die den Handel von Wertpapieren sowie die zum Transaktionsablauf dazugehörige Abrechnung, Abwicklung, Verwahrung und Verwaltung der Effekten ermöglichen bzw. gewährleisten. Eine verlässliche institutionelle Infrastruktur garantiert, daß die Wertpapiertransaktionen kostengünstig, schnell und sicher ablaufen sowie die Verwahrung der Wertpapiere zuverlässig bewerk-

stellt wird. Ineffiziente Abrechnungs- und Abwicklungssysteme bergen ein hohes Risiko des Kapital- und Zinsverlusts, betrügerischer Machenschaften oder mangelnder Sorgfalt, die in- und ausländische Anleger von Investitionen abschrecken. Eine Verbesserung der institutionellen Infrastruktur führt jedoch nicht nur zu einer gesteigerten Marktattraktivität für Investoren, sondern trägt auch zu einer Reduzierung von Systemrisiken bei. Die Hauptursachen von Systemrisiken in Kapitalmärkten sind eine sprunghafte Zunahme des Handelsvolumens und der Volatilität, der Bankrott eines größeren Marktteilnehmers oder ein operationaler Zusammenbruch der Transaktionssysteme. Eine gute ausgebaute Marktinfrastruktur reduziert diese Risiken.

Solide Rechtsinstitutionen stellen sowohl das Fundament für die Entwicklung einer funktionierenden aufsichtsrechtlichen als auch institutionellen Infrastruktur für Finanzmärkte dar. Auf die hohe Bedeutung klarer Rechtsnormen und eindeutiger Rechtsprechung, die u.a. eine Gleichbehandlung aller an finanziellen Verträgen Beteiligten garantiert sowie vertraglich vereinbarte Forderungen und Eigentumsrechte schnell und sicher durchsetzt, wurde bereits in Abschnitt (3.2.2) eingegangen. Im folgenden wird die spezifische Ausgestaltung einer aufsichtsrechtlichen und institutionellen Infrastruktur für Finanzmärkte genauer analysiert.

Aufsichtsrechtliche Infrastruktur. Analog zur staatlichen Bankenaufsicht steht im Zentrum der Aktivitäten der Börsenaufsicht das Bemühen, die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte zu sichern. Die Hauptziele eines Aufsichtssystems für Wertpapiermärkte lassen sich folgendermaßen konkretisieren: (i.) der Schutz von Anlegern, (ii.) die Gewährleistung eines fairen, effizienten und transparenten Wertpapierhandels sowie (iii.) die Verringerung von Systemrisiken.⁶⁵ Die genannten drei Ziele der Wertpapieraufsicht hängen eng zusammen bzw. überschneiden sich teilweise.

(i.) *Anlegerschutz.* Der Schutz der Anleger ist eine wichtige Voraussetzung für das Vertrauen in die Finanzmärkte. Ziel ist es, die faire Behandlung der Anleger sicher-

⁶⁵ Die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) identifiziert in einem grundlegenden Bericht über die "Objectives and principles of securities regulation" aus dem Jahr 1998 ebenfalls Anlegerschutz, faire, effiziente und transparente Märkte sowie die Verringerung von Systemrisiken als die drei Hauptziele der Regulierung von Wertpapierbörsen. Mit dem Bericht stellte die IOSCO ihren Mitgliedern zudem einen umfassenden Leitfaden für den Aufbau, die Überprüfung und Anpassung eines wirksamen Aufsichtssystems zur Verfügung. Der Leitfaden besteht aus dreißig Prinzipien, in denen die Struktur, Organisation, Kompetenzen und Kooperationsmöglichkeiten von Wertpapieraufsichtsbehörden sowie die Aufsicht über Emittenten, Kapitalanlagegesellschaften, Intermediäre und Märkte behandelt wird. Vgl. IOSCO (1998).

zustellen. Anleger sollen in die Lage versetzt werden, eine selbständige und eigenverantwortliche Anlageentscheidung treffen zu können. Dies wird vor allem durch eine weitgehende Transparenz und durch hohe Publizitätsanforderungen an die börsennotierten Unternehmen erreicht. Darüber hinaus sollten auch die Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet werden, ihren Geschäftsbetrieb so zu organisieren, daß Interessenskonflikte möglichst vermieden werden. Sie haben geeignete Mittel und Verfahren vorzuhalten, um eine dem Kundeninteresse entsprechende, qualifizierte Dienstleistung erbringen zu können. Sowohl für die Börsenzulassung und die Überwachung der Publizität von Unternehmen als auch für die Erteilung einer Geschäftsbetriebserlaubnis sowie für die Überwachung und Prüfung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist eine funktionierende Börsenaufsicht notwendig.

Um die Anleger vor unfairen Geschäftspraktiken und betrügerischer Übervorteilung zu schützen, bedarf es geeigneter Vorschriften sowie deren Überwachung und Durchsetzung. Die häufigsten Vergehen sind in diesem Zusammenhang Insiderhandel, d.h. die Durchführung gewinnbringender Wertpapiertransaktionen unter Ausnutzen von Insider-Informationen, *front running* oder *scalping*.⁶⁶ Um derartige Praktiken zu verhindern, ist in erster Linie ein wirksames Insiderrecht notwendig, welches sowohl präventive Elemente wie die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflicht kursbeeinflussender Tatsachen (Ad hoc-Publizität) als auch repressive Elemente wie die strafrechtliche Verfolgung von Insidergeschäften enthalten sollte. Als Rechtsgut geschützt und von der Börsenaufsicht durchgesetzt, wird auf diese Weise das Vertrauen der Anleger in einen fairen Wertpapiermarkt gefördert.

(ii.) Fairer, effizienter und transparenter Wertpapierhandel. Ein fairer Wertpapierhandel sichert die Chancengleichheit der Handelsteilnehmer, damit das Vertrauen der Anleger in die Fairneß der Preisfeststellung gewährleistet ist. In effizienten Märkten ist die Enthüllung von Informationen zeitnah und wird im Preisbildungsprozeß reflektiert. Markttransparenz bezeichnet im wesentlichen die Güte und Reichhaltigkeit der Informationen zum Handelsgeschehen (vor und nach Abschluß der Transaktion), die öffentlich auf einer Echtzeitbasis verfügbar sind.

⁶⁶ *Front running* bezeichnet das Ausnutzen von Vorauswissen um eine größere Blocktransaktion, die den Marktkurs beeinflussen wird. Beispielsweise führt ein Broker eine große Kundenorder erst dann aus, wenn er eine identische Order zu eigenen Gunsten in den Markt gelegt hat; dem Kunden werden dann schlechtere Kurse abgerechnet. *Scalping* ist eine besondere Form des „Vorlaufens“ bei der eine Kaufs- oder Verkaufsempfehlung für ein bestimmtes Wertpapier abgegeben wird, wobei vor der Veröffentlichung der Empfehlung Dispositionen getroffen werden, die nach der Publikation gewinnbringende Transaktionen ermöglichen.

Ziel der Börsenaufsicht sollte es sein, beispielsweise durch die Ermutigung zur Einführung elektronischer Handelssysteme oder durch eine Überwachung der Preisbildung sowie durch die Sicherstellung der laufenden Veröffentlichung von aktuellen Preisen, Umsätzen und Geld/Brief-Spannen, den Informationsaustausch zwischen den Marktteilnehmern über gehandelte Wertpapiere zu verbessern, um so die Fairneß, Transparenz und Effizienz des Effektenhandels zu erhöhen.

(iii.) Verringerung von Systemrisiken. In Emerging Markets ist die Gefahr von Systemrisiken wesentlich höher als in entwickelten Märkten. Eine potentielle Ursache von Systemrisiken ist der Bankrott eines größeren Marktteilnehmers. Die negativen Externalitäten beim Zusammenbruch eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens mögen zwar nicht so ausgeprägt sein wie bei dem Konkurs einer Bank, da die Aktiva von Wertpapierunternehmen aus marktfähigen Effekten bestehen und in einer Krise nahe ihrem Buchwert verkauft werden können. Zudem sind die Verbindlichkeiten von Investmentgesellschaften weniger liquide als Bankpassiva, die zu einem großen Teil aus leicht abziehbaren Bankeinlagen bestehen. Eine angemessene Regulierung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Mindestkapitalerfordernis u.ä.) erscheint aber dennoch – insbesondere in volatilen Emerging Markets – erforderlich. Eine funktionierende Börsenaufsicht vermag dies zu leisten.

Institutionelle Infrastruktur. Zentrale Komponenten der institutionellen Infrastruktur von Finanzmärkten sind Systeme zum Handel, Matching, Clearing und Settlement sowie zur Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren. Ineffizienzen innerhalb dieser Geschäftsabläufe, wie beispielsweise verspätete Lieferung, unzulässig prolongierte Ausführung von Wertpapiergeschäften oder unzureichende Übermittlung von Informationen an die Hauptbeteiligten eines Effektengeschäfts, implizieren primär Risiken operativer Ausprägung, welche auch als Abwicklungs-, Verhaltens-, Prozeß- oder Ablaufrisiken definiert werden; Risiken also, die für das Depotgeschäft bzw. die Wertchriftenabwicklung typisch sind, aber durch die mangelnde Entwicklung der Marktinfrastruktur in Entwicklungsländern akzentuiert werden.

Im Gegensatz zu entwickelten Märkten kennen beispielsweise viele Emerging Markets (u.a. Argentinien) noch keine Zug-um-Zug Abwicklung mit abhängig voneinander stattfindender Titellieferung und Zahlung (*delivery versus payment*, DVP), mit der das hohe Risiko von Kapital- und Zinsverlusten ausgeschaltet werden kann. Abrechnungsfehler sind in Emerging Markets daher um ein Vielfaches höher als in entwickelten

Kapitalmärkten. Die Verwahrung und Abwicklung von Wertschriftenbewegungen ist in etlichen Entwicklungsländern bzw. in vielen Ländern Lateinamerikas nur in physischer Form möglich.⁶⁷ Jede Börsentransaktion hat eine physische Lieferung und eine Abstempelung der Titel zur Folge, was die Transaktion zeitaufwendig und anfällig für Betrüge-reien (z.B. Fälschung der Titel) macht. Der Zeitfaktor stellt im Zusammenhang mit den Eintragungen ein weiteres Problem dar.⁶⁸ Erfolgt die Eintragung physisch oder manuell, so bleibt der Titel bis zur Vollendung dieses Prozesses, der in manchen Ländern unter Umständen Wochen dauern kann, gesperrt und kann nicht verkauft werden, was in einer Baisse empfindliche Kursverluste implizieren kann.

Vor dem Hintergrund der erheblichen Risiken, die mit ineffizienten Transaktions- und Verwahrungssystemen verbunden sind, ist es offensichtlich, daß zentrale Funktionen der Börsen beim finanziellen Intermediationsprozeß durch eine unzureichend ent-wickelte Marktinfrastruktur beeinträchtigt werden. Hinzu kommt, daß durch unange-messene Clearing- und Abwicklungspraktiken die Kapitalflüsse in Entwicklungs- und Schwellenländer behindert werden.

Aufgrund der Zunahme der grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen und der unzureichenden Entwicklung der Marktinfrastruktur vieler aufstrebender Volkswirt-schaften verabschiedete die Gruppe der Dreißig (G-30), die 1978 als private, unabhän-gige Gruppe dreißig namhafter Banken und anderer Finanzführer gegründet wurde, im Jahr 1989 ein Bündel von Empfehlungen, das als Richtschnur für die Reform der Bör-sentransaktions- und Verwahrungssysteme dienen sollte. Die Richtlinien der Gruppe der Dreißig (1989), im Jahr 1995 von der International Society of Securities Administrators (1995) überarbeitet, stellen einen Meilenstein bei der Erarbeitung von Verfahren und Normen dar, weltweit qualifizierte Voraussetzungen für die Erfüllung von Börsenge-schäften zu schaffen:

1. Die Abstimmung aller Wertschriftentransaktionen zwischen direkten Marktteilneh-mern (z.B. Broker, Händler, andere Börsenmitglieder) sollte am Transaktionstag (T+0) durchgeführt werden.

⁶⁷ Sind die Titel in einer Clearingstelle zentral verwahrt, so spricht man von erfolgter Dematerialisierung bzw. Entmaterialisierung und Immobilisierung. Registrierungen und Bewegungen von Wertpapieren erfol-gen ausschließlich in Buchform.

⁶⁸ Infolge von Titelkäufen oder der Zuteilung von neuen Titeln im Rahmen einer Kapitaltransaktion ist die Registrierung bzw. Eintragung auf den Namen des Neubesitzers beim Aktienregister der Gesellschaft oder einer offiziellen Registrierungsstelle erforderlich.

2. Indirekte Marktteilnehmer wie zum Beispiel institutionelle Investoren sollten die Transaktionsdaten am Tag nachdem die Transaktion eingeleitet wurde (T+1), bestätigen.
3. Die Einrichtung von Zentraldepots für eine Wertpapierübertragung in *book-entry-form*, d.h. die Registrierung und Bewegung von Wertpapieren sollte nur buchmäßig über eine Wertpapiersammelverwahrung erfolgen.
4. Einführung von Netting-Systemen, d.h. Clearingeinrichtungen, die Soll und Haben zwischen den Teilnehmern aufrechnen und nur die Nettobeträge ausgleichen, zur Minimierung der Abwicklungsrisiken.
5. Gewährleistung des Prinzips „Lieferung gegen Zahlung“ (*delivery versus payment*, DVP) beim Wertpapierhandel.
6. Alle Abwicklungszahlungen sollten am selben Tag erfolgen.
7. Einführung eines fortlaufenden Settlementsystems nach dem Prinzip T+3.
8. Ermutigung von Leihtransaktionen, um die Abwicklung zu beschleunigen (Wertpapierleihe).
9. Einführung des ISO Code (*International Organization of Standardization*) für Mitteilungen über Wertpapiere und des ISIN-Numerierungssystem (*International Securities Identification Number*) für Wertpapieremissionen.

In der Praxis erfüllt bis heute kein Entwicklungsland all diese Kriterien. Trotzdem stellen die genannten Empfehlungen ausgezeichnete Sollvorgaben auf dem Weg zu einer qualifizierten Marktinfrastruktur dar. Im folgenden werden nun die spezifischen Erfahrungen Argentiniens, Brasiliens und Chiles erörtert und untersucht, inwieweit die in diesem Abschnitt vorgestellten Überlegungen zur Schaffung einer angemessenen Aufsicht und institutionellen Infrastruktur von Finanzmärkten berücksichtigt wurden.

3.2.4.1.2 Aktuelle Situation in den Reformländern

Die grundlegenden gesetzlichen Rahmenbedingungen, die den heutigen Kapitalmärkten in Argentinien, Brasilien und Chile zugrunde liegen, wurden in Argentinien und Brasilien ab Mitte bzw. Ende der sechziger Jahre und in Chile etwas später, zu Beginn der achtziger Jahre, geschaffen. Elementare Bausteine eines rechtlichen Rahmens für Kapitalmärkte wie Wertpapier- und Unternehmensgesetze sowie Bestimmungen zur Kapitalmarktaufsicht und -regulierung wurden in diesen Jahren verabschiedet. Unabhängige Börsenaufsichtsbehörden wurden in diesem Zusammenhang ebenfalls gegründet. Tabelle 3.2.10 verschafft einen Überblick über die wichtigsten Regelwerke im Kapitalmarktbereich in Argentinien, Brasilien und Chile.

Tabelle 3.2.10 Zentrale Kapitalmarkt-Regelwerke in Argentinien, Brasilien und Chile

	ARGENTINIEN	BRASILIEN	CHILE
Unabhängige Börsenaufsicht	Comisión Nacional de Valores (CNV)	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)
Gründung	1968	1976	1980
Gesetzliche Grundlage	Gesetz 17.811/68	Gesetz 6.385/76	Gesetz 3.538/80
Zuständigkeit	Wirtschaftsministerium	Finanzministerium	Finanzministerium
Internat. Zusammenarbeit	IOSCO, COSRA	IOSCO, COSRA	IOSCO, COSRA
Wertpapiergesetzgebung	Ley de Oferta Pública de Títulos de Valores 17.811/68	Lei do Mercado de Capitais 4.728/65 bzw. 6.385/76	Ley de Mercado de Valores 18.045/81
Insiderhandelsgesetzgebung	Vorhanden	Vorhanden	Vorhanden
Übernahmecode	Vorhanden	Vorhanden	Vorhanden
Unternehmensgesetzgebung	Ley de Sociedades Comerciales 19.550/72	Lei das Sociedades Anónimas 6.404/76 Lei Kandir 9.457/97	Ley de Sociedades Anónimas 18.046/81
Gesetzgebung für ausländische Investitionen	Ley de Inversiones Extranjeras 21.382/93	4.131/62 und 4.390/64 Resolution 1.289/87 u. 1.832/91 (Anexo IV)	Ley de Fondos de Inversión de Capital Extranjero 18.657/87

Quelle: Eigene Darstellung

Die Aufsicht über die Kapitalmärkte findet auf zwei verschiedenen Ebenen statt. Erstens, durch die Selbstregulierung der Börsen, Wertpapierhändler und Clearinghäuser und zweitens durch die jeweiligen unabhängigen, bundesstaatlichen Aufsichtsbehörden (CNV, CVM, SVS). Die Börsenaufsichtsbehörden wurden im wesentlichen dem Vorbild der US-amerikanischen *Securities and Exchange Commission* (SEC), für die die gesetzliche Grundlage bereits 1934 geschaffen wurde, nachgebildet. Auch die zentralen Funk-

tionen der Aufsichtsbehörden sind ähnlich: (i.) Die Überwachung der Publizitätsbestimmungen für Emittenten, (ii.) die Überwachung des Wertpapierhandels, (iii.) die Aufsicht über die Emittenten von Wertpapieren, (iv.) die Überwachung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und (v.) die internationale Zusammenarbeit.

Um diese Funktionen erfüllen zu können, bedürfen die Aufsichtsbehörden umfassender Kontroll-, Sanktions- und Eingriffsbefugnisse sowie finanzieller Unabhängigkeit. In Argentinien und Brasilien ist letzteres in noch nicht ausreichendem Maße gewährleistet, da die CNV und die CVM von Zuwendungen der jeweils zuständigen Ministerien abhängen und sich nur eingeschränkt durch Gebühren selbst finanzieren können.

Die Börsenaufsichtsbehörden Argentiniens, Brasiliens und Chiles sind Mitglieder der IOSCO und billigten die von der IOSCO (1998) verfaßten dreißig Prinzipien einer effizienten Wertpapieraufsicht und damit die Umsetzung der Prinzipien in inländisches Recht. Problematisch bleibt aber weiterhin die Durchsetzung der bereits vorhandenen Gesetze, insbesondere was die Sicherstellung der ordnungsgemäßen Publizität von Kapitalgesellschaften angeht (vgl. hierzu Abschnitt 3.2.2.2).

Reformen im Kapitalmarktbereich in Lateinamerika wurden aber nicht immer durch staatliche Regulierungspolitik induziert. Betrachtet man beispielsweise die historische Entwicklung der lateinamerikanischen Börsen, so fällt auf, daß viele Börsen über lange Zeit hinweg eher elitären Clubs als offenen Handelsplätzen glichen. Die Handelsrechte wurden vom Vater auf den Sohn weitervererbt und die Brokerfirmen entwickelten sich zu abgeschotteten Familienunternehmen. Reformen und die Durchsetzung von Innovationen wie rechnergestützter Handel, zentrale Hinterlegungsstellen etc. konnten unter solchen Bedingungen nur erschwert stattfinden, da die Institutionen, die innerhalb dieser Strukturen angesiedelt waren, monopolistische Stellungen einnahmen und dadurch handfeste monetäre Vorteile erzielten.

Brasilien. In Brasilien dominierten Familienunternehmen das Handelsgeschehen bis zum Jahr 1964, als das brasilianische Bankenreformgesetz verabschiedet sowie der Nationale Währungsrat und die brasilianische Zentralbank geschaffen wurden. Ihnen oblag die Aufgabe, das regulative Umfeld der Börsen und der Effektenmakler zu überprüfen. Die Börsen wurden gemäß dem Kapitalmarktgesetz (Gesetz Nr. 4.728/65) umgestaltet; einige neue Brokerfirmen wurden zum Handel zugelassen, aber dennoch erhielten die alteingesessenen Makler bevorzugt die neuen Börsensitze, obwohl diese mit der Auflage verbunden waren, die Familienstrukturen in juristische Personen umzuwandeln. In Argentinien und Chile fanden ähnliche Entwicklungen statt. Auch dort war das Recht, an

den traditionellen Börsen (*Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (BCBA) bzw. *Bolsa de Comercio* (BC) in Santiago de Chile) zu handeln, nur den Mitgliedern des Börsenvereins vorbehalten. Neuen Interessenten wurde die Mitgliedschaft verweigert.

Argentinien. Als Antwort auf die restriktive Handhabung der Handelsrechte an der Börse von Buenos Aires und Santiago de Chile gründeten die nicht zum Handel zugelassenen Banken und Wertpapierfirmen in den Jahren 1988 bzw. 1989 die elektronischen Märkte *Mercado Abierto Electrónico* (MAE) in Buenos Aires und *Bolsa Electrónica de Chile* (BEC) in Santiago de Chile. Aufgrund des schnellen Erfolgs des MAE, bereits im ersten Jahr wurden über 90 Prozent der Staats- und Unternehmensanleihen am MAE gehandelt und im Jahr 1992 übertraf das Aktienumsatzvolumen am MAE erstmals das der BCBA, kam es zu einer offenen Konkurrenzsituation mit der BCBA. Im Mai 1993 wurde der offene Streit durch ein Abkommen zwischen den beiden Handelsplätzen beigelegt. Das Abkommen beinhaltete eine Lockerung der Mitgliedschaft in der BCBA, die Einführung des bisher am MAE praktizierten fortlaufenden Handels (*Rueda continua*) an der BCBA und die Konzentration des Aktienhandels an der BCBA. Der Rentenhandel (Staats- und Unternehmensanleihen) findet an beiden Börsen statt, wobei jedoch die Masse der Transaktionen am MAE getätigt werden.

Chile. In Chile kam es zu keiner offiziellen Abstimmung der Handelsaktivitäten. Sowohl an der BC und an der BEC werden Aktien, Anleihen, Investmentzertifikate sowie Devisen gehandelt. Im Jahr 1997 entfiel 24% des gesamten Aktienhandelsvolumen, 62% des Devisenhandels, 46% des Umsatzvolumens der Staats- und 53% der Unternehmensanleihen auf die BEC.⁶⁹

Tabelle 3.2.11 gibt zusammenfassend einen Überblick und allgemeine Informationen zu den wichtigsten Börsenplätzen und den Wertpapieren mit den höchsten Umsatzvolumina in Argentinien, Brasilien und Chile.

⁶⁹ Datenquelle: chilenische Börsenaufsicht (SVS).

Tabelle 3.2.11 Allgemeine Informationen zu den wichtigsten Handelsplätzen in Argentinien, Brasilien und Chile

Börsen	Gehandelte Wertpapiere	Handelssystem	Clearing & Settlement	Settlement-Zyklus	Wertpapierverwahrung	Transaktionssteuern	Divid./Zinsbesteuerung
BCBA Buenos Aires	Aktien Regierungsanleihen Unternehmensanleihen Investmentzertifikate ADR's - GDR's Brady Bonds CEDEAR's	(1) Parketthandel (2) Elektron. Handelssystem (SINAC) (3) Fortlaufender Handel (Rueda continua)	Merval (Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.) Caja de Valores S.A.	T+3	Caja de Valores S.A.	keine Steuern <i>Börsengebühr:</i> Aktien: 0,05% Anleihen: 0,01%	keine Steuern
MAE Buenos Aires	Regierungsanleihen Unternehmensanleihen	Elektron. Handelssystem (SIOP)	Argenclear S.A.	T+3	Caja de Valores S.A.		
BC Santiago	Aktien Anleihen Investmentzertifikate Optionen Futures	Parketthandel & Telepregon (Elektron. Handelssystem) Elektron. Auktion Telepregon Telepregon Telepregon	Camara de Compensación de la Bolsa de Comercio	T+2 T & T+1 T+2 30,60,90,180 Tage 30,60,90 Tage	Deposito Central de Valores (DCV)	keine Steuern	<i>Ausländer:</i> 35% auf ausgeführte Kapitalgewinne <i>Inländer:</i> Progressiver Stufentarif von 0-45%
BEC Santiago	Aktien Anleihen Investmentzertifikate	Elektron. Handelssystem (SITREL)	GETS S.A.	T+2	Deposito Central de Valores (DCV)		
BOVESPA São Paulo	Aktien Debentures Investmentzertifikate Optionsscheine Optionen (Bovespa Index) Forwards (auf Aktien)	Bildschirmgestützter Handel und Parketthandel	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) ^{/1/}	T+3	CBLC-Verwahrung	Aktien: bis zu 0,027% Optionen: bis zu 0,03% Forwards: 0,012% Debentures: 0,014% 0,38% auf alle Finanztransaktionen (CPMF) ^{/2/}	<i>Inländer:</i> 15% auf Kapitalgewinne außer Dividenden <i>Ausländer (Anexo IV)</i> ^{/3/} : 15% Zinsbesteuerung. Falls Ursprung des Kapitals von einem Land, das
BVRJ Rio de Janeiro	Anleihen Optionsscheine Optionen Forwards Futures	Elektron. Handelssystem für alle Märkte	Câmara de Liquidação e Custódia (CLC) ^{/1/}	T+3 30, 60, 90, 120 und 180 Tage	Câmara de Liquidação e Custódia (CLC)	0,38% auf alle Finanztransaktionen (CPMF) ^{/2/}	mind. 20% Eink.St. berechnet, keine Besteuerung von Kapitalgewinnen, ansonsten wie Inländer

Anmerkungen:

ADR: American Depositary Receipt; GDR: Global Depositary Receipt; CEDEAR: Certificado de Depósito Argentino (das argentinische Pendant zum ADR)

/1/ Im Januar 2000 verkaufte die BVRJ im Rahmen der Börsenreform die CLC an die BOVESPA bzw. CBLC, um ein einheitliches Clearing und Verwahrungssystem zu schaffen.

/2/ 0,3% ab dem 01.07.2000.

/3/ Anexo IV bezeichnet die Kapitalanlage ausländischer institutioneller Investoren in Brasilien im Rahmen der Zentralbankresolution 1832, Anhang IV, vom 31. Mai 1991.

Quelle: CNV, CVM, SVS, FIBV

Die lateinamerikanischen Börsen sind im zunehmenden Maße in ein internationales Umfeld eingebunden, in dem ein harter Wettbewerb zwischen den einzelnen Märkten herrscht. Die wachsende Beliebtheit der Depositenscheine von ausländischen Emissionen zeugt von dieser Entwicklung. Das Handelsvolumen der ADRs (*American Depositary Receipts*) lateinamerikanischer Aktiengesellschaften, die an US-Märkten gehandelt werden, übersteigt oftmals das Umsatzvolumen an den heimischen Märkten. Viele Anleger erwerben diese „Ersatz-Wertpapiere“, anstatt am heimischen Markt zu investieren; u.a. deshalb, weil die Transaktionskosten und die Besteuerung der Kapitalgewinne an den Finanzplätzen der Vereinigten Staaten niedriger sind.

Insbesondere in Brasilien wirkt sich die Steuer auf Kapitaltransaktionen (*Contribuição provisória sobre movimentação financeira*, CPMF) in Höhe von 0,38 Prozent des Transaktionsbetrages (ab 01.07.2000 0,3 Prozent) negativ auf das Börsenumsatzvolumen aus. Rocca (1999, S.66) schätzt, daß vor der Anhebung der CPMF von 0,2% auf 0,38% die Kosten einer typischen Transaktion an der BOVESPA 5,2 mal höher waren als an der NYSE. Mit dem jetzigen Steuersatz von 0,38% erhöhen sich die Transaktionskosten an der BOVESPA auf ungefähr das Neunfache der Kosten, die an der NYSE anfallen. Betroffen sind von der CPMF auch alle Kapitaltransaktionen ins In- oder Ausland, die außerdem noch bei der Zentralbank registriert werden müssen (Gesetz Nr. 4.131/62). Hinzu kommt, daß die Besteuerung von Kapitalgewinnen in Brasilien und Chile ebenfalls keinen Anreiz für ausländische Investoren darstellt.⁷⁰ Positiv fällt an dieser Stelle Argentinien auf, welches weder Kapitaltransaktionen noch Kapitalgewinne besteuert noch Kapitalverkehrskontrollen in irgendeiner Form besitzt.

Ein weiterer Grund für die wachsende Beliebtheit der Begebung von Depositenscheinen in entwickelten Finanzmärkten von Industrieländern sind die geringeren Depotkosten und die zuverlässigere Effektenabwicklung im Vergleich zum Erwerb der zugrundeliegenden Wertpapiere im heimischen Markt. In Argentinien oder Chile kann der Prozeß der Eintragung bzw. der Registrierung von Effekten beispielsweise bis zu sieben Tagen dauern. Trotz einer zentralen Verwahrungsstelle findet in Argentinien die Lieferung von Wertpapieren teilweise immer noch in Papierform statt. Von den G-30 Empfehlungen werden in Argentinien drei noch nicht vollständig erfüllt (T+1 Bestätigung, DVP, Wertpapierleihe); in Chile werden ebenfalls drei Prinzipien nicht eingehalten (Netting-Systeme, Abwicklungszahlungen am selben Tag; Wertpapierleihe); in Bra-

⁷⁰ Vgl. für Details zur Höhe der Steuern an den jeweiligen Börsenplätzen Tabelle 3.2.11.

silien hingegen wird nur die Empfehlung, daß die Abwicklungszahlungen am selben Tag erfolgen sollten, nicht erfüllt.

Tabelle 3.2.12 zeigt die Entwicklung der Qualität der Marktinfrastruktur von Aktienmärkten im internationalen Vergleich. Der Global Securities Consulting Services (GSCS) Benchmark-Index des operationalen Risikos für Aktienmärkte berücksichtigt die Effizienz und Zuverlässigkeit der Abwicklungs- und Verwahrungssysteme sowie die Einhaltung der Empfehlungen der Gruppe der Dreißig (1989). Der Index beachtet zudem die Stringenz und Effizienz des rechtlichen Umfeldes; für operationale Aspekte relevante Faktoren wie zum Beispiel Kapitalverkehrsbeschränkungen, Investitionshemmnisse für Ausländer oder die Qualität der Marktaufsicht werden berücksichtigt.⁷¹

Tabelle 3.2.12 Marktinfrastruktur im internationalen Vergleich

Angaben bezeichnen den GSCS Benchmark-Index des operationalen Risikos für Aktienmärkte

JAHR	ARGENTINIEN	BRASILIEN	MEXIKO	PERU	USA	DEUTSCHLAND
1993	69,4	68,9	68,3	n.v.	87,4	85,5
1994	63,0	69,9	65,8	n.v.	86,5	83,2
1995	66,4	68,7	64,9	41,3	80,6	81,8
1996	66,1	68,5	69,7	62,0	83,6	81,8
1997	68,8	68,0	70,1	68,1	83,9	81,6
1998	70,4	66,6	71,3	66,4	84,7	81,7

Anmerkungen:

Die Benchmark besteht aus der Punktzahl 100. Je geringer die Punktzahl, je höher ist das operationale Risiko. Für Chile sind keine Daten vorhanden, für Peru erst ab dem Jahr 1995.

Quelle: Global Securities Consulting Services (GSCS), Ltd.: *Review of Major Markets und Review of Emerging Markets*, jeweils mehrere Ausgaben

Deutlich erkennbar ist der Abstand der lateinamerikanischen Märkte zur Performance der US-amerikanischen oder auch deutscher Börsenplätze. Im Falle Brasiliens weist der Index im Zeitablauf sogar auf eine leichte Verschlechterung der institutionellen Infrastruktur hin, was auf das zunehmende Handelsvolumen zurückzuführen ist (wie übrigens in Deutschland auch). An den argentinischen Aktienmärkten hingegen ist eine

⁷¹ Der GSCS Benchmark-Index wird auf der Basis eines regelmäßigen Datenaustauschs mit folgenden globalen Depotbanken erstellt: ABN-AMRO, Bankers Trust, Bank of New York, Chase Manhattan, Mellon Trust, Midland, Northern Trust, RBS Trust Bank und State Street. Die Daten erfassen die Erfahrungen der genannten Banken mit den Abwicklungs- und Verwahrungssystemen ausgewählter entwickelter und aufstrebender Märkte. Die gesammelten Informationen werden mit einem geeigneten Modell zur Generierung des Benchmark-Index' verarbeitet. Da der Index von GSCS kommerziell genutzt wird, stehen verständlicherweise keine weitergehenden Informationen zur Indexkonstruktion öffentlich zur Verfügung.

leichte Verbesserung im Zeitablauf zu erkennen, eine Konsequenz insbesondere der Reformanstrengungen im Clearing und Settlement. Beispielsweise wurde die durchschnittliche Fehlerquote im Abwicklungsbereich im Jahr 1998 von 20 v.H. auf 15,2 v.H. gesenkt. Dies ist um so beeindruckender, wenn man bedenkt, daß diese Quote im Jahr 1994 noch 30 v.H. betrug (GSCS, Review of Emerging Markets 1999). Für Chile publiziert GSCS leider keine Daten. Die Werte für Chile dürften jedoch nicht wesentlich von denen Argentiniens und Brasiliens abweichen.

Um international wettbewerbsfähiger zu werden und die Preisbindung sowie Kosten und Risiken beim Clearing und der Verwahrung von Wertpapieren den weltweit üblichen Normen anzupassen, sind bereits einige Initiativen zur Reform der lateinamerikanischen Börsenlandschaft in Angriff genommen worden. Beispielsweise wurden in Brasiliens einschneidende Strukturreformen im Börsenbereich eingeleitet. Im Januar 2000 wurde beschlossen, ein einheitliches Abwicklungs- und Aufbewahrungssystem sowie eine arbeitsteilige Börsenstruktur zu schaffen: Bei der BOVESPA wird in Zukunft der Aktienhandel konzentriert und bei der BVRJ der Sekundärhandel für Rentenwerte; zudem bleibt Rio Schauplatz der noch ausstehenden Privatisierungsauktionen.

Möglich wurde die Reform durch einen Tausch von Vermögenswerten: Die BVRJ verkaufte ihre Clearingstelle an diejenige von São Paulo (BOVESPA), und die Broker bekamen dafür eine bestimmte Zahl von Stimmrechten an dem bisher rivalisierenden Verein. Jedes Stimmrecht erlaubt dem einzelnen Mitglied des Börsenvereins die Entsendung eines Brokers auf das jeweilige Parkett sowie den Anschluß elektronischer Datenterminals an das künftig gemeinsam betriebene System. Die Börsenvereine von Rio de Janeiro und São Paulo firmieren juristisch zwar weiterhin getrennt, treten jedoch nach außen als einheitlicher Handelsplatz auf.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß Defizite im Aufsichtsbereich vor allem bei der Durchsetzung der bestehenden Gesetze und in der mangelnden finanziellen Unabhängigkeit der Börsenaufsicht bestehen. Absolut zwingend ist im Falle Brasiliens die Abschaffung der Transaktionssteuer CPMF. Dazu wird es aber wohl vorerst nicht kommen, da die Steuer zu einer unverzichtbaren Einnahmequelle des Bundes geworden ist. Ebenso sollte die Besteuerung von Kapitalgewinnen für Ausländer, wie dies in Brasilien oder Chile gehandhabt wird, überdacht werden. Die Marktinfrastruktur sollte internationalen Normen angepaßt werden. Es wurden zwar bereits einige Anstrengungen wie beispielsweise die Einrichtung zentraler Wertpapierdepots, rechnergestützter Handel, fortlaufendes Settlement nach dem Prinzip T+3 u.ä. unternommen, sie sind jedoch noch nicht ausreichend, um international übliche Standards zu erfüllen.

3.2.4.2 Gesetzliche Basis für institutionelle Investoren

3.2.4.2.1 Theoretische Überlegungen und Reformempfehlungen

Institutionelle Investoren spielen auf den globalen Finanzmärkten eine immer größere Rolle. Dieser Trend ist das Ergebnis zunehmenden öffentlichen als auch privaten Interesses an institutionellen Formen des Sparens und Versicherns. Viele Regierungen überdenken die Effizienz ihrer sozialen Sicherungssysteme und ergänzen oder ersetzen diese zunehmend durch Elemente der privaten Eigenvorsorge. Die Versicherungsbranche, vor allem aber Pensionsfonds, erfuhren durch diese Entwicklungen weltweit einen enormen Wachstumsschub. Investmentfonds, die dritte wesentliche Gruppe institutioneller Investoren, profitierten unter anderem stark von dem gestiegenen Renditebewußtsein privater Anleger, die ihre niedrig verzinsten Bankeinlagen in Investmentzertifikate mit höheren Ertragserwartungen umschichten. Die professionellen Finanzdienstleistungen von Investmentfonds werden in zunehmendem Maße auch von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften in Anspruch genommen.

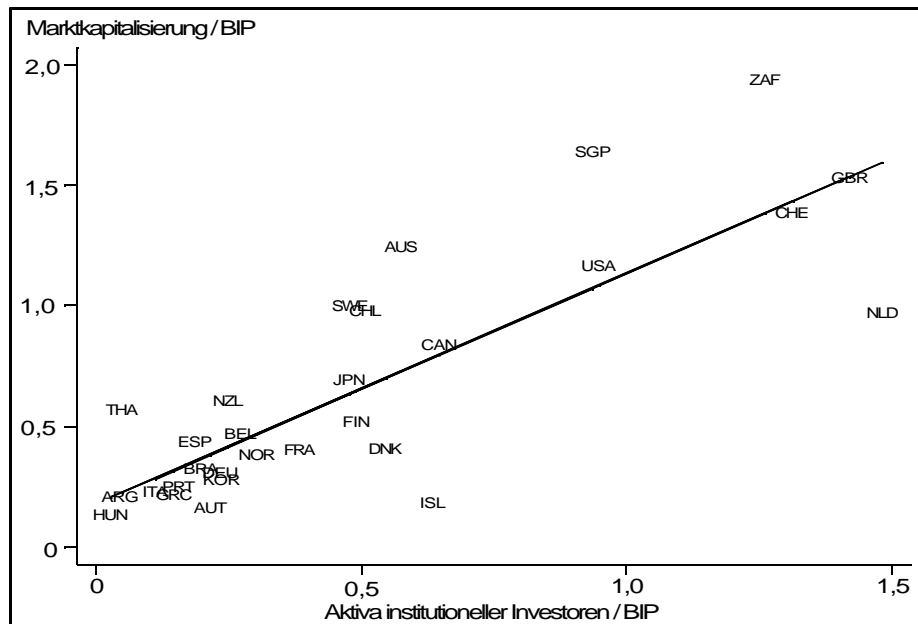
Es stellt sich nun die Frage, was institutionelle Investoren, insbesondere Pensionsfonds, welche vom Anlagevolumen her weltweit die bedeutendste Gruppe unter den institutionellen Investoren sind, mit der Entwicklung von Finanzmärkten zu tun haben. Ein oberflächlicher Blick auf die Struktur von Finanz- und Rentenversicherungssystemen in der Welt zeigt bereits, daß Länder, in denen private Pensionsfonds eine große Rolle spielen (z.B. die USA, Großbritannien), in der Regel besser entwickelte Wertpapiermärkte haben als Länder mit einer unter- bzw. kaum entwickelten Pensionsfondskultur (z.B. Deutschland, Italien).

Abbildung 3.2.3 bestätigt diese Feststellung empirisch in einer Regressionsanalyse. Das Ergebnis der Regression ist eine signifikante positive Korrelation zwischen den finanziellen Aktiva institutioneller Investoren und der Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Relation zum BIP für einen Querschnitt von OECD und Nicht-OECD Länder im Jahr 1996.⁷² Diejenigen Länder mit entwickelteren institutionellen Investoren haben zugleich höher kapitalisierte Börsen. Es spricht daher sehr viel dafür, daß die Präsenz einer breiten Basis institutioneller Investoren zur langfristigen Entwicklung der Kapitalmärkte beiträgt (Catalan u.a. 2000). Folgende Punkte fallen dabei besonders ins Gewicht:

⁷² Die positive Korrelation ist auch für andere Jahre sehr stabil.

Abbildung 3.2.3 Institutionelle Investoren und Börsenkapitalisierung inländischer Publikumsgesellschaften, 1996

Die Angaben bezeichnen die Korrelation der Aktiva institutioneller Investoren mit der Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften jeweils in Relation zum BIP



Anmerkung: Die Regressionsgerade ist bestimmt durch $\hat{y}_i = 0,18 + 0,96 x_i$. Der t-Wert beträgt 7,32, d.h. der Zusammenhang zwischen den Aktiva institutioneller Investoren und der Marktkapitalisierung inländischer Publikumsgesellschaften ist signifikant mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von einem Prozent.

Die Analyse wurde mit folgenden Ländern durchgeführt:

ARG	Argentinien	CHL	Chile	HUN	Ungarn	NZL	Neuseeland
AUS	Australien	DEU	Deutschland	ISL	Island	PRT	Portugal
AUT	Österreich	DNK	Dänemark	ITA	Italien	SGP	Singapur
BEL	Belgien	ESP	Spanien	JPN	Japan	SWE	Schweden
BRA	Brasilien	FIN	Finnland	KOR	Rep. Korea	THA	Thailand
CAN	Kanada	GBR	Großbritannien	NLD	Niederlande	USA	USA
CHE	Schweiz	GRC	Griechenland	NOR	Norwegen	ZAF	Südafrika

Quelle: OECD Institutional Investors Statistical Yearbook (1998), IFC, CVM, CNV, Catalan u.a. (2000)

Leichtere Verfügbarkeit langfristiger Finanzierungsinstrumente. Während sich ein positiver Einfluß von institutionellen Investoren auf die Höhe der inländischen Sparquote nicht eindeutig nachweisen läßt, stimmen die meisten Ökonomen jedoch darin überein, daß das Angebot langfristiger Finanzierungsinstrumente durch eine breite Basis institutioneller Investoren in einer Volkswirtschaft zunimmt (Davis 1995; Caprio und Demirgüç-Kunt 1997). Insbesondere Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften sorgen aufgrund ihres langfristigen Anlagehorizonts, bedingt durch die Struktur ihrer Verbindlichkeiten, für eine konstante Nachfrage nach langfristigen Vermögensaktiva wie zum Beispiel Aktien oder Wertpapiere mit festem Ertrag und langen Laufzeiten.

Dieser Punkt ist für die Volkswirtschaften Lateinamerikas von besonderer Bedeutung, da langfristige Finanzierungsinstrumente aufgrund des langjährigen inflationären Umfeldes und der institutionellen Unsicherheit in der Region traditionell sehr knapp waren.

Verbesserter Wettbewerb im Finanzsystem. Institutionelle Investoren erhöhen den Wettbewerbsdruck innerhalb des Finanzsystems. Sie stellen insbesondere ein Gegengewicht zu den oft dominanten Geschäftsbanken dar und bieten den Unternehmen alternative Finanzierungsmöglichkeiten an. Dieser Gesichtspunkt ist in lateinamerikanischen Ökonomien von besonderer Bedeutung, da dort die Unternehmensfinanzierung traditionell von Geschäftsbanken dominiert wird. Die verstärkte Entwicklung institutioneller Investoren führte zum Beispiel in den Vereinigten Staaten in den vierziger und fünfziger Jahren dieses Jahrhunderts zu einem Aufbrechen starrer und hierarchischer Strukturen bei Wertpapieremissionen von Unternehmen, erkennbar u.a. an einer Zunahme der Privatplazierungen oder der Aufnahme von Ausschreibungsverfahren bzw. „holländischen Auktionen“ (Chernow 1990).

Institutionelle Investoren trugen zu einer Reduzierung der Emissions- und Handelskosten bei. Zur Senkung der Handelskosten trug die Verbreitung des Pakethandels und die damit verbundene Abschaffung von Mindestprovisionen beim Wertpapierhandel bei, was durch die zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren induziert wurde. Studien berichten über geringere Spreads für Neuemissionen von Unternehmen, bei denen institutionelle Investoren große Beteiligungen halten (Hansen und Torregrosa 1992). Die kleineren Spreads sind nicht nur eine Folge verstärkten Wettbewerbs, sondern auch auf geringere Marketing- und Überwachungskosten von Neuemissionen, die auf institutionelle Investoren gemünzt sind, zurückzuführen. Durch das Bündeln von Vermögensgegenständen wird es für spezialisierte Akteure wie Investment- oder Pensionsfonds lohnend, Ressourcen für die Beschaffung und Auswertung von Informationen zu verwenden. Eine breite Basis professioneller Akteure ist daher eine wichtige Voraussetzung für eine wirksame Bonitätsprüfung und Kreditkontrolle über den Kapitalmarkt.

Finanzinnovationen. Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger sind treibende Kräfte bei der Entwicklung von Finanzinnovationen. Sie unterstützten direkt oder indirekt die Entwicklung von zum Beispiel Asset-Backed Securities (ABS), Indexfonds und -derivate sowie den Gebrauch von Finanzderivaten im allgemeinen (Davis 1995). In Entwicklungsländern wie z.B. Chile, das eine kapitalgedeckte Altersvorsorge einführte, trugen Pensionsfonds zum Entstehen neuer Kapitalmarktsegmente bei. Die Entwicklung der Märkte für Unternehmensanleihen und für hypothekarisch gesicherte Schuldver-

schreibungen in Chile sind in hohem Maße durch die im Zuge der Rentenreform entstandenen Pensionsfonds vorangetrieben worden (Diamond und Valdes-Prieto 1994).

Rechtliche Infrastruktur. Institutionelle Anleger, die von professionellen Managern geleitet werden, sind in der Regel besser als Kleinaktionäre über die Interessenkonflikte, die zwischen Unternehmensführung und Anteilseigner bestehen, informiert. Sie verfügen zudem über eine größere Lobby und ein höheres Durchsetzungspotential als Kleinaktionäre und sind somit in der Lage, beispielsweise für Gesetzesinitiativen, die einen adäquaten Anlegerschutz garantieren, einzutreten. Hierunter fallen u.a. Gesetze zum Insiderhandel, Richtlinien zur Übernahme und zum Führungswechsel von Unternehmen, Offenlegungsstandards u.ä. Der Anlegerschutz ist demnach größer in Ländern, in denen institutionelle Anleger diversifizierte Minderheitsbeteiligungen an einer großen Zahl von Unternehmen halten (z.B. USA, Großbritannien), als in Ländern, in denen institutionelle Investoren entweder unterentwickelt (z.B. Deutschland) oder mehrheitlich an einer geringen Zahl von Unternehmen beteiligt sind (z.B. Südafrika).⁷³

Die Folge einer breiten Basis institutioneller Investoren ist daher eine verbesserte Markttransparenz und Marktqualität. Beispielsweise geht in Brasilien die jüngste Initiative zum Schutz der Rechte von Minderheitsaktionären von institutionellen Anlegern aus. In Chile wurde im Zuge der Reform des Alterssicherungssystems eine Kommission zur Risikobewertung (*Comisión Clasificadora de Riesgo*, CCR) eingerichtet, welche die Investitionsmöglichkeiten für die Pensionsfonds hinsichtlich Quantität und Qualität bewerten sollte. Im Laufe der Zeit entwickelte sich daraus eine unabhängige Institution, die von der Aufsichtsbehörde für Pensionsfonds (SAFP), Banken und anderen Finanzintermediären getragen wird. Die Kommission (CCR) war der Ursprung einer privaten Risikobewertungsindustrie, die heute alle Anlageformen des chilenischen Kapitalmarktes unabhängig vom Alterssicherungssystem hinsichtlich ihrer Risiken bewertet.

Institutionelle Infrastruktur. Institutionelle Investoren haben ein natürliches Eigeninteresse an effizienten Handels-, Clearing- und Settlementssystemen sowie an einer zuverlässigen Verwahrung von Wertpapieren. In den Vereinigten Staaten und Großbritannien spielten institutionelle Anleger eine nicht unerhebliche Rolle bei der Förderung effizienterer Handels- und Abrechnungssysteme sowie der Einrichtung zentraler Wertpapierdepots (Vittas 1998). Auf ihre Rolle bei der Reduzierung der Handelskosten durch die Verbreitung des Pakethandels und die damit verbundene Abschaffung von Mindestprovisionen beim Wertpapierhandel wurde bereits eingegangen.

⁷³ Vgl. hierzu Davis (1995, S.176f) und Vittas (1998, S.11).

Unternehmenskontrolle. Die Rolle der institutionellen Anleger bei der Unternehmenskontrolle und -führung nahm mit ihrer wachsenden Bedeutung als Anteilseigner von Firmen zu. Sie treten für eine strikte und pünktliche Einhaltung der Publizitätsrichtlinien ein und verlangen von den Unternehmen eine adäquate Performance. Aufgrund ihrer teilweise beträchtlichen Beteiligungen an Unternehmen, kommt ihnen eine wichtige Funktion bei der Unternehmenskontrolle zu (Samuel 1996). In Lateinamerika spielten Pensionsfonds auch eine wichtige Rolle bei der Privatisierung staatlicher Unternehmen. Vor allem in Chile, aber auch in Argentinien und Brasilien, halten Pensionsfonds teilweise hohe Beteiligungen an privatisierten Staatsunternehmen.

Die meisten dieser positiven Effekte auf die Entwicklung von Kapitalmärkten kommen jedoch nur zum Tragen, wenn die institutionellen Investoren keinen restriktiven Anlagevorschriften unterworfen sind. Muß beispielsweise ein großer Teil der finanziellen Ressourcen in nicht börsenfähige Staatspapiere investiert werden, wie dies lange Zeit in Malaysia und Singapur der Fall war, so ist der Einfluß auf die Performance inländischer Finanzmärkte gering (Vittas 1999a, S.8). Ähnliches galt lange Zeit für kontinental-europäische Länder wie die Niederlande oder die Schweiz. Nur ein kleiner Teil der Ressourcen wurde in Aktien investiert, der größte Teil der Gelder wurde in öffentliche oder private schuldrechtliche Wertpapiere angelegt (vgl. Tabelle 3.2.13). Der Aktienanteil im Portefeuille schweizerischer Pensionsfonds lag im Jahr 1990 beispielsweise bei nur 10 v.H. Im Zeitraum von 1990-96 verdoppelte sich jedoch der Aktienanteil auf 21,4 v.H.

Tabelle 3.2.13 *Portfoliozusammensetzung von Pensionsfonds in ausgewählten OECD-Ländern, 1990-96*

Angaben in Prozent des Portefeuilles

LAND		1990	1993	1996
Deutschland	Aktien	n.v.	7,2	5,7
	Anleihen	45,0	78,1	77,8
Niederlande	Aktien	17,9	24,9	38,0
	Anleihen	68,9	61,3	50,1
Schweiz	Aktien	10,5	11,0	21,4
	Anleihen	59,7	63,0	53,3
Großbritannien*	Aktien	70,0	81,0	79,3
	Anleihen	13,0	10,0	13,1
USA*	Aktien	49,5	53,5	57,6
	Anleihen	36,2	34,7	32,4

Anmerkung:

Die Aktiva der Pensionsfonds bestehen im wesentlichen aus Aktien- und Anleihen. Andere Anlagen, die den restlichen Anteil der Portefeuilles ausmachen, sind nicht explizit aufgeführt.

** bezeichnet Länder mit der prudent man rule.*

Quelle: OECD (1998, S.82)

Im Gegensatz zu Ländern mit Anlagevorschriften für institutionelle Investoren trugen in angelsächsischen Ländern institutionelle Anleger verstärkt zur Kapitalmarktentwicklung bei. Der Aktienanteil im Portfolio der Pensionsfonds des Vereinigten Königreich lag in den neunziger Jahren bei durchschnittlich über 75 Prozent, in den USA im Durchschnitt bei über 55 Prozent. Da die Pensionsfonds in angelsächsischen Ländern der *prudent man rule* und nicht quantitativen Anlagevorschriften unterliegen, erwirtschafteten sie im Durchschnitt auch höhere Erträge.

Tabelle 3.2.14 verdeutlicht dies. Die durchschnittlichen Renditen der Pensionsfonds in Ländern, die ihr Vermögen nach der *prudent man rule* verwalten, lagen im Zeitraum von 1984-96 4,3 Prozentpunkte über den Renditen von Ländern mit Anlagevorschriften.

Tabelle 3.2.14 Renditen der Pensionsfondsportefeuilles von OECD-Ländern, 1984-96

Die Angaben bezeichnen die durchschnittliche Rendite in Prozent der Landeswährung

LAND	1984-93	1984-96
Belgien	8,8	9,0
Dänemark	6,3	6,0
Deutschland	7,2	7,0
Irland*	10,3	11,0
Japan	6,5	n.v.
Niederlande*	7,7	8,0
Spanien	7,0	n.v.
Schweden	8,1	n.v.
Schweiz	4,4	4,0
USA*	9,7	9,0
Vereinigtes Königreich*	10,2	10,0
<i>Länder mit der prudent man rule (*)</i>	9,5	9,5
<i>Länder mit Anlagevorschriften</i>	6,9	5,2

Quelle: OECD (1998, S.69)

Für Reformländer ergibt sich daher die Möglichkeit, durch die Schaffung eines adäquaten Regelwerks für institutionelle Investoren, wertvolle Impulse zur Entwicklung des heimischen Wertpapiermarktes zu geben. Im folgenden wird die aktuelle Situation in Argentinien, Brasilien und Chile betrachtet.

3.2.4.2.2 Aktuelle Situation in den Reformländern

Die Entwicklung der institutionellen Investoren in Lateinamerika war und ist sehr ungleich. Dies betrifft sowohl den Entwicklungszeitraum bzw. den Zeitpunkt der Schaffung der rechtlichen Grundlagen für institutionelle Investoren als auch die relative und absolute Entwicklungsgröße bzw. das Volumen der Aktiva. Relativ betrachtet, verfügt Chile über die entwickeltste Pensionsfonds- und Versicherungsbranche in Lateinamerika. Dies ist auf die im Vergleich zu anderen Ländern Lateinamerikas frühe Einführung eines kapitalgedeckten Systems der Altersvorsorge zurückzuführen. Wie Tabelle 3.2.15 zeigt, beliefen sich Ende des Jahres 1998 die Aktiva der Pensionsfonds in Chile auf über 40 v.H. des BIP, während das Vermögen der Versicherungsgesellschaften über 13 v.H. des BIP betrug.

Tabelle 3.2.15 Aktiva institutioneller Investoren in Lateinamerika, 1998

Angaben in Prozent des BIP, Jahresendstände

LAND	PENSIONS FONDS	VERSICHERUNGEN	INVESTMENTFONDS	GESAMT
Argentinien	3,3	1,3	2,1	6,4
Bolivien	3,9	0,5	2,8	7,2
Brasilien	10,2	1,2	15,9	23,7
Chile	40,3	13,5	4,6	57,2
Kolumbien	2,1	1,5	0,3	4,0
Mexiko	2,7	1,7	3,6	8,0
Peru	2,5	0,6	0,5	3,5
Uruguay	1,3	0,8	0,7	2,8
Venezuela	0,0	1,4	0,1	1,5

Anmerkung:

Die Kategorie „Gesamt“ bezeichnet nicht notwendigerweise die Summe der Prozentangaben von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds, da die Aktiva, die Pensionsfonds in Investmentfonds angelegt haben, subtrahiert wurden.

Quelle: Salomon Smith Barney (1999), World Bank development indicators (1999)

Inzwischen reformierten sieben weitere lateinamerikanische Länder ihre Sozialversicherungssysteme nach dem chilenischen Vorbild und führten kapitalgedeckte Elemente der Altersvorsorge ein: Peru im Jahr 1993, Argentinien und Kolumbien 1994, Uruguay 1995, Bolivien 1997 und Mexiko sowie El Salvador im Jahr 1998. Die große Ausnahme ist Brasilien. Dort bestehen Pensionsfonds zwar schon länger als in Chile (seit dem Jahr 1977), aber die Mitgliedschaft war im Gegensatz zum chilenischen Sy-

stem freiwillig und auf Fonds zur betrieblichen Altersvorsorge einzelner, in der Regel öffentlicher Unternehmen beschränkt. Die Zahl der Mitglieder blieb entsprechend gering; derzeit sind dies ca. 6 v.H. der im formalen Sektor beschäftigten Arbeiter.

Argentinien verabschiedete erst vor kurzem, im Jahr 1993, die gesetzlichen Grundlagen für eine private Säule der Altersvorsorge. Der Staat garantiert nur noch eine durch Arbeitgeberbeiträge finanzierte und an die Durchschnittslöhne gekoppelte Grundrente. Hinzu treten verpflichtend entweder eine durch Arbeitnehmerbeiträge gespeiste, private Rentenversicherung auf Kapitaldeckungsbasis oder die ebenfalls aus Arbeitnehmerbeiträgen finanzierte, reformierte staatliche Rentenversicherung, welche nach dem Umlageprinzip arbeitet. Die Aktiva der Pensionsfonds (*Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones*, AFJPs) belaufen sich derzeit auf ca. 3 v.H. des BIP.⁷⁴

Relativ und absolut betrachtet verfügt Brasilien über die mit Abstand größte Investmentfondsbranche in Lateinamerika mit Vermögensbeständen, die im Dezember 1998 fast 16 v.H. des BIP umfaßten (vgl. Tabelle 3.2.15). Der Entwicklungsunterschied zu den anderen lateinamerikanischen Volkswirtschaften läßt sich nicht wie im Fall der Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften mit rein chronologischen Faktoren erklären, da die rechtlichen Grundlagen für Investmentfonds in Argentinien, Chile oder Mexiko ähnlich lange wie in Brasilien bestehen. Zudem ist in allen Ländern die Anlage in Investmentfonds freiwillig.

Die divergierende Entwicklung liegt unter anderem darin begründet, daß die brasilianischen Investmentzertifikate als innovatives Finanzinstrument eine inflationsindexierte Anlageform in den Zeiten hoher Inflation der achtziger und beginnenden neunziger Jahre boten. In den meisten anderen Ländern Lateinamerikas hingegen verlor die Anlage in Investmentfonds aufgrund der zahlreichen Finanzkrisen, die die Performance der Fonds aufgrund sinkender Wertpapierkurse schwer in Mitleidenschaft zogen, an Popularität. Beispielsweise zogen in Chile nach der Bankenkrise in den Jahren 1981-82 oder in Mexiko und Argentinien nach der Tequila-Krise im Jahr 1995 viele Anleger ihre Gelder aus den Investmentfonds ab (Yermo 2000, S.129f).

Die Vorreiterrolle Chiles. Chile besitzt heute in Lateinamerika einen relativ stabilen, transparenten und wirksam regulierten inländischen Kapitalmarkt. Mehrere neue Kapitalmarktsegmente entstanden seit Mitte der achtziger Jahre, die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften ist mit 102 v.H. des BIP im Jahr 1997 mit Abstand die

⁷⁴ Für eine umfassende Analyse der Rentenreformen in Lateinamerika vgl. Bürfent (2000).

höchste in Lateinamerika. Als ein wesentlicher Faktor für die erfolgreiche Entwicklung des chilenischen Kapitalmarktes wird die breite Basis institutioneller Anleger, insbesondere der Pensionsfonds (*Administradoras de Fondos de Pensiones*, AFPs), angesehen (Fischer 1998; Caprio und Demirgüç-Kunt 1997; Holzmann 1997).

Die Pensionsfonds in Chile entstanden im Jahr 1981 im Zuge einer umfassenden Neuordnung des sozialen Sicherungssystems als Verwalter individueller Konten einer kapitalgedeckten Altersvorsorge. Die Alterssicherung ist für alle Arbeitnehmer verpflichtend und wird finanziert über einen festen Prozentsatz des Einkommens bei voller Kapitaldeckung. Die Errichtung eines kapitalisierten Alterssicherungssystems macht die Investition des Sicherungskapitals notwendig. Grundsätzlich ist dies entweder über Direktinvestitionen oder über die Anlage am Kapitalmarkt möglich. Bei Direktinvestitionen bestehen die Probleme einer geringen Liquidität und einer nur eingeschränkten Bewertungsfähigkeit, weshalb die chilenische Gesetzgebung zur Alterssicherung eine Anlage am Kapitalmarkt vorsieht. Die notwendige Kapitalmarktinфраstruktur wie die Verfügbarkeit verschiedener Finanzierungsinstrumente, Risikobewertungsindustrie, Aufsichtsbehörden etc. waren zum Zeitpunkt der Reform noch kaum entwickelt, erlebten aber im Laufe der Zeit einen Reifeprozess.

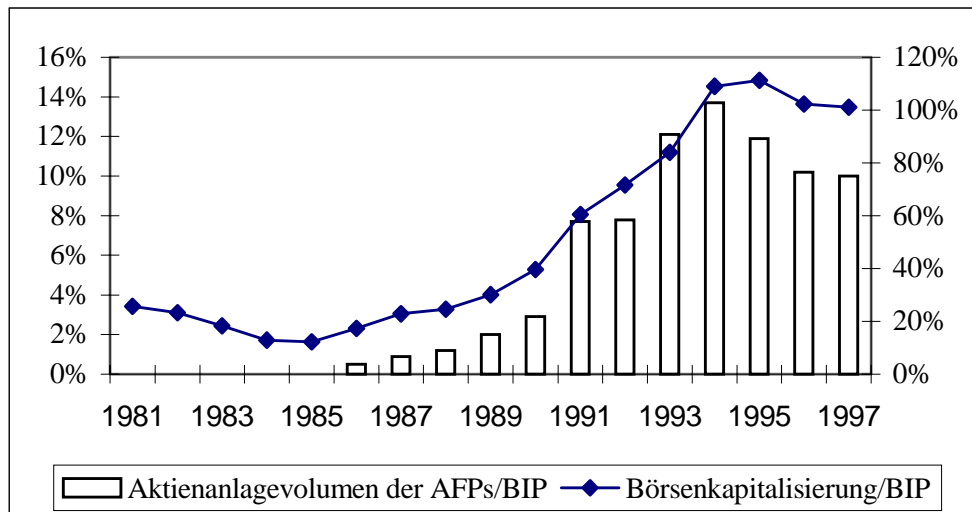
Die Entwicklung der Versicherungswirtschaft in Chile ist ebenfalls mit der Neuordnung der Altersvorsorge verbunden. Das neue Regelwerk sieht die Möglichkeit des Kaufs einer Versicherungspolice für Invaliditäts-, Witwen- und Waisenrenten sowie für den Erwerb von Leibrenten vor. Die dafür notwendigen Voraussetzungen mußten in Chile erst geschaffen werden. Es existierte zwar zum Zeitpunkt der Rentenreform eine private Versicherungswirtschaft, doch war diese kaum entwickelt. Heute ist die chilenische Versicherungsbranche die ausgereifteste in ganz Lateinamerika mit Aktiva, die 13,5 v.H. des BIP betragen. Zum Vergleich: In Argentinien und Brasilien belaufen sich die Aktiva der Versicherungsbranche auf 1,2 bzw. 1,3 v.H. des BIP (vgl. Tabelle 3.2.15).

Obwohl es schwierig ist, eine Kausalität zwischen dem Anlagevolumen institutioneller Investoren und dem Niveau der Kapitalmarktentwicklung nachzuweisen, deutet jedoch die Tatsache, daß diejenigen Länder mit der ausgereiftesten institutionellen Anlagebranche zugleich auch diejenigen Volkswirtschaften mit der höchsten Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften im Verhältnis zum BIP sind, auf einen Kausalzusammenhang hin (vgl. Abbildung 3.2.3). Auffällig im Falle Chiles ist zudem, daß eine hohe Korrelation zwischen dem Wachstum des Aktienanlagevolumens der Pensionsfonds, den Verwaltern der größten Aktienbestände in Chile, und der Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften besteht. Wie Abbildung 3.2.4 deutlich macht, stimmt

der Wachstumspfad des Aktienanlagevolumens der Pensionsfonds ziemlich genau mit der Zunahme der Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum BIP überein.

Abbildung 3.2.4 Aktienanlagevolumen chilenischer Pensionsfonds und die Entwicklung der Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Chile, 1981-97

Die linke Skala bezeichnet das Aktienanlagevolumen der AFPs, die rechte Skala die Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften, jeweils in Prozent des BIP



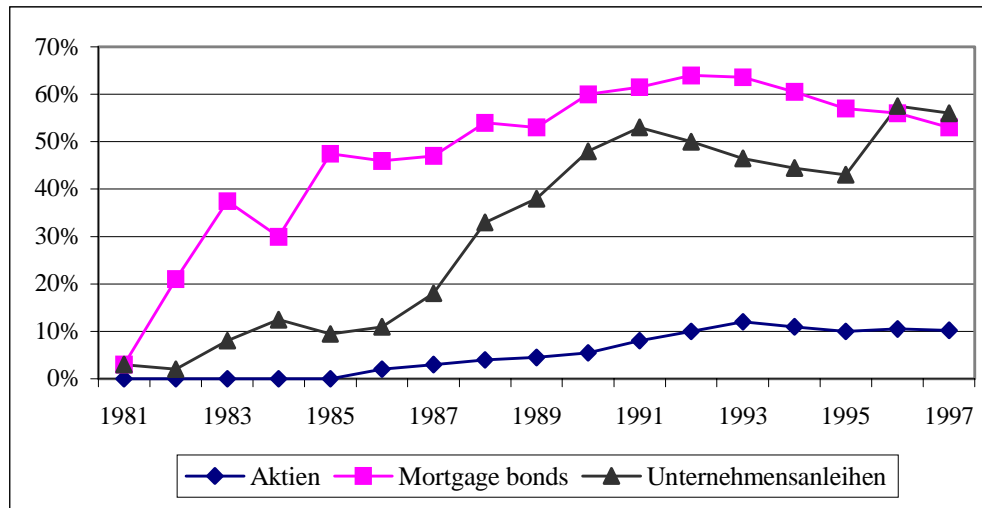
Quelle: SAFP, SVS

Für Lateinamerika ungewöhnlich ist die relativ breite Verfügbarkeit langfristiger Finanzierungsinstrumente in Chile. Die Plazierung von Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von sieben, neun oder zwölf Jahren ist keine Seltenheit. Die AFP-Industrie leistete über ihre hohe Nachfrage nach langfristigen Schuldverschreibungen privater Unternehmen einen wesentlichen Beitrag zur Schaffung dieses neuen Marktsegmentes und ermöglichte dadurch den Unternehmen eine Finanzierung langfristiger Investitionsobjekte. In noch höherem Maße trifft dies für die Entwicklung des Marktes für hypothekarisch gesicherte Schuldverschreibungen zu.

Abbildung 3.2.5 zeigt den Anteil des Anlagevolumens der Pensionsfonds in v.H. der Kapitalisierung der Märkte für Unternehmensanleihen, Aktien und hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen (Mortgage bonds). Deutlich wird, daß die Pensionsfonds in relativ kurzer Zeit sehr hohe Bestände an hypothekarisch gesicherten Anleihen und festverzinslichen Wertpapieren privatwirtschaftlicher Emittenten akkumulierten. Im Jahr 1997 hielten sie mit über 50 Prozent der Marktkapitalisierung von Unternehmensanleihen und hypothekarisch gesicherten Schuldverschreibungen den höchsten Anteil in diesen Marktsegmenten.

Abbildung 3.2.5 Marktpräsenz der Pensionsfonds in Chile, 1981-97

Die Angaben bezeichnen das Anlagevolumen der AFPs in v.H. der Marktkapitalisierung der jeweiligen Finanzaktiva



Quelle: SAFP, SVS

Der Einfluß der Pensionsfonds auf die Entwicklung des Aktienmarktes war hingegen nicht ganz so groß. Ende 1997 hielten die Pensionsfonds ca. 10 v.H. der Aktienmarktkapitalisierung. Hinzu kommt, daß das Aktienengagement noch wenig diversifiziert ist. Über 50 Prozent des Aktienbestandes ist im Elektrizitätssektor konzentriert. Das zurückhaltende Aktienengagement der Pensionsfonds ist vor allem auf Anlagevorschriften zurückzuführen, die lange Zeit sehr restriktiv waren und dies teilweise noch immer sind. Bis 1985 waren für die chilenischen Pensionsfonds Investitionen in Aktien ganz verboten. Ab 1985 konnten die AFPs bis zu 30 v.H. des Fondsvermögens in Aktien von neun Unternehmen – staatliche Betriebe, die privatisiert werden sollten – investieren. Die Anlagegrenzen wurden allmählich angehoben auf 37 v.H. des Fondsvermögens im Jahr 1995. Strenge Vorschriften begrenzen den Aktienbesitz an einzelnen Unternehmen, der in Chile auf maximal 7 Prozent des Firmenkapitals festgelegt ist.

Die Zusammensetzung des Portefeuilles der Pensionsfonds änderte sich im Laufe der Zeit wesentlich. In den ersten Jahren nach Gründung der Pensionsfonds wurden die Gelder hauptsächlich in kurzfristige Bankeinlagen mit Laufzeiten zwischen 30 Tagen und 12 Monaten investiert (61,9 v.H. im Jahr 1981; 28,2 v.H. im Jahr 1987). Mangelndes Vertrauen in das Finanzsystem, die geringe Tiefe der Finanzmärkte sowie restriktive Anlagevorschriften waren die Hauptgründe für diese Anlagestrategie. Der Anteil der Gelder, der in langfristige Anlagen investiert wurde, erhöhte sich nur langsam. Wie

Tabelle 3.2.16 zeigt, wurden Ende des Jahres 1998 41 v.H. des Vermögens der Pensionsfonds in Staatsanleihen, 32 v.H. in Depositen und Bankschuldverschreibungen, 15 v.H. in Aktien, 4 v.H. in schuldrechtliche Wertpapiere von Unternehmen und 5 v.H. in ausländische Wertpapiere investiert.

Tabelle 3.2.16 Zusammensetzung der Portefeuilles der Pensionsfonds in Lateinamerika, 1998

Angaben in Prozent des Portefeuilles der Pensionsfonds, Jahresendstände

	ARGENTINIEN	BRASILIEN ^{/1/}	CHILE
Regierungsanleihen	50	7	41
Unternehmensanleihen	3	4	4
Depositen/Bankschuldverschreibungen ^{/2/}	21	10	32
Aktien	18	19	15
Investmentzertifikate	7	33	3
Ausländische Wertpapiere	0	0	5
Andere Investitionen ^{/3/}	1	27	0
Gesamt	100	100	100

Anmerkungen:

/1/ Die brasilianischen Daten beziehen sich nur auf geschlossene Pensionsfonds.

/2/ Bankschuldverschreibungen beinhalten auch hypothekarisch gesicherte Schuldverschreibungen, deren Bestände in Argentinien und Brasilien unbedeutend sind, in Chile jedoch ca. 15 v.H. des Portefeuilles der Pensionsfonds ausmachen.

/3/ In Brasilien hauptsächlich Immobilien (10,7 v.H.).

Quelle: SAFJP, SPC, ABRAPP, SAFP

Argentinien. Was die Portefeuillezusammensetzung argentinischer Pensionsfonds angeht, so fällt der hohe Anteil an Staatsanleihen und Bankeinlagen auf. Dies läßt sich zum einen auf die mangelnde Verfügbarkeit alternativer Finanzinstrumente als auch auf die Anlagevorschriften zurückführen, die, was das Aktienengagement angeht, noch restriktiver als in Chile sind. Der Anteil am Eigenkapital einzelner Unternehmen darf 5 v.H., das gesamte Aktienengagement der argentinischen Pensionsfonds 35 v.H. des gebundenen Vermögens nicht überschreiten. Investitionen in ausländische Wertpapiere sind bis zu einer Höchstgrenze von 10 v.H. des gebundenen Vermögens zwar erlaubt (in Chile 13 v.H., in Brasilien bei geschlossenen Fonds 10 v.H.), jedoch noch nicht ausgeschöpft worden (vgl. Tabelle 3.2.16).

Brasilien. Die liberalsten Regelungen gelten für brasilianische Pensionsfonds. Anlagevorschriften bestehen zwar ebenfalls, sie sind jedoch etwas freizügiger als in den Nachbarländern. Nur 7 v.H. des Fondsvermögen ist in Brasilien in Staatsanleihen inve-

stiert (vgl. Tabelle 3.2.16). Immobilienbesitz ist beispielsweise bis zu einer Höchstgrenze von 19 v.H. des Portefeuilles erlaubt. Das Aktienengagement offener und geschlossener Pensionsfonds darf maximal die Hälfte des gebundenen Vermögens ausmachen, der Eigenkapitalanteil an einzelnen Unternehmen ist auf 25 v.H. begrenzt. Wie Tabelle 3.2.17 zeigt, halten u.a. deswegen die brasilianischen Pensionsfonds in Lateinamerika die größten Aktienbestände in Relation zur Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften. Für Investmentfonds gilt dies ebenfalls.

Tabelle 3.2.17 Aktienengagement institutioneller Investoren in Lateinamerika, 1997
Angaben in Prozent der Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften, Jahresendstände

LAND	PENSIONS FONDS	VERSICHERUNGEN	INVESTMENTFONDS	GESAMT
Brasilien	12,2	0,3	4,6	17,1
Chile	10,0	0,8	0,3	11,1
Argentinien	3,9	0,6	0,7	5,2

Quelle: SAFJP, SPC, ABRAPP, SAFF, CVM, CNV, SVS, SUSEP, SSN

Der Hintergrund liberaler Anlagevorschriften ist derjenige, daß durch verstärktes Engagement in Aktien die positiven externen Effekte auf die Kapitalmarktentwicklung wesentlich größer sind als beispielsweise bei Investitionen in Staatspapiere. In angelsächsischen Ländern, wo die Pensionsfonds keinen quantitativen Anlagevorschriften unterliegen, sondern ihre Investitionen an dem *prudent man* Prinzip orientieren, beträgt der Aktienanteil des Portefeuilles der Pensionsfonds in der Regel ca. 50 v.H., im Vereinigten Königreich im Durchschnitt sogar 80 v.H. (Davis 1998).

Anlagevorschriften sind in den aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas sicherlich gerechtfertigt, da die Kapitalmärkte zum einen institutionell noch nicht so entwickelt sind bzw. noch nicht dieselbe Transparenz und Reife aufweisen wie in Industrieländern und zum anderen eine wesentlich geringere Zahl an Finanzinstrumenten zur Verfügung steht. Hinzu kommt, daß die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Argentinien und Chile nicht freiwillig ist wie in angelsächsischen Ländern, was dem Staat gewisse treuhänderische Pflichten auferlegt. Dennoch sollten die Anlagevorschriften, zumindest was das Aktienengagement angeht, etwas gelockert werden.⁷⁵

Insbesondere die Begrenzung des Anteilbesitzes an einzelnen Unternehmen auf 5 v.H. in Argentinien bzw. 7 v.H. in Chile schränkt die Anlagemöglichkeiten der Pensi-

⁷⁵ Vgl. hierzu auch Shah (1997), Vittas (1999b; 1999c) sowie Srinivas und Yermo (1999).

onsfonds unnötig ein und verhindert eine effektive Unternehmenskontrolle. Eine Lockerung dieser Vorschrift hätte die Konsequenz, daß sich institutionelle Investoren zu dominanten Aktionärsgruppen entwickeln und somit eine aktivere Rolle bei der Unternehmensführung übernehmen könnten. Am wahrscheinlichsten wäre dies für Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften. Aufgrund der langfristigen Struktur ihrer Verbindlichkeiten entspräche ein langfristiges Aktienengagement ihrem Anlagehorizont. Für Investmentfonds hingegen sind Restriktionen, die eine aktive Rolle bei der Unternehmensführung einschränken aufgrund des eher kurzfristigen Charakters ihrer Verbindlichkeiten nicht so schmerzhaft (Yermo 2000, S.214).

In Zukunft ist in Lateinamerika mit einer weiteren Zunahme der Bedeutung der Pensionsfonds, der mit Abstand bedeutendsten Gruppe der institutionellen Investoren, zu rechnen. Dies gilt für Chile, aber um so mehr für Argentinien, da die kapitalgedeckte Säule der Alterssicherung erst im Jahr 1994 eingeführt wurde. Schätzungen gehen von einem Anstieg des gesamten durch die AFJPs verwalteten Vermögens auf 51 Mrd. US-Dollar im Jahr 2005 aus, was 11,9 v.H. des BIP entsprechen würde (Cottani und Demarco 1996).

In Brasilien stellt die private Altersvorsorge eine freiwillige Komponente bzw. eine zweite Säule neben der auf dem Umlageverfahren basierenden ersten Säule dar. Die zweite Säule besteht aus dem sogenannten „komplementären Pensionssystem“ (*Sistema de Previdência Complementar*) und den im Jahre 1997 geschaffenen *Fundos de Aposentadoria Programada Individual* (FAPIs), langfristige Finanzanlagekonten zur Altersvorsorge, die von Investmentfonds verwaltet und bei einer Mindestanlagedauer von zehn Jahren steuerlich begünstigt werden. Im Hinblick auf positive externe Effekte auf die Kapitalmarktentwicklung ist die Schaffung der FAPIs zu begrüßen, ebenso wie die für dieses Jahr geplante Ausweitung des komplementären Pensionssystems auf Arbeiter des öffentlichen Dienstes. Nachhaltige Impulse auf eine weitere Entwicklung des brasilianischen Kapitalmarktes sind aber nur mit einer Umstellung der ersten Säule vom bisherigen Umlageverfahren auf eine kapitalgedeckte Altersvorsorge zu erwarten.

3.2.4.3 Fazit

Solide institutionelle Grundlagen für bank- und marktbasierende Finanzintermediation sind die Eckpfeiler für die Entwicklung effizienter Finanzsysteme. In Lateinamerika dominieren traditionell Banken die finanzielle Mittlertätigkeit. Dies ist hauptsächlich auf die unzureichenden Bemühungen um die Schaffung solider institutioneller Rahmenbedingungen für Kapitalmärkte zurückzuführen. Die einseitige Ausrichtung der Finanzintermediation ist in volatilen und im Vergleich zu Industrieländern stärker krisenanfälligen Emerging Markets besonders problematisch. Vor dem Hintergrund der Komplementarität von Bank- und Börsendienstleistungen und den erheblichen gesamtwirtschaftlichen Vorteilen eines diversifizierten Finanzsystems sollte der Ausbau der institutionellen Grundlagen für Finanzmärkte eine hohe Priorität genießen. Von besonderer Bedeutung sind hierbei eine angemessene Aufsicht und Marktinfrastruktur der Geld- und Kapitalmärkte sowie eine gesetzliche Basis für institutionelle Investoren.

Eine wirksame Börsenaufsicht garantiert einen weitgehenden Schutz der Anleger und sorgt für einen fairen, transparenten, effizienten und sicheren Wertpapierhandel. Zusammen mit einer guten Wirtschaftspolitik produziert die Börsenaufsicht ein öffentliches Gut, das der Markt nicht hervorzubringen in der Lage ist. Kapitalmarktaufsichtsbehörden auf Bundesebene wurden in Argentinien bereits 1968 und in Brasilien und Chile 1976 bzw. 1980 geschaffen. Insbesondere in Argentinien und Brasilien mangelt es jedoch an der finanziellen Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörden und an der Durchsetzung der Gesetze und Publizitätsbestimmungen. Was die Gesetzgebung im Finanzmarktbereich angeht, sollte im Falle Brasiliens unbedingt die Steuer auf Kapitaltransaktionen abgeschafft werden. Eine Reduktion der Steuer auf Kapitalgewinne in Brasilien und Chile würde die Aktienanlage ebenfalls begünstigen. Argentinien fällt an dieser Stelle positiv auf, da es weder Kapitalgewinne noch Kapitaltransaktionen besteuert noch Kapitalverkehrskontrollen irgendeiner Form besitzt.

Neben einer angemessenen Aufsicht ist eine geeignete Marktinfrastruktur für faire, transparente und effiziente Finanzmärkte notwendig. Ineffiziente Abrechnungs- und Abwicklungssysteme bergen ein hohes Risiko des Kapitals- und Zinsverlusts, betrügerischer Machenschaften oder mangelnder Sorgfalt, die in- und ausländische Anleger von Investitionen abschrecken. Eine verlässliche institutionelle Infrastruktur garantiert, daß die Wertpapiertransaktionen kostengünstig, schnell und sicher ablaufen sowie die Verwahrung der Wertpapiere zuverlässig bewerkstelligt wird. Trotz starker Bemühungen

der lateinamerikanischen Länder, die Marktinfrastruktur an internationale Standards anzupassen, sind noch weitere Reformen und Modernisierungsmaßnahmen im Clearing- und Settlementbereich sowie bei der Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren notwendig.

Eine breite Basis institutioneller Investoren trägt wesentlich zur Entwicklung der Kapitalmärkte bei. Die leichtere Verfügbarkeit langfristiger Finanzierungsinstrumente, verbesserter Wettbewerb im Finanzsystem, Finanzinnovationen, eine Verbesserung der rechtlichen und institutionellen Infrastruktur sowie eine verstärkte Unternehmenskontrolle sind die wichtigsten positiven Auswirkungen einer breiten Präsenz institutioneller Investoren auf den heimischen Kapitalmarkt. Die meisten dieser positiven Effekte auf die Kapitalmarktentwicklung kommen jedoch nur zum Tragen, wenn die institutionellen Investoren keinen restriktiven Anlagevorschriften unterworfen sind.

Das Beispiel Chile verdeutlicht eindrucksvoll, in welchem hohem Maße institutionelle Investoren, insbesondere aber Pensionsfonds, zur Kapitalmarktentwicklung beitragen können. Es zeigte aber auch auf, daß eine Rückkopplung zwischen Pensionsfonds und Finanzmärkten von den Anlagevorschriften abhängen. Erst nachdem für Pensionsfonds die Möglichkeit zur Aktienanlage im Jahr 1985 geschaffen wurde, stellten sich durch die Investitionsaktivitäten der Pensionsfonds positive Entwicklungsimpulse auf den heimischen Aktienmarkt ein. Weitere positive Effekte auf den Aktienmarkt sind erst mit einer weiteren Lockerung der restriktiven Anlagebestimmungen zu erwarten.

Von entscheidender Bedeutung für die schnelle und nachhaltige Entwicklung der Pensionsfonds- und Versicherungsbranche in Chile war die Umstellung des Systems der Altersvorsorge von einem Umlageverfahren zu einem Kapitaldeckungsverfahren. Der Erfolg dieser Rentenreform wird unter anderem auch an der großen Zahl der Nachahmer in Lateinamerika deutlich: Neben sechs anderen Ländern beschloß Argentinien im Jahr 1993 die Einführung einer kapitalgedeckten Säule der Altersvorsorge. Die Ausnahme bleibt Brasilien: Die Altersvorsorge auf Kapitaldeckungsbasis stellt dort eine freiwillige Komponente der Alterssicherung dar, was die im Vergleich zu Chile relativ geringere Bedeutung der Pensionsfonds- und Versicherungsbranche erklärt.

EXKURS: DIE FINANZSYSTEME IN DEN ÜBRIGEN LÄNDERN LATEIN-AMERIKAS

Die Neuordnung der Finanzsysteme im Rahmen der Wirtschaftsreformen in Lateinamerika wurde beispielhaft anhand der Länder Argentinien, Brasilien und Chile aufgezeigt. Im folgenden wird in etwas kürzerer Form auf die speziellen Entwicklungen in einigen anderen Ländern Lateinamerikas eingegangen, um das Bild von der Situation und der Leistungsfähigkeit lateinamerikanischer Finanzsysteme abzurunden. Von großer Bedeutung sind insbesondere die Entwicklungen im mexikanischen Finanzsystem, der nach Brasilien größten Volkswirtschaft im lateinamerikanischen Raum. Des Weiteren werden die Finanzsysteme von Kolumbien, Peru und Venezuela sowie von einem kleineren Land, Uruguay, näher betrachtet.

Mexiko

Mit dem ökonomischen Solidaritätspakt (*pacto*) wurde im Dezember 1987 ein umfassendes Stabilisierungspaket geschnürt, das Mexiko nach der Rezession zu Beginn der achtziger Jahre ein beachtliches Wachstum von durchschnittlich vier Prozent in den Jahren von 1989-94 sicherte. Die makroökonomischen Stabilisierungsbemühungen und die Reformen in anderen zentralen Wirtschaftsbereichen wurden gleichzeitig von einer Liberalisierung des Finanzsystems begleitet. Im Jahr 1994 kam es zu der Tequila-Krise, die zu einer Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivitäten um 6,2 v.H. führte. Die mexikanische Volkswirtschaft erholte sich jedoch überraschend schnell und wies von 1996-99 Wachstumsraten von durchschnittlich 5,2 v.H. des BIP auf.¹

Entwicklungen im Finanzsektor. Das mexikanische Finanzsystem war vor dem Jahr 1988 selbst für lateinamerikanische Maßstäbe unterentwickelt und in hohem Maße

¹ Die Tabellen 3.1.3 und 3.1.4 geben einen Überblick über die jährlichen realen Wachstumsraten des BIP sowie die durchschnittlichen jährlichen Inflationsraten der im folgenden diskutierten Länder.

durch den Staat dominiert. Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor im Jahr 1986 betrug beispielsweise nur 7,8 v.H. des BIP, 72 v.H. des Kreditvolumens der Geschäftsbanken floß an die öffentliche Hand.² Die Lehrbuchmerkmale der finanziellen Repression kennzeichneten das mexikanische Finanzsystem: (i.) Zinsobergrenzen, festgelegt durch den *Banco de Mexico*, (ii.) selektive Kreditvergabe, in der Hauptsache koordiniert durch die staatliche Entwicklungsbank *Nacional Financiera* und durch spezielle „Treuhandsfonds“, und (iii.) hohe Mindestreservesätze. Das niedrige Volumen sowie die geringe Effizienz der finanziellen Vermittlungstätigkeit war eine logische Konsequenz dieser suboptimalen Anreizstrukturen.

Ab dem Herbst 1988 wurden die Zinsobergrenzen entfernt, Kreditquoten für bevorzugte Branchen abgeschafft und die Privatisierung des Bankwesens eingeleitet. Die Verstaatlichung des Bankensystems war eine Folge der Schuldenkrise der Jahre 1982/83. Von den insgesamt 60 Banken in Mexiko wurden 58 verstaatlicht,³ wobei sich die Zahl der verstaatlichten Banken durch Rekapitalisierungs- und Fusionsmaßnahmen auf 18 Banken im Jahr 1990 reduzierte (Copelman 2000). An der Privatisierung der 18 Banken, die im Mai 1990 begann, konnten sich zunächst nur mexikanische Firmen beteiligen; dies änderte sich jedoch im Jahr 1995 als ausländische Investoren zugelassen wurden.

Die Stabilisierungsbemühungen und die Reformen im Finanzsektor zogen beeindruckende Veränderungen nach sich. Die liquiden Verbindlichkeiten⁴ verdoppelten sich von 14 v.H. des BIP im Jahr 1988 auf 28 v.H. des BIP im Jahr 1994. Zwischen 1987 und 1994 erhöhte sich die jährliche reale Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor um durchschnittlich 30 v.H. Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor erhöhte sich somit von 6,3 v.H. des BIP im Jahr 1987 auf 31,6 v.H. des BIP im Jahr 1994.

Dieser ungezügelter Kreditboom blieb nicht ohne Konsequenzen. Eine mangelhafte Bankenaufsicht gepaart mit laxen Kreditvergabepraktiken und massiven Zahlungsbilanzungleichgewichten führten zu einer Bankenkrise, ausgelöst durch die Abwertung des mexikanischen Peso im Dezember 1994. Seitdem wurden von den ehemals 18 privatisierten Banken über die Hälfte entweder vollständig durch die Regierung übernommen, geschlossen oder unter Intervention gestellt. Die Rettung der Banken erfolgte neben ei-

² Datenquelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999).

³ Die einzigen Banken, die in privaten Händen verblieben, waren die *Citibank* und der *Banco Obrero*, beides kleinere Banken.

⁴ Unter liquiden Verbindlichkeiten werden im folgenden Bargeld, Sicht-, Spar- und Termineinlagen verstanden (Zeile 551 der IFS).

nem kurzfristigem Programm zur Unterstützung der Schuldner (*Programa de Capitalización Temporal*, PROCAPTE) in der Hauptsache durch den Einlagensicherungsfonds FOBAPROA (*Fondo Bancario de Protección al Ahorro*), der die notleidenden Kredite der Banken im Austausch gegen staatliche Wechsel mit zehnjähriger Laufzeit übernahm. FOBAPROA wurde inzwischen aufgelöst und durch das Einlagensicherungsinstitut IPAB (*Instituto para la Protección al Ahorro Bancario*) ersetzt. Die Kosten des *bail-outs* der Banken beliefen sich bis Mitte 1998 auf schätzungsweise 15 Prozent des BIP von 1997 (McQuerry 1999, S.14).

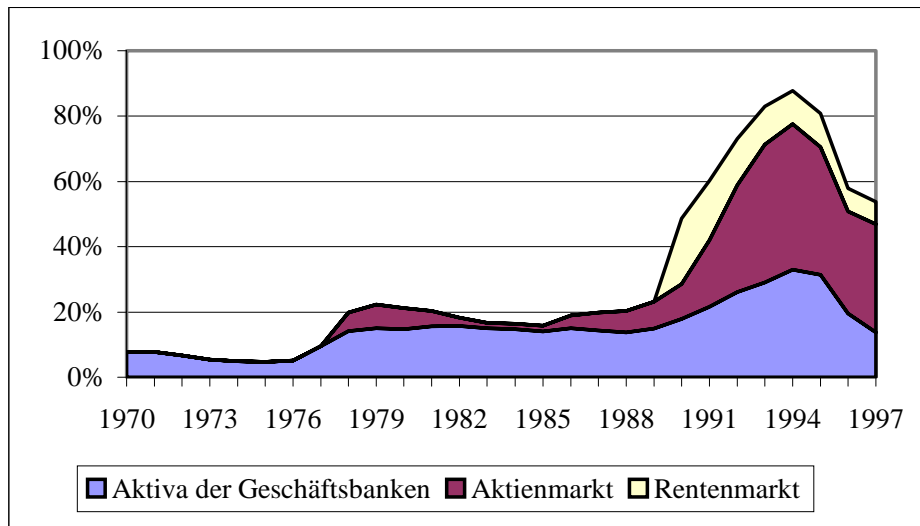
Die Folgen der Bankenkrise sind bis heute noch nicht ganz überwunden. Der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditportefeuille der Geschäftsbanken lag Ende 1998 noch bei über 11 Prozent, kaum weniger als im Jahr 1995, als die Quote 12,3 Prozent betrug (McQuerry 1999). Ebenso fiel die Kreditvergabe im selben Zeitraum um ca. 35 Prozent. Ermutigend ist jedoch die Tatsache, daß sich das mexikanische Bankwesen nach der Tequila-Krise der internationalen Konkurrenz öffnete: 19 der insgesamt 37 Banken in Mexiko sind entweder ausländisch oder ausländische Banken halten signifikante Beteiligungen.

Struktur und Größe des Finanzsystems. Die Reformen im Finanzsektor und in anderen Bereichen der Wirtschaft blieben nicht ohne Auswirkungen auf die Struktur und die Größe des mexikanischen Finanzsystems. Abbildung E 1 zeigt die Entwicklung des Verhältnisses der Aktiva der Geschäftsbanken und die Marktkapitalisierung des Aktien- sowie des Rentenmarktes zum BIP im Zeitablauf. Zweifellos hatten die Liberalisierungs- und Reformmaßnahmen im Finanzsektor beginnend im Jahr 1988 einen überwältigenden Einfluß sowohl auf die Größe als auch auf die Struktur des mexikanischen Finanzsystems.

Auffallend ist in erster Linie der Börsenboom in den neunziger Jahren bzw. die massive Zunahme der Marktkapitalisierung inländischer Publikumsgesellschaften, die selbst nach der Tequila-Krise wesentlich über dem Niveau der achtziger Jahre lag. Die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften stieg von 6,5 v.H. des BIP im Jahr 1988 auf 44,6 v.H. des BIP im Jahr 1994 bzw. auf 33,1 v.H. des BIP im Jahr 1997 an. Bis Ende der achtziger Jahre spielte die Börse als Koordinationsplattform finanzieller Ressourcen kaum eine Rolle. Die Unternehmensfinanzierung erfolgte im wesentlichen durch Banken. Dies änderte sich jedoch in den neunziger Jahren.

Abbildung E 1 Entwicklung der Größe des mexikanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Anmerkung:

Aktienmarkt und Rentenmarkt bezeichnen die Marktkapitalisierung der jeweiligen Märkte. Die Aktiva der Geschäftsbanken beziehen sich nur auf Forderungen an den nichtfinanziellen Sektor, einschließlich Forderungen an den Staat, öffentliche Unternehmen und an den Privatsektor, so daß die Verzerrung durch Doppelzählung in diesem Zusammenhang gering ist. Diese Definition gilt im übrigen auch für die folgenden Abbildungen in diesem Exkurs.

Quelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Die Entwicklung der Geschäftsbankenaktiva ist eng mit den Liberalisierungsmaßnahmen im Bankwesen verknüpft. Abbildung E 1 zeigt die Expansion der Geschäftsbankenaktiva im Zeitraum von 1988-94, der im Jahre 1995 durch die Folgen der Tequila-Krise ein jähes Ende gesetzt wurde. Im Jahr 1997 machten die Geschäftsbankenaktiva 13,7 v.H. des BIP aus, was ungefähr dem Durchschnitt der Jahre 1980-88 (14,7 v.H. des BIP) entspricht. Im internationalen Vergleich ist der mexikanische Bankensektor immer noch sehr klein. Selbst im Zenith des Jahres 1994 war er noch wesentlich vom Weltdurchschnitt (52,6 v.H. im Jahr 1997) entfernt. Im Moment belaufen sich die Aktiva der mexikanischen Geschäftsbanken auf nur ca. die Hälfte des lateinamerikanischen Durchschnitts (27,9 v.H. im Jahr 1997).⁵

Ein Markt für verbriefte Unternehmensverbindlichkeiten entwickelte sich in Mexiko ebenfalls. Im Jahr 1996 betrug die Marktkapitalisierung von Unternehmensschuldverschreibungen 1,4 v.H. des BIP. Die Marktkapitalisierung des Rentenmarktes insge-

⁵ Datenquelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999).

samt betrug im Jahr 1996 sieben Prozent des BIP. Dies bedeutet, daß die Kapitalisierung des Rentenmarktes – wie in den übrigen Ländern Lateinamerikas übrigens auch – im wesentlichen aus öffentlichen Anleihen besteht. Interessant in diesem Zusammenhang ist die Tatsache, daß die im Zuge der Rentenreform im Jahre 1997 geschaffenen Pensionsfonds, deren finanzielle Aktiva im Juni 1999 bereits 1,9 v.H. des BIP umfaßten, praktisch ihr gesamtes Vermögen (97,3 v.H.) derzeit noch in Regierungsanleihen investieren (AIOS 1999).

Kolumbien

Die kolumbianische Volkswirtschaft war in den letzten Jahrzehnten durch ein relativ stabiles Wachstum gekennzeichnet. Selbst in den achtziger Jahren, als die Wirtschaft der meisten lateinamerikanischen Länder stagnierte, wuchs die kolumbianische Volkswirtschaft um durchschnittlich 3,4 Prozent pro Jahr. Zu Beginn der neunziger Jahre, zeitlich korrespondierend mit dem Beginn der Reformbemühungen in anderen Ländern Lateinamerikas, wurden in Kolumbien unter der Regierung Gaviria grundlegende Strukturreformen durchgeführt. Die wichtigsten Punkte waren eine Liberalisierung des Handels, eine Reduzierung des öffentlichen Sektors (u.a. durch Privatisierungen), eine Reform des Alterssicherungssystems durch den Aufbau einer kapitalgedeckten Säule neben dem bisherigen Umlageverfahren und Reformen im Finanzsektor. Das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich infolgedessen weiter: Im Zeitraum von 1992-95 betrug die durchschnittliche Wachstumsrate 5,0 Prozent. Seither schwächte sich jedoch das Wachstum infolge politischer Unwägbarkeiten ab.

Entwicklungen im Finanzsektor. Wie in den meisten anderen Ländern Lateinamerikas war auch der kolumbianische Finanzsektor bis Ende der achtziger Jahre stark reguliert und „finanziell unterdrückt“. Eine Bankenkrise in den Jahren 1982/83 offenbarte ernsthafte Schwächen des kolumbianischen Bankwesens. Die zwei größten Banken des Landes, der *Banco Nacional* und der *Banco del Estado*, wurden infolge ihrer finanziellen Schiefelage von der Regierung übernommen. Insgesamt intervenierte die kolumbianische Regierung im Zeitraum von 1982-86 in über zwanzig Finanzinstituten, einschließlich Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungsgesellschaften. Auch der kolumbianische Kapitalmarkt erlebte in den achtziger Jahren einen Tiefpunkt. Die Zahl von über 400

börsennotierten Gesellschaften in den sechziger Jahren reduzierte sich in den achtziger Jahren auf unter 90 Unternehmen. Die Marktkapitalisierung der inländischen Kapitalgesellschaften betrug Mitte der achtziger Jahre nur noch 2 Prozent des BIP.

Im April 1991 präsentierte die Regierung Gaviria als Teil eines ehrgeizigen Reformprogramms zur Modernisierung der Volkswirtschaft einen Maßnahmenkatalog zur Neuordnung des Finanzsystems. Die wichtigsten Maßnahmen waren (i.) die Reduktion der Marktzutrittsbeschränkungen (auch für ausländische Finanzinstitute), (ii.) die Vereinheitlichung und Verminderung der Mindestreservebestimmungen, (iii.) die Liberalisierung der Zinssätze, (iv.) die Privatisierung einiger zuvor verstaatlichter Banken und (v.) die Flexibilisierung der Kreditvergabe, indem die Bestimmungen über die Mindestvergabemenge von Darlehen an den Agrarsektor und andere bevorrechtigte Gruppen reduziert wurden.

Die Bankenaufsicht wurde ebenfalls verbessert. Mindestkapitalbestimmungen zur Institutserrichtung wurden eingeführt, die Basler Eigenkapitalvorschriften umgesetzt,⁶ die Darlehensklassifizierung und die erforderlichen Wertberichtigungen verschärft.⁷ Im Jahr 1991 wurde die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Verfassung festgeschrieben. Die Zentralbankreform ist zwar ein Schritt in die richtige Richtung, aber das institutionelle Arrangement ist immer noch nicht zufriedenstellend. Problematisch ist insbesondere die Präsenz des Finanzministers im Zentralbankrat, die Dauer und Ernennungsprozedur der Ratsmitglieder sowie die Tatsache, daß die Sicherung der Preisniveaustabilität nicht als explizites Ziel in der Zentralbankverfassung genannt ist (Alesina, Carrasquilla und Steiner 2000).

Struktur und Größe des Finanzsystems. Abbildung E 2 zeigt die Entwicklung der Größe des kolumbianischen Finanzsystems im Zeitablauf. Die Auswirkungen des Modernisierungsprogramms zu Beginn der neunziger Jahre sind eindeutig zu erkennen. Die finanzielle Mittlertätigkeit sowohl der Banken als auch der Börsen nahm wesentlich zu. Die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Relation zum BIP versiebenfachte sich im Zeitraum von 1990-97 (21 v.H. des BIP im Jahr 1997). Die Zahl der börsennotierten Unternehmen verdoppelte sich im selben Zeitraum von 80 auf 163 Firmen.

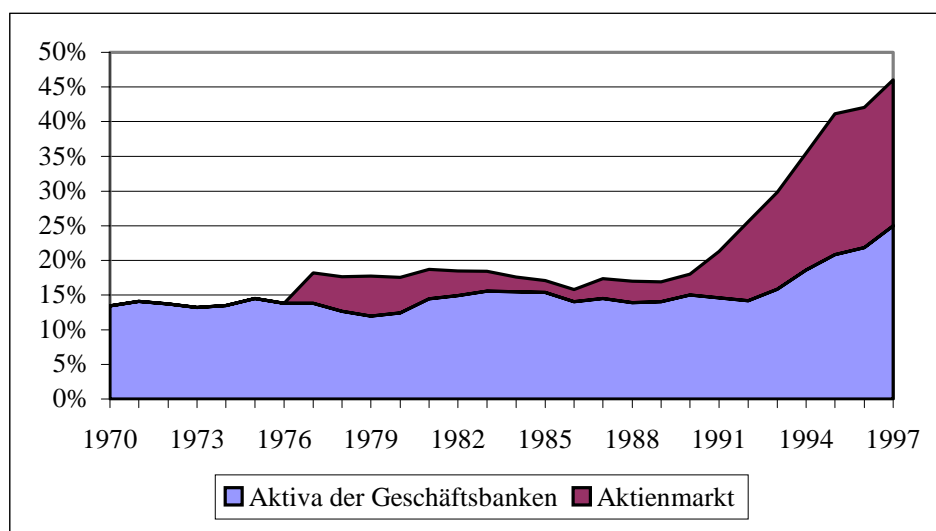
⁶ Im Moment beträgt der Solvabilitätskoeffizient 9 Prozent, bis 1995 mußten 8,3 Prozent der risikogewichteten Aktiva mit Eigenkapital unterlegt werden.

⁷ Vgl. für einen ausführlicheren Überblick über die Reformmaßnahmen den Anhang von Barajas, Steiner und Salazar (1998a).

Die Geschäftsbankenaktiva stiegen von 14,6 v.H. des BIP im Jahr 1991 auf 25,0 v.H. des BIP im Jahr 1997 und erreichten damit beinahe den lateinamerikanischen Durchschnitt von 27,9 v.H. im Jahr 1997. Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor nahm im selben Zeitraum von 13,1 v.H. auf 23,0 v.H. des BIP zu. Das Verhältnis der liquiden Verbindlichkeiten zum BIP erhöhte sich von 21,8 v.H. im Jahr 1990 auf 35,7 v.H. im Jahr 1997.

Abbildung E 2 Entwicklung der Größe des kolumbianischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999), kolumbianische Börsenaufsicht (SV)

Der Wettbewerb im kolumbianischen Bankwesen nahm durch die Liberalisierungsmaßnahmen zu Beginn der neunziger Jahre zu. Der Anteil ausländischen Beteiligungsbesitzes gemessen am gesamten Eigenkapital des kolumbianischen Bankensystems stieg von 5 Prozent im Jahr 1990 auf 25 Prozent im Jahr 1994 und 27 Prozent im Jahr 1997 (IMF 1999). Dennoch reduzierten sich im Bankensystem die Gemeinkosten und die Nettozinsspanne, gemessen als Differenz zwischen Zinseinnahmen und Zinsausgaben, nicht wesentlich. Differenziert man jedoch nach Bankengruppen, so fällt auf, daß sowohl die Spreads öffentlicher Banken über denen privater Banken liegen als auch die Portfolioqualität öffentlicher Banken schlechter ist als diejenige privater Banken (Barajas, Steiner und Salazar 1998b). Der Anteil öffentlicher Banken, deren Aktiva Mitte des Jahres 1996 noch 20 v.H. der gesamten Aktiva des Bankensystems ausmachten, sollte daher weiter reduziert werden.

Peru

Nach einer dauerhaften Stagnation in den achtziger Jahren und einer Hyperinflation in den Jahren 1989/90 fand Peru im Jahr 1993 auf einen Wachstumspfad zurück, der in den Jahren 1993-98 durchschnittlich 6,4 v.H. des BIP betrug. Die makroökonomischen Stabilisierungsmaßnahmen, beginnend im Jahr 1990, führten die Inflation schrittweise von über 7400 Prozent im Jahr 1990 auf 6 Prozent im Jahr 1998 zurück. Seit der Implementierung des Strukturanpassungsprogramms im Jahr 1990 veränderte sich die peruanische Volkswirtschaft dramatisch. Mehrere Reformpakete in zentralen Wirtschaftsbereichen wurden geschnürt. Die Liberalisierung der Gütermärkte und des Außenhandels, eine Reform des öffentlichen Sektors sowie des Wechselkursregimes, Privatisierungen und nicht zuletzt eine umfassende Neuordnung des Finanzsystems standen im Mittelpunkt.

Entwicklungen im Finanzsektor. Das peruanische Finanzsystem war wie die meisten Finanzsysteme lateinamerikanischer Länder bis Ende der achtziger Jahre gekennzeichnet durch die bereits mehrfach beschriebenen Merkmale der finanziellen Repression. Mit dem Amtsantritt des Präsidenten Fujimori im Jahr 1990 wurde jedoch eines der radikalsten Reformprogramme auf dem lateinamerikanischen Kontinent der jüngsten Zeit in Angriff genommen und es kam zu einer grundlegenden Neuordnung des peruanischen Finanzsystems. Die Ziele der Zentralbank wurden neu definiert, die Bankenaufsicht finanziell und personell gestärkt und mit mehr Kompetenzen ausgestattet, ein neues Kapitalmarktgesetz verabschiedet, der Wettbewerb im Finanzsystem durch die Zulassung ausländischer Bankbeteiligungen erhöht, alle staatlichen Geschäftsbanken privatisiert, die Entwicklungsbanken geschlossen und die staatliche Entwicklungsgesellschaft COFIDE (*Corporación Financiera de Desarrollo*) wesentlich verkleinert.

Das neue Zentralbankgesetz von 1992 und die Bankengesetze von 1993 bzw. 1996 bilden die juristischen Eckpfeiler des neuen peruanischen Bankwesens. Das neue Zentralbankgesetz formuliert als wichtigstes Ziel die Preisniveaustabilität und verbietet eine direkte oder indirekte Finanzierung des öffentlichen Sektors. Ebenso wurde durch das Gesetz die Möglichkeit der Kreditvergabe der Zentralbank an den Privatsektor sowie multiple Wechselkursarrangements unterbunden. Das Bankengesetz von 1993 dehnte das Überwachungs- und Regulierungsregelwerk auf Nichtbanken aus, setzte die Basler Richtlinien zur angemessenen Eigenkapitalausstattung (1988) in peruanisches Recht um

und schuf die juristische Basis für das Einlagensicherungssystem. Die Novelle aus dem Jahr 1996 erhöhte die Eigenkapitalvorschriften weiter und stärkte die Rolle der Bankenaufsicht (*Superintendencia de Banca y Seguros del Perú*, SBS).⁸

Das neue Kapitalmarktgesetz aus dem Jahr 1991 (*Ley del Mercado de Valores*) stellt ein wichtiges Regelwerk dar, das den Grundstein für die nachhaltige Entwicklung des peruanischen Kapitalmarktes legte. Das Gesetz formuliert eindeutige Publizitätsstandards, fordert ein Pflichtrating sowohl für Eigenkapital- als auch für Fremdkapitalemittenten, erweiterte die Befugnisse der Börsenaufsicht CONASEV (*Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores*) und erleichterte die Emission und Registrierung von Effekten. Auch die Reform des Alterssicherungssystems im Jahr 1992 verstärkte das Wachstum des peruanischen Kapitalmarktes. Neben dem bisherigen Umlageverfahren wurde zusätzlich ein vollständig kapitalgedecktes System etabliert. Der Anlagebedarf der Pensionsfonds, deren Vermögen sich Mitte des Jahres 1999 auf 3,3 Prozent des BIP belief, ist bereits beachtlich und wird weiter an Bedeutung gewinnen.

Struktur und Größe des Finanzsystems. Die neuen rechtlichen Grundlagen im Bankensektor sowie die erwähnten Reformmaßnahmen setzten adäquate Anreizstrukturen für ein solides Wachstum des Bankwesens. Die Finanzintermediation durch Banken wuchs kräftig. Die liquiden Verbindlichkeiten in Relation zum BIP stiegen von 8,7 v.H. des BIP im Jahr 1991 auf 22,8 v.H. des BIP im Jahr 1997. Diese Entwicklung verlief Hand in Hand mit einer Expansion der Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nicht-finanziellen Privatsektor von 3,3 v.H. des BIP im Jahr 1991 auf 19,1 v.H. des BIP im Jahr 1997.⁹

Abbildung E 3 zeigt die Entwicklung der Größe des peruanischen Finanzsystems im Zeitablauf. Deutlich erkennbar ist der Einbruch der Finanzintermediation im Laufe der achtziger Jahre und insbesondere in den hyperinflationären Jahren 1989/90. Der darauffolgende Anstieg der Aktiva der Geschäftsbanken ist beeindruckend: Das Verhältnis der Geschäftsbankenaktiva zum BIP vervierfachte sich beinahe im Zeitraum von 1990-97. Der Indikator stieg von 5,7 Prozent auf 20,4 Prozent des BIP. Dennoch dürfen die Zahlen nicht darüber hinwegtäuschen, daß der peruanische Bankensektor im internatio-

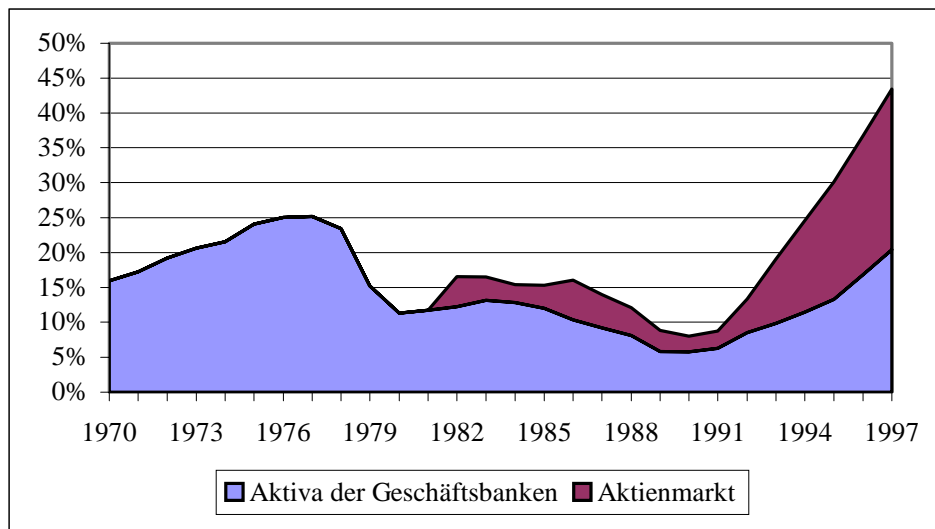
⁸ Es wurde eine Steigerung des Solvabilitätskoeffizient von bisher 8 Prozent auf 8,7 Prozent im Juni 1997 und auf 9,1 Prozent bis zum 31.12.1999 beschlossen.

⁹ Datenquelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999).

nenal Vergleich unterdimensioniert und selbst für lateinamerikanische Verhältnisse klein ist.¹⁰

Abbildung E 3 Entwicklung der Größe des peruanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Eine noch stürmischere Entwicklung fand an den peruanischen Kapitalmärkten statt: Die Börsenkapitalisierung inländischer Gesellschaften verzehnfachte sich im Zeitraum von 1991-97. Sie betrug im Jahr 1991 2,4 v.H. des BIP, Ende des Jahres 1997 lag die Marktkapitalisierung bei 22,9 v.H. des BIP. Die Gründe für dieses enorme Wachstum sind vielfältig. Erstens verbesserte sich die makroökonomische Umgebung signifikant. Zweitens wurde ein wirksames Regelwerk für Kapitalmärkte geschaffen. Drittens war die finanzielle Situation der Unternehmen sehr solide. Nach Jahren der Inflation überlebten die meisten peruanischen Firmen nur durch sehr konservative Kapitalstrukturen, so daß der Markt für Unternehmensschuldverschreibungen expandieren konnte.¹¹ Hinzu kommt, daß durch die allgemeine Wirtschaftsliberalisierung der Kapitalbedarf für Neuinvestitionen stieg (Glen und Madhavan 1998). Viertens stieg durch den Anlagebedarf der neugegründeten Pensionsfonds die Nachfrage nach Wertpapieren und der Markt

¹⁰ Der Weltdurchschnitt der Geschäftsbankenaktiva in Relation zum BIP des Jahres 1997 beträgt 52,6 Prozent, der lateinamerikanische Durchschnitt liegt bei 27,9 Prozent des BIP. Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999).

¹¹ Die öffentliche Emission von Unternehmensanleihen stieg von durchschnittlich 0,6 v.H. des BIP in den Jahren 1985-89 auf 1,0 v.H. des BIP im Jahr 1996 (Glen und Madhavan 1998).

für Privatplatzierungen expandierte. Positiv fällt an dieser Stelle auf, daß der Aktienanteil im Portfolio peruanischer Pensionsfonds mit 37,3 Prozent (Ende Juni 1999) im lateinamerikanischen Vergleich am höchsten ausfällt. Nur 6,6 Prozent des Vermögens der Pensionsfonds war in Regierungsanleihen investiert (AIOS 1999).

Venezuela

Das Wirtschaftswachstum Venezuelas war in den letzten Dekaden sehr gering. Trotz der *windfall profits* zweier Ölpreiserhöhungen lag das Pro-Kopf Einkommen im Jahr 1985 um 19 v.H. unter dem Niveau von 1972. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum betrug im Zeitraum von 1980-88 nur ein Prozent. Die interventionistische Wirtschaftspolitik, die Venezuela bis 1988 verfolgte, führte zu ineffizienten Strukturen mit geringem, teilweise negativem Produktivitätswachstum und zu einer Volkswirtschaft, die in hohem Maße vom Ölexport abhing. Im Jahr 1989 begann die neugewählte Regierung mit der Implementierung eines weitreichenden Reformprogramms, das unter anderem das System der multiplen Wechselkurse beseitigte, den Außenhandel liberalisierte und restriktive und interventionistische Regelungen im Finanzsektor abschaffte. Infolge politischer Wirren im Jahr 1992 wurde jedoch die Reformpolitik eingefroren und die Fiskaldisziplin aufgegeben. Das Land steuerte in eine Rezession, die 1994/95 in einer schweren Banken- und Währungskrise endete. 1996 wurde in Zusammenarbeit mit dem IWF ein weiteres Stabilisierungs- und Reformprogramm erarbeitet, das zwar zu einer Entspannung der Situation im Finanzsystem beitrug, die Volkswirtschaft insgesamt aber noch nicht auf einen stabilen Wachstumspfad zurückführen konnte.

Entwicklungen im Finanzsektor. Bis zu Beginn des Reformprogramms im Jahr 1989 war das venezolanische Finanzsystem durch die bekannten Merkmale der finanziellen Repression geprägt. Inflation gepaart mit Zinsobergrenzen führten zu negativen realen Zinssätzen, abnehmender Finanzintermediation und zu einer Kapitalflucht. Mit den im Jahre 1989 beginnenden Reformen wurden die Zinssätze liberalisiert, subventionierte Kreditlinien für bevorzugte Sektoren abgeschafft und die Privatisierung einiger Geschäftsbanken im Besitz der Zentralbank eingeleitet. Sowohl die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen des venezolanischen Finanzsektors als auch dessen strukturelle

Schwächen, wie zum Beispiel das geringe Eigenkapitalpolster des Bankensektors, das in den Jahren von 1990-92 im Durchschnitt zwischen 5 und 6 Prozent der gesamten Aktiva lag, blieben jedoch von den Reformen unberührt. Die oligopolistische Struktur des venezolanischen Bankwesens reduzierte zudem die Macht der Aufsichtsbehörden, insbesondere bezüglich der Genauigkeit der Offenlegung und der Durchsetzung bestehender Regulierungen (García-Herrero 1997).

Im Januar 1994 wurde die Bankenkrise durch den Zusammenbruch des *Banco Latino*, der Bank mit der zweithöchsten Einlagensumme im Land, ausgelöst. Die Schließung der Bank wurde durch ein neues Bankengesetz, das im Frühjahr 1994 in Kraft trat, und der Bankenaufsicht erweiterte Befugnisse bei der Intervention in Problembanken einräumt, erleichtert.¹² Im Laufe der Krisenmonate kam es zu einem allgemeinen Bankenrun. Die Aufsichtsbehörden intervenierten im Jahr 1994 in 13 Banken, die zu diesem Zeitpunkt insgesamt ca. 50 Prozent der Einlagen und 48,4 Prozent der Aktiva des Bankensystems hielten. Weitere fünf Interventionen im Jahr 1995 folgten. Die Kosten der Rettungsmaßnahmen, die hauptsächlich durch den Einlagensicherungsfonds FOGADE (*Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria*) abgewickelt wurden, beliefen sich im Jahr 1994 auf schätzungsweise 13 Prozent des BIP und im Jahr 1995 auf ca. 4 Prozent des BIP (García-Herrero 1997).

Der Umbau des venezolanischen Bankwesens wurde durch die Krise erheblich beschleunigt. Das makroökonomische Anpassungsprogramm vom März 1996 enthielt einige Maßnahmen, um das angeschlagene Bankensystem zu sanieren. Kernelemente waren die Stärkung der Bankenaufsicht und -regulierung, die Reprivatisierung der im Laufe der Krise verstaatlichten Banken, die Stärkung des Wettbewerbs durch die Erleichterung des Marktzutritts ausländischer Finanzinstitute und die Verbesserung der Eigenkapitalbasis privater Banken. Die Zahl der Finanzinstitute halbierte sich in dem Zeitraum von Dezember 1993 bis Dezember 1997 von 211 auf 106 Institute, hauptsächlich aufgrund von Fusionen und Übernahmen im Rahmen der neuen Universalbankengesetzgebung.

Die Bedeutung ausländischer Banken nahm in den letzten Jahren wesentlich zu, da sich die ausländischen Institute stark an der Privatisierung der während der Krise vorübergehend verstaatlichten Banken beteiligten. Der Anteil der Einlagen ausländischer Banken an den Einlagen im venezolanischen Bankensystem insgesamt stieg so von 0,7

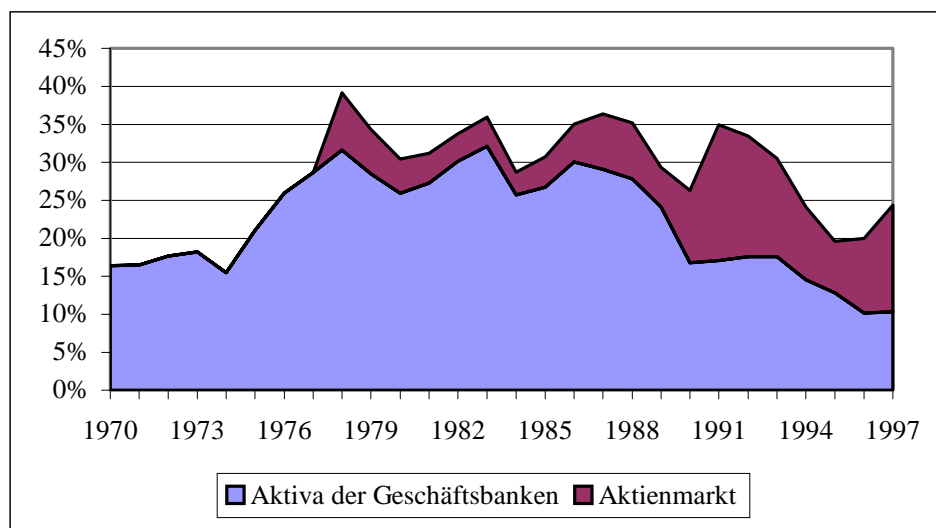
¹² Das Gesetz setzte zudem die Basler Eigenkapitalempfehlungen von 1988 um und legte einen Solvabilitätskoeffizienten von 8 Prozent fest.

v.H. Ende 1993 auf 43,1 v.H. Ende 1999 an. Der Anteil öffentlicher Banken an den Einlagen insgesamt betrug Ende 1999 nur noch 5,6 v.H. Auch die Eigenkapitalposition des Bankensystems verbesserte sich. Das Eigenkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva betrug Ende 1999 13,0 v.H., wesentlich höher als der von der Bankenaufsicht (*Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras*, SUDEBAN) geforderte Solvabilitätskoeffizient von 8 Prozent (Datenquelle: SUDEBAN).

Struktur und Größe des Finanzsystems. Eine dauerhafte makroökonomische Instabilität, zwei Banken Krisen in zwei Dekaden und der Mangel an nachhaltigen Struktur-reformen hatten Auswirkungen auf das Ausmaß der Finanzintermediation in Venezuela. Abbildung E 4 zeigt die Entwicklung der Größe des venezolanischen Finanzsystems im Zeitablauf. Deutlich erkennbar ist die kontinuierliche Abnahme der Relation der Aktiva der Geschäftsbanken zum BIP. Von dem Hoch im Jahr 1983 mit 32,1 v.H. sank der Indikator mit kurzen Erholungen in den Jahren 1985/86 bzw. 1991/92 kontinuierlich auf einen Tiefstand von 10,2 v.H. im Jahr 1996. Im Jahr 1997 stabilisierte sich der Indikator auf 10,3 v.H. Das venezolanische Bankensystem zählt somit, in Relation zum BIP betrachtet, zu den kleinsten in ganz Lateinamerika.

Abbildung E 4 Entwicklung der Größe des venezolanischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Andere Indikatoren zur bankbasierten Finanzintermediation in Venezuela sind ebenso ernüchternd. Die Relation der liquiden Verbindlichkeiten in Relation zum BIP nahm von einem Hoch im Jahr 1983 mit 68,7 v.H. beständig ab auf 18,7 v.H. im Jahr 1997. Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor reduzierte sich im selben Zeitraum von 29,9 v.H. auf 8,6 v.H. des BIP.

Auch die Entwicklung und Größe des venezolanischen Kapitalmarktes ist im lateinamerikanischen Vergleich weit unterdurchschnittlich. Die Kapitalisierung inländischer Gesellschaften betrug im Jahr 1983 3,8 v.H. des BIP und steigerte sich bis zum Jahr 1992 auf einen Höhepunkt von 15,9 v.H. des BIP, um dann wieder abzufallen auf 6,8 v.H. im Jahr 1995 bzw. 14,0 v.H. im Jahr 1997. Positiv hervorzuheben ist die Tatsache, daß sich die Zahl der an der Börse von Caracas notierten Unternehmen von 74 im Jahr 1989 auf 94 Gesellschaften im Jahr 1998 erhöhte.

Uruguay

Uruguay gehört zu den kleinsten Ländern Lateinamerikas und ist mit Argentinien, Brasilien und Paraguay zu der Wirtschaftsgemeinschaft MERCOSUR verbunden. Das Land hebt sich in der Region durch ein relativ hohes Pro-Kopf Einkommen (6130 US-Dollar im Jahr 1997) und durch eine relativ homogene Einkommensverteilung von seinen Nachbarn ab. Das Wirtschaftswachstum war im Zeitraum von 1955-90 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,2 Prozent sehr gering und beschleunigte sich in den neunziger Jahren auf durchschnittlich 4,1 Prozent (1991-98). Uruguay hat trotz einer schweren Bankenkrise in den Jahren 1981-83 im Gegensatz zu den großen Nachbarländern Argentinien und Brasilien keine Hyperinflation erlebt. Einschneidende Stabilitätsmaßnahmen waren daher nicht zwingend notwendig. Das Land verfolgte einen graduellen Ansatz bei der Bekämpfung der hartnäckig hohen Inflationsraten, die sich erst seit 1998 im einstelligen Bereich bewegen.

Entwicklungen im Finanzsektor. Uruguay zählt zusammen mit Argentinien und Chile zu den ersten Ländern in Lateinamerika, die eine Liberalisierung des Finanzsektors in die Wege leiteten. Im Jahr 1974 wurden repressive Elemente der Finanzmarktregulierung wie Zinskontrollen und Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben. Die Liberali-

sierungsmaßnahmen führten jedoch in allen drei Ländern nicht zu den gewünschten Effekten. In Uruguay kam es zu einem unkontrollierten Anstieg der Kreditvergabe, der in Kombination mit anderen Faktoren im Jahr 1981/82 zu einer Banken- und Währungskrise führte. Die Zentralbank intervenierte und kaufte notleidende Kredite im Gesamtwert von 350 Mio. US-Dollar. Die Kosten der Rekapitalisierungsmaßnahmen beliefen sich auf ca. 7 v.H. des BIP (Barth, Caprio und Levine 2000).

Die Tatsache, daß seit 1974 keinerlei Kapitalverkehrskontrollen in Uruguay bestehen und ausländische Devisen im Jahr 1976 den Status eines legalen Zahlungsmittels erhielten, führte in Kombination mit hohen und schwankenden Inflationsraten zu einer graduellen Substitution der inländischen Währung durch den US-Dollar. Diese Entwicklung intensivierte sich insbesondere nach der Abwertung des uruguayischen Peso im Jahr 1982 (Rodríguez 1992). Der Anteil der Einlagen in US-Dollar betrug im Jahr 1996 ca. 80 v.H. der gesamten Einlagen. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang zudem, daß ein Großteil der Einlagen des Bankensystems von Ausländern stammt (41 Prozent im Jahr 1996).¹³

Im Gegensatz zu den meisten anderen Volkswirtschaften in Lateinamerika wurden in Uruguay in den neunziger Jahren bis auf die Reform des Sozialversicherungssystems keine tiefgreifenden Strukturreformen durchgeführt. Neben dem bisherigen Umlageverfahren wurde im Jahr 1995 eine freiwillige kapitalgedeckte Säule der Alterssicherung gegründet. Das Vermögen der Pensionsfonds belief sich Ende Juni 1999 auf 2,5 Prozent des BIP.

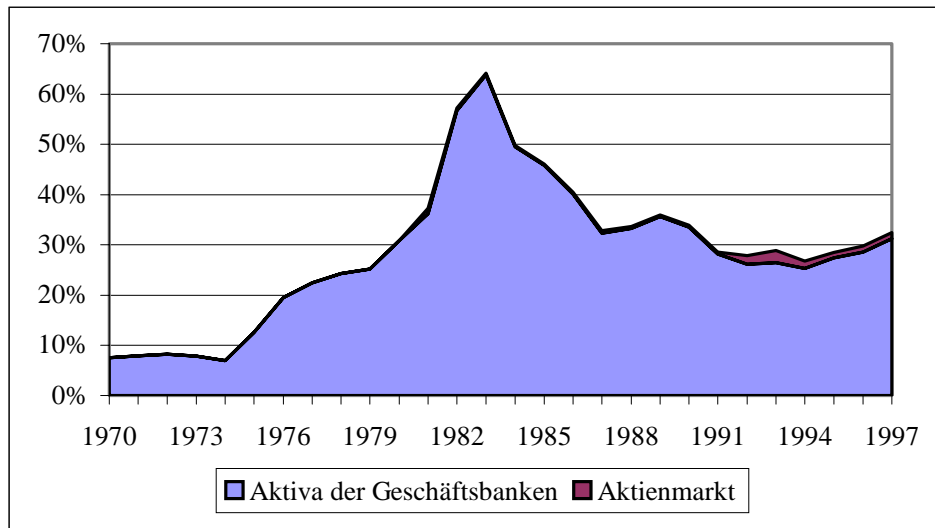
Struktur und Größe des Finanzsystems. Abbildung E 5 zeigt die Entwicklung der Größe des uruguayischen Finanzsystems. Deutlich erkennbar ist ein abruptes Ansteigen der Aktiva der Geschäftsbanken mit dem Beginn der Liberalisierungsmaßnahmen im Finanzsektor Mitte der siebziger Jahre. Infolge der Bankenkrise 1981-84 reduzierten sich die Aktiva der Geschäftsbanken jedoch erheblich und erreichten im Jahr 1994 mit 25,3 Prozent des BIP einen Tiefstand. Seither ist ein leichter Aufwärtstrend erkennbar. Im Jahr 1997 betragen die Aktiva der Geschäftsbanken 31,3 v.H. des BIP und lagen damit leicht über dem lateinamerikanischen Durchschnitt von 27,9 v.H. des BIP. Der Abstand zum Weltdurchschnitt (52,6 v.H. des BIP) ist aber immer noch beträchtlich. Dies gilt um

¹³ Datenquelle: Banco Central del Uruguay (BCU).

so mehr für ein Land wie Uruguay, dessen Finanzintermediation nahezu ausschließlich bankbasiert abläuft.

Abbildung E 5 Entwicklung der Größe des uruguayischen Finanzsystems im Zeitablauf, 1970-97

Angaben in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Problematisch im uruguayischen Finanzsystem ist insbesondere der hohe Marktanteil staatlicher Banken. Die öffentlichen Banken besitzen im Vergleich mit den Privatbanken mehrere Privilegien, die wettbewerbsverzerrend wirken. Beispielsweise besitzen die staatlichen Banken eine Monopolstellung bei der Verwaltung der Einlagen öffentlicher Einrichtungen und Unternehmen und nutzen diese auch aus, indem sie geringere Habenzinsen zahlen (Solsona und Graziani 1999). Auch im Aktivgeschäft nehmen die Banken der öffentlichen Hand eine dominierende Position ein: Ungefähr 60 v.H. der gesamten Kreditvergabe erfolgt durch Banken im Staatsbesitz, im wesentlichen durch den *Banco de la República Oriental del Uruguay* und durch den *Banco Hipotecario*. Vor diesem Hintergrund sollte zumindest an eine teilweise Privatisierung der öffentlichen Banken gedacht werden.¹⁴ Positiv fällt hingegen der starke Marktanteil ausländischer Banken auf. Von den 22 privaten Banken mit Geschäftsbetriebserlaubnis in Uruguay

¹⁴ In dem *Letter of Intent* der uruguayischen Regierung vom April 2000 plant die Regierung zwar, die bestehenden Wettbewerbsverzerrungen abzuschaffen und die öffentlichen Banken auf ein *level playing field* mit den Privatbanken zu stellen, von Privatisierungsmaßnahmen ist aber keine Rede (Government of Uruguay 2000).

sind 21 im ausländischen Besitz, nur eine Privatbank befindet sich mehrheitlich im Besitz uruguayischer Eigentümer.

Die Finanzintermediation in Uruguay ist fast ausschließlich bankbasiert. Kapitalmärkte spielen so gut wie keine Rolle und sind kaum entwickelt. Die Marktkapitalisierung inländischer Gesellschaften in Relation zum BIP betrug im Jahr 1997 nur 1,2 Prozent. Es gab zwar einige Reformen im Kapitalmarktbereich, unter anderem nahm neben der alteingesessenen Börse (*Bolsa de Valores de Montevideo*, BVM) eine elektronische Handelsplattform, die *Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay S.A.* (BEVSA), im Jahr 1995 den Betrieb auf. Zudem wurde im Jahr 1996 ein umfangreiches Kapitalmarktregelwerk (*Ley de Mercado de Valores y Obligaciones Negociables*) verabschiedet, aber die Erfolge lassen bisher noch auf sich warten.

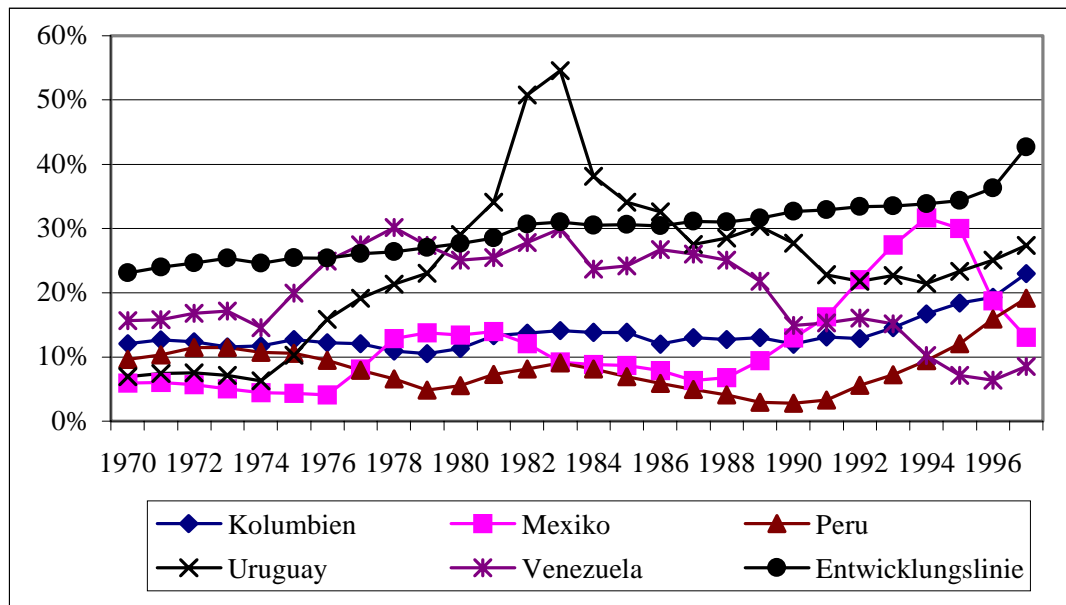
Performance der lateinamerikanischen Finanzsysteme im Vergleich

Bankwesen. Die wohl wichtigste Funktion eines Bankensystems besteht in der Vermittlung von Ersparnissen an Investoren. Wie gut ein Bankensystem dieser Funktion gerecht wird, läßt sich am ehesten durch die Analyse der Kreditvergabe an den Privatsektor durch Geschäftsbanken ermitteln. Der Indikator wird im folgenden für die in dem Exkurs behandelten Länder genauer analysiert, um die Entwicklung der Leistungsfähigkeit der lateinamerikanischen Bankensysteme zu untersuchen und miteinander zu vergleichen.

Abbildung E 6 zeigt die Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Bankensysteme im Zeitablauf, gemessen anhand der Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor in Prozent des BIP. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Entwicklungslinie, die für den Weltdurchschnitt der Geschäftsbankenaktivität steht. Nach Demirgüç-Kunt und Levine (1999) gilt der Bankensektor eines Landes als „entwickelt“, sofern er über dem Weltdurchschnitt liegt, ansonsten muß er als „unterentwickelt“ eingestuft werden.

Abbildung E 6 Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Bankensysteme im Zeitablauf, 1970-97

Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Privatsektor in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

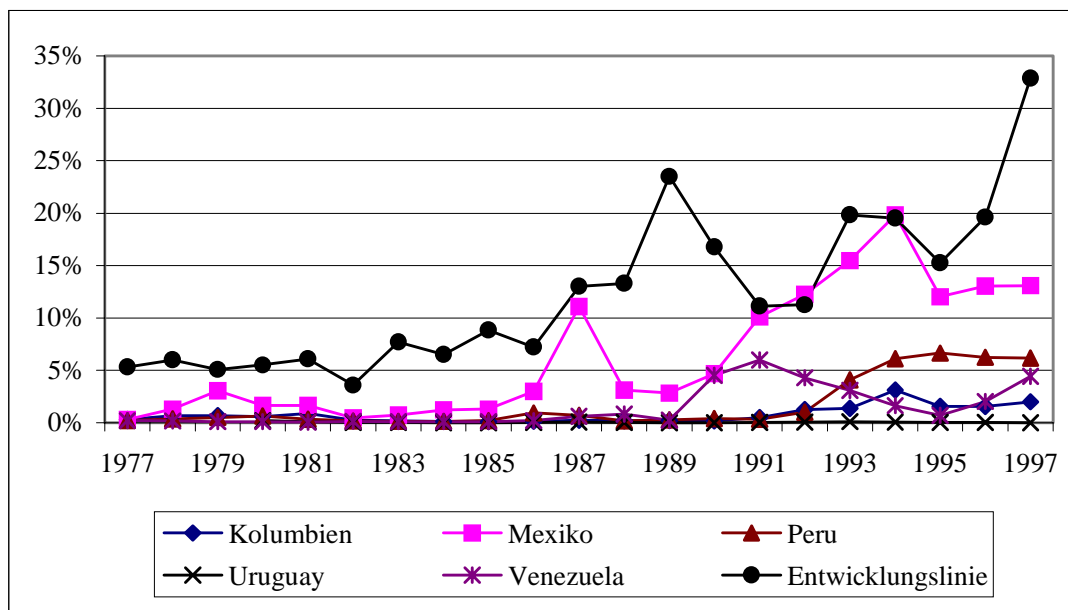
Auffallend ist, daß sämtliche in diesem Exkurs betrachteten Bankensysteme als „unterentwickelt“ einzustufen sind. Eine steigende Tendenz der Geschäftsbankenaktivität in den neunziger Jahren infolge von Strukturreformen ist am eindeutigsten im Falle Perus und Kolumbiens erkennbar. Die Aktivität des mexikanischen Bankwesens erhöhte sich in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ebenfalls sehr stark, brach dann aber aufgrund der Bankenkrise im Jahr 1994/95 schlagartig ein. Das uruguayische Bankwesen konnte in dem kurzen Zeitraum von 1980-86 als „entwickelt“ eingestuft werden. Seitdem fiel der Indikator jedoch wieder unter die Entwicklungslinie, allerdings mit steigender Tendenz seit 1994. Der Indikator für die venezolanische Geschäftsbankenaktivität erlebte einen Höchststand im Jahr 1978 als der Indikator kurzzeitig über der Entwicklungslinie lag. Seither fiel die Aktivität des venezolanischen Bankwesens jedoch wieder, hauptsächlich aufgrund einer verfehlten Wirtschaftspolitik bzw. halbherzigen Reformen im Finanzsektor. Heute zählt das venezolanische Bankensystem – relativ zur Größe der Volkswirtschaft betrachtet – zu den unterentwickeltsten in ganz Lateinamerika.

Aktienmärkte. Die marktbasierende Finanzintermediation spielt in den lateinamerikanischen Volkswirtschaften kaum eine Rolle. Bereits die bisher beobachtete geringe Marktkapitalisierung inländischer Kapitalgesellschaften ließ darauf schließen. Im folgenden wird die Aktivität der Aktienmärkte untersucht, die gewisse Rückschlüsse auf den Grad der Liquidität auf volkswirtschaftlicher Ebene erlaubt. Hierzu wird als Indikator das Börsenumsatzvolumen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt herangezogen.

Abbildung E 7 zeigt die Entwicklung der Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Aktienmärkte im Zeitablauf. Analog zu Abbildung E 6 trennt auch hier die Entwicklungslinie, die den Weltdurchschnitt des Umsatzvolumens aller Aktienmärkte markiert, in „entwickelte“ bzw. „unterentwickelte“ Börsenplätze.

Abbildung E 7 Aktivität ausgewählter lateinamerikanischer Aktienmärkte im Zeitablauf, 1977-97

Umsatzvolumen der Aktienmärkte in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Eigene Berechnungen mit Daten von Beck, Demirgüç-Kunt und Levine (1999)

Die Unterentwicklung der lateinamerikanischen Aktienmärkte ist aus Abbildung E 7 eindeutig ersichtlich. Einzig Mexiko tangierte in der ersten Hälfte der neunziger Jahre die Entwicklungslinie, das Umsatzvolumen fiel dann jedoch aufgrund der Finanzkrise von 1994/95 wieder zurück. Im Falle Perus ist eine Belebung der Aktienmärkte als Ausfluß des wirtschaftlichen Aufschwungs in den neunziger Jahren zu erkennen. In Kolum-

bien und Venezuela ist das Wertpapierhandelsvolumen äußerst gering, in Uruguay insignifikant.

Zusammenfassung

Die hier nur skizzenhaft vorgenommene Beschreibung der Entwicklungen in den Finanzsystemen von Mexiko, Kolumbien, Peru, Venezuela und Uruguay zeigte, daß der Terminus „lateinamerikanischer Reformkonsens“ gerechtfertigt ist: Die Reformen im Finanzsektor sind meist Teil eines breit angelegten wirtschaftlichen Modernisierungsprogramms, wobei allen Ländern der Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsgeschehen im allgemeinen und dem Finanzsystem im speziellen gemeinsam ist. Besonders ausgeprägt war die Reformtätigkeit in Mexiko, Kolumbien und Peru. In Uruguay und vor allem in Venezuela sind diese Entwicklungen erst ansatzweise vorhanden.

Trotz unbestrittener Reformfolge ist die Entwicklung der lateinamerikanischen Finanzsysteme im Vergleich mit Industrieländern noch weit zurückgeblieben. Sämtliche hier betrachteten Bankensysteme und Aktienmärkte gelten als unterentwickelt. Um die Finanzintermediation in Lateinamerika weiter zu stärken, ist daher eine entschlossene Fortsetzung und Vertiefung des Reformkurses notwendig.

RESÜMEE

Finance does matter. Die eingangs gestellte Frage wurde in der vorliegenden Arbeit eindeutig beantwortet. Der Zusammenhang zwischen Finanzsystemen, wirtschaftlicher Entwicklung und der Rolle des Staates wurde in drei Schritten unter Verwendung eines funktionalen Ansatzes der Theorie der Finanzintermediation untersucht. Der Vorteil des funktionalen Ansatzes liegt insbesondere in seiner Einfachheit und Konsistenz: Die Vielfalt der finanziellen Modellkonstruktionen, die oft nur ansatzweise die Rolle von Finanzintermediären und Finanzsystemen beleuchten, wird überschaubar und kann in den Gesamtkontext eines funktionalen Zusammenhangs zwischen der Entstehung von Finanzintermediären einerseits und zwischen Finanzsystemen und wirtschaftlichem Wachstum andererseits eingeordnet werden. Weitergehende Analysen wie beispielsweise die Frage nach den ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen lassen sich mit diesem Ansatz ebenfalls konsistent bewerkstelligen.

Teil eins der Arbeit analysierte die Rolle von Finanzsystemen im wirtschaftlichen Entwicklungsprozeß. In einem zweiten Schritt wurde in Teil zwei der Arbeit die Frage nach den ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen beantwortet. Im dritten Teil der Arbeit wurden anhand dreier ausgewählter Reformländer Lateinamerikas beispielhaft die komplexen Zusammenhänge zwischen Finanzsystemen, wirtschaftlicher Entwicklung und der Rolle des Staates verdeutlicht. Auf der Grundlage dieser Erkenntnisse wurde versucht, Reformempfehlungen für eine Neudefinition der Rolle des Staates in den lateinamerikanischen Volkswirtschaften zu geben. Im folgenden werden die zehn wichtigsten Ergebnisse der vorliegenden Arbeit zusammengefaßt:

(i.) Märkte sind in der Realität unvollkommen. Es existieren Transaktions- und Informationskosten. Die Hauptaufgabe von Finanzsystemen ist die Allokation von Ressourcen über Raum und Zeit in einer unsicheren Umgebung. Diese Hauptaufgabe läßt sich in vier Funktionen konkretisieren: (a.) Risikomanagement, (b.) Ersparnismobilisierung, (c.) Ressourcenallokation und Unternehmenskontrolle, sowie (d.) die Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten. Finanzintermediäre entstehen, um die genannten Funktionen zu erfüllen.

(ii.) Der funktionale Ansatz der Theorie der Finanzintermediation ließ eine Gesamtbetrachtung von Finanzsystemen zu. Insbesondere wurde deutlich wie die Finanzsystemfunktionen Risikomanagement, Ressourcenallokation, Unternehmenskontrolle, Ersparnis mobilisierung und Bereitstellung von Zahlungsverkehrsfazilitäten via Kapitalakkumulation und technischem Fortschritt die gleichgewichtige Wachstumsrate einer Volkswirtschaft erhöhen können. Die Qualität mit der ein Finanzsystem in der Lage ist, seine zentralen Funktionen zu erfüllen, beeinflußt damit die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft.

(iii.) Das „beste“ Finanzsystem läßt eine unbeschränkte Entwicklung marktbasierter und bankbasierter Finanzintermediation zu. Eine ungehinderte Evolution beider Formen finanzieller Intermediation – die Entwicklung sowohl eines stabilen Bankensystems als auch funktionsfähiger Geld- und Kapitalmärkte – wird ermöglicht und ist aus einer funktionalen Perspektive wünschenswert. Da die Entwicklung der finanziellen Institutionen an Rechtssysteme bzw. an den finanziellen Ordnungsrahmen geknüpft ist, bestehen die ordnungspolitischen Grundlagen von Finanzsystemen in der Schaffung der institutionellen Voraussetzungen sowohl für einen stabilen Bankensektor als auch für funktionierende Finanzmärkte. Die „optimale“ Finanzsystemstruktur bzw. die „optimale“ Kombination von bank- und marktbasierter Finanzintermediation kann sich somit in einem offenen Prozeß entwickeln.

(iv.) Wesentlicher Bestimmungsfaktor der Finanzsystementwicklung in Lateinamerika war in jedem Falle der Staat. Der Rückzug des Staates aus dem Finanzsystem als zentraler Bestandteil der jüngsten Reformen im Finanzsektor steht im Gegensatz zu dem interventionistischen Konzept der finanziellen Repression und spiegelt das gewandelte Verständnis über die Rolle des Staates im Finanzsystem wider.

(v.) Die Reformen im Finanzsektor in Lateinamerika neueren Datums sind keine isolierten Politikinitiativen, sondern sind in der Regel Teil eines makroökonomischen Stabilisierungsprogramms bzw. Bestandteil eines breit angelegten wirtschaftlichen Reformprogrammes. Erst die Ausbildung eines lateinamerikanischen Reformkonsens ermöglichte den wirtschaftspolitischen Kurswechsel Richtung Marktwirtschaft und eine Reduzierung der Rolle des Staates im Wirtschaftsgeschehen. In hohem Maße trugen die positiven Erfahrungen Chiles zur Reformdynamik auf dem lateinamerikanischen Kontinent bei.

(vi.) Die Entwicklung der Finanzsysteme sowie Ausmaß und Qualität der Finanzintermediation in Lateinamerika sind trotz bisheriger Reformanstrengungen im Vergleich

mit führenden Industrienationen immer noch weit zurückgeblieben. Um die lateinamerikanischen Ökonomien auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu führen, ist eine Fortsetzung und weitere Vertiefung des Reformkurses notwendig. Von entscheidender Bedeutung ist dabei eine Strategie zur Modernisierung der Finanzsysteme, damit sie ihrer Hauptfunktion, der Allokation von Ressourcen über Raum und Zeit unter Unsicherheit, gerecht werden können. Hauptbestandteil der Modernisierungsstrategie ist die Schaffung einer institutionellen Plattform für die Entwicklung markt- und bankbasierter Finanzintermediation, was eine Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsektor impliziert.

(vii.) Aufgrund von Externalitäten und dem Faktum, daß Informationen ein öffentliches Gut sind, kann es in freien, unregulierten Finanzmärkten grundsätzlich zu Marktversagen kommen. Ein adäquater finanzieller Ordnungsrahmen, der mit staatlicher Unterstützung festgesetzt wird, erscheint daher notwendig, damit Finanzdienstleistungen in einer zuverlässigen und stabilen Art und Weise in einer Volkswirtschaft bereitgestellt werden.

(viii.) Grundlegend für die Entwicklung sowohl markt- als auch bankbasierter Finanzintermediation sind unterstützende Maßnahmen seitens des Staates zur Informationsproduktion und Rechtssicherheit. Hierunter fallen insbesondere adäquate Buchführungs- und Offenlegungssysteme, die bei der Informationsbeschaffung behilflich sind, und eine intakte rechtliche Infrastruktur, die in der Lage ist, Verträge wirksam und schnell durchzusetzen sowie die Rechte von Kreditgebern und Aktionären schützt.

(ix.) Erklärtes Ziel staatlicher Regulierungen im Bankensektor sollte es sein, die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors, der besonders vertrauensempfindlich ist, durch Gläubigerschutz zu sichern. Die Sicherstellung einer angemessenen Regulierung und Überwachung von Finanzintermediären sowie geeignete Anreizstrukturen, die für ausreichenden Wettbewerb sorgen, sind Kernelemente eines Ordnungsrahmens zur Schaffung eines soliden Bankwesens in Lateinamerika.

(x.) Die Aufgabe des Staates bei der Konstruktion funktionierender Geld- und Kapitalmärkte besteht darin, die institutionellen, rechtlichen und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen hierfür zu schaffen. Auf dem Weg zu einem konsistenten Regelwerk für Finanzmärkte sind neben Publizitäts- und Offenlegungsstandards sowie einer intakten rechtlichen Infrastruktur insbesondere unabhängige und kompetente staatliche Aufsichtsbehörden, eine adäquate Marktinfrastruktur sowie eine gesetzliche Basis für institutionelle Investoren von Bedeutung.

Die Analyse der Finanzsysteme Argentinien, Brasiliens und Chiles zeigte, daß Chile über den am weitesten entwickelten Finanzdienstleistungssektor in Lateinamerika verfügt. Die Konstruktion eines konsistenten finanziellen Ordnungsrahmens durch den Staat setzte den Grundstein für die erfolgreiche Entwicklung des chilenischen Finanzsystems. Das chilenische Bankensystem ist in Lateinamerika das einzige, das im internationalen Vergleich als „entwickelt“ eingeordnet werden kann. Die Kapitalmärkte sind jedoch in allen betrachteten Ländern als „unterentwickelt“ einzustufen.

Die Reformmaßnahmen in den drei untersuchten Ländern sollten sich in erster Linie auf eine ständige Verbesserung der Konsistenz und Transparenz des durch den Staat festgesetzten finanziellen Ordnungsrahmens konzentrieren. Im einzelnen muß die Durchsetzung der bestehenden Gesetze und Offenlegungsvorschriften verbessert werden. Dies gilt insbesondere für die Gesetze zum Schutz der Rechte von Kreditgebern und Aktionären. In einem zweiten Schritt sollte die Gesetzgebung, Regelwerke, Offenlegungs- und Publizitätsstandards an ein modernes marktwirtschaftliches System bzw. an internationale Standards angepaßt werden.

Im Bankwesen sollten bestehende Markteintrittsschranken abgebaut werden. Ausländischen Banken sollten wie in Argentinien freien Zugang zum inländischen Markt haben. Um den Wettbewerb zu intensivieren und die Produktivität im Bankwesen zu erhöhen, sollte die Privatisierung öffentlicher Banken vor allem in Brasilien weiter voran getrieben werden.

Unzureichende finanzielle Unabhängigkeit sowie Defizite bei der Durchsetzung der bestehenden Gesetze sind die Hauptprobleme bei den Kapitalmarktaufsichtsbehörden. Um die Liquidität der Finanzmärkte in Lateinamerika zu erhöhen, sollte auf die Erhebung von Transaktionssteuern verzichtet werden sowie die Abwicklungs- und Verwahrungssysteme von Wertpapieren internationalen Standards angepaßt werden. Durch die Schaffung eines geeigneten Regelwerks für institutionelle Investoren ergibt sich für die Reformländer die Möglichkeit, wertvolle Impulse zur Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes zu geben.

Nicht zuletzt muß auch die Vorteilhaftigkeit der Reformen im Finanzsektor und die gewandelte Rolle des Staates den Menschen in den Reformländern klar gemacht werden, da kurzfristig nicht zu unterschätzende Anpassungskosten auftreten können. Eine nachhaltige Verbesserung der Lebensbedingungen der Bürger in Lateinamerika läßt jedoch keine andere Alternative zu, als den eingeschlagenen Reformkurs mit Entschlossenheit fortzusetzen.

LITERATURVERZEICHNIS

Aith, Márcio (1998): The judiciary's impact on the activities of financial institutions, in: Pinheiro, Armando Castelar (Coordinator): Economic costs of judicial inefficiency in Brazil, São Paulo, Kapitel 7

Aizenman, Joshua; Powell, Andrew (1997): Volatility and financial intermediation, NBER Working Paper, Nr. 6320

Akerlof, George A. (1970): The markets for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism, Quarterly Journal of Economics 89, S.488-500

Alchian, Armen A. (1977): Why money?, Journal of Money, Credit and Banking 9 (1), S.133-40

Alesina, Alberto; Carrasquilla, Alberto; Steiner, Roberto (2000): The central bank in Colombia, Fedesarrollo, Working Paper Nr. 13

Allen, Franklin (1993): Stock markets and resource allocation, in: Mayer, Colin; Vives, Xavier (Hrsg.): Capital markets and financial intermediation, London, S.81-116

Allen, Franklin (1990): The market for information and the origin of financial intermediation, Journal of Financial Intermediation 1, S.3-30

Allen, Franklin; Gale, Douglas (2000): Comparing financial systems, Cambridge u.a.

Allen, Franklin; Gale, Douglas (1999): Diversity of opinion and financing of new technologies, Journal of Financial Intermediation 8, S.68-89

Allen, Franklin; Gale, Douglas (1997): Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing, Journal of Political Economy 105, S.523-46

Allen, Franklin; Gale, Douglas (1995): A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US, European Economic Review 39, S.179-209

Allen, Franklin; Santomero, Anthony M. (1998): The theory of financial intermediation, Journal of Banking and Finance 21, S.1461-85

Amann, Edmund; Baer, Werner (1999): The illusion of stability: the Brazilian economy under Cardoso, University of Illinois at Urbana-Champaign, CIBER Working Paper 99-100

Amelung, Torsten (1987): Zum Einfluß von Interessengruppen auf die Wirtschaftspolitik in Entwicklungsländern, Die Weltwirtschaft 1, S.153-71

Arellano, José Pablo (1984): De la liberación a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-1983, Colección Estudios CIEPLAN Nr. 11

Arestis, Philip; Demetriades, Panicos (1997): Financial development and economic growth: assessing the evidence, Economic Journal (U.K.) 107 (May), S.783-99

Arrow, Kenneth J. (1964): The role of securities in the optimal allocation of risks, Review of Economic Studies 31, S.91-96

Arrow, Kenneth J. (1953): Le Rôle des Valeurs Boursières pour la Répartition la Meilleure des Risques, Econométrie Colloques Internationaux du Centre de la Recherche Scientifique XI, Paris, S.41-47

Asociación de Bancos Argentinos, ADEBA: Memoria Anual, Buenos Aires, mehrere Ausgaben

Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones, AIOS: Boletín Estadístico AIOS, mehrere Ausgaben

Atje, Raymond; Jovanovic, Boyan (1993): Stock markets and development, European Economic Review 37, S. 632-40

Aylward, Anthony; Glen, Jack (1998): Emerging primary markets: cross country findings, Washington, IFC Discussion Paper Nr. 39

Baer, Werner (1995): The Brazilian economy: growth and development, Westport und London

Bagehot, Walter (1873): Lombard street, London

Baliño, Tomás J.T.; Johnson, Omotunde E.G.; Sundararajan, Venkataraman (1996): Reform des Zahlungssystems und Geldpolitik, Finanzierung und Entwicklung, März 1996, S.2-5

Ball, Roy (1995): Making accounting more international: why, how, and how far will it go?, Journal of Applied Corporate Finance 8 (3), S.19-29

Baltensperger, Ernst; Milde, Hellmuth (1987): Theorie des Bankverhaltens, Berlin u.a., Studies in Contemporary Economics

Banco Central de la República Argentina, BCRA (1999): Resumen de las principales regulaciones del sistema financiero argentino, Buenos Aires

Banco Central de la República Argentina, BCRA: Indicadores del sistema financiero, Buenos Aires, mehrere Ausgaben

Banco Central de la República Argentina, BCRA: Boletín estadístico, Buenos Aires, mehrere Ausgaben

Banco Central de la República Argentina, BCRA: Boletín monetario y financiero, Buenos Aires, mehrere Ausgaben

Banco Central de la República Argentina, BCRA: Estados contables de las entidades Financieras, mehrere Ausgaben

Banco Central do Brasil, BACEN: Boletim do Banco Central do Brasil, Brasilia, mehrere Ausgaben

Banco Central do Brasil, BACEN: Relatório anual, Brasilia, mehrere Ausgaben

Banco Central de Chile: Informe económico y financiero, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben

Banco Central de Chile: Informe de política monetaria, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben

Banco Central de Chile: Memoria anual, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben

Banco Central de Venezuela, BCV: Informe económico, Caracas, mehrere Ausgaben

Banco Central del Uruguay, BCU: Boletín estadístico mensual, Montevideo, mehrere Ausgaben

- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES:** Annual report, Brasilia, mehrere Ausgaben
- Bandiera, Oriana; Caprio, Gerard jr.; Honohan, Patrick; Schiantarelli, Fabio (1999):** Does financial reform raise or reduce savings?, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2062
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich:** Quarterly review: International banking and financial market developments, Basel, mehrere Ausgaben
- Bank of England (1990):** Corporate finance, banking relationships and the London rules, Bank of England Quarterly Bulletin, S.511-13
- Barajas, Adolfo; Steiner, Roberto; Salazar, Natalia (1998a):** El margen de intermediación bancaria en Colombia, IADB Working Paper R-325
- Barajas, Adolfo; Steiner, Roberto; Salazar, Natalia (1998b):** Interest spreads in banking: costs, financial taxation, market power, and loan quality in the Colombian case 1974-96, IMF Working Paper 98/110
- Barandiarán, Edgardo; Hernández, Leonardo (1999):** Origins and resolution of a banking crisis: Chile 1982-86, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo Nr. 57
- Barro, Robert J. (1991):** Economic growth in a cross section of countries, Quarterly Journal of Economics 104 (2), S.407-33
- Barro, Robert J. (1990):** Government spending in a simple model of endogenous growth, Journal of Political Economy 98, S.103-25
- Barth, James R.; Brumbaugh, Dan R., jr.; Wilcox, James A. (2000):** The repeal of Glass-Steagall and the advent of broad banking, Office of the Comptroller of the Currency, Economic and Policy Analysis Working Paper Nr. 2000-5
- Barth, James R.; Caprio, Gerard jr.; Levine, Ross (2000):** Banking systems around the globe: do regulations and ownership affect performance and stability?, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2325
- Basch, Miguel; Fuentes, Rodrigo (1998):** Determinantes de los spreads bancarios: el caso de Chile, Inter-American Development Bank, Working Paper R-329
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1999):** A new capital adequacy framework, Basel
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1998):** Enhancing bank transparency. Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems, Basel
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1997):** Core principles for effective banking supervision, Basel
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1988):** International convergence of capital measurement and capital standards, Basel
- Bavishi, Vinod B. (1993):** International accounting and auditing trends, Princeton, Center for International Financial Analysis & Research
- Beck, Thorsten; Levine, Ross; Loayza, Norman (1999):** Finance and the sources of growth, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr.2057

- Beck, Thorsten; Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross (1999):** A new database on financial development and structure, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2146
- Bencivenga, Valerie R.; Smith, Bruce D. (1993):** Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 17, S.97-122
- Bencivenga, Valerie R.; Smith, Bruce D. (1992):** Deficits, inflation, and the banking system in developing countries: the optimal degree of financial repression, *Oxford Economic Papers* 44, S.767-790
- Bencivenga, Valerie R.; Smith, Bruce D. (1991):** Financial intermediation and endogenous growth, *Review of Economic Studies* 58 (2), S.195-209
- Bencivenga, Valerie R.; Smith, Bruce D.; Starr, Ross M. (1995):** Transaction costs, technological choice and endogenous growth, *Journal of Economic Theory* 67, S.153-77
- Benston, George J. (1994):** Universal banking, *Journal of Economic Perspectives* 8(3), S.121-43
- Benston, George J. (1990):** The separation of commercial and investment banking: the Glass-Steagall Act revisited and reconsidered, London
- Benston, George J.; Smith, Clifford W., Jr. (1976):** A transaction cost approach to the theory of financial intermediation, *Journal of Finance* 31, S.215-31
- Berger, Allen (1991):** Market discipline in banking, *Proceedings of a Conference of Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago
- Berthélemy, Jean Claude; Varoudakis, Aristomene (1996):** Models of financial development and growth: a survey of recent literature, in: Hermes, Niels; Lensink, Robert (Hrsg.): *Financial development and economic growth: theory and experiences from developing countries*, *Routledge Studies in Development Economics* Nr. 6, London, S.7-34
- Bevilaqua, Afonso S.; Loyo, Eduardo (1998):** Openness and efficiency in Brazilian banking, Rio de Janeiro, PUC-Rio *Texto para Discussão* Nr. 390
- Bhattacharya, Sudipto; Thakor, Anjan V. (1993):** Contemporary banking theory, *Journal of Financial Intermediation* 3, S.2-50
- Bhattacharya, Sudipto; Fulghieri, Paolo; Rovelli, Riccardo (1998):** Financial intermediation versus stock markets in a dynamic intertemporal model, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, S.291-319
- Bitz, Michael (1989):** Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, *Das Wirtschaftsstudium (WiSt)* 10, S.430-36
- Black, Bernard S.; Gilson, Ronald J. (1998):** Venture capital and the structure of capital markets: bank versus stock markets, *Journal of Financial Economics* 47, S.243-77
- Blackburn, Keith; Hung, Victor T.Y. (1998):** A theory of growth, financial development and trade, *Economica* 65, S.107-24
- Blommestein, Hans J. (1995):** Structural changes in financial markets: overview of trends and prospects, in: OECD (Hrsg.): *Institutional investors in the new financial landscape*, Paris, S.9-48

- Boeckle, Hardy Gunther (1997):** Währungsstabilisierung in Brasilien, Europäische Hochschulschriften Band 2178, Frankfurt am Main
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires:** Anuario Bursátil, Buenos Aires, mehrere Ausgaben
- Boot, Arnoud W.A.; Thakor, Anjan V. (1997):** Financial system architecture, *Review of Financial Studies*, 10 (3), S.693-733
- Borio, Claudio E.V.; Filosa, Renato (1995):** The changing borders of banking: trends and implications, in: OECD (Hrsg.): *Institutional investors in the new financial landscape*, Paris, S.49-96
- Bossone, Biagio (1999):** The role of trust in financial sector development, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2200
- Boyd, John H.; Prescott, Edward C. (1986):** Financial intermediary-coalitions, *Journal of Economic Theory* 38, S.211-32
- Boyd, John H.; Smith, Bruce D. (1992):** Intermediation and the equilibrium allocation of investment capital, *Journal of Monetary Economics* 30, S.409-32
- Boyd, John H.; Smith, Bruce D. (1996):** The coevolution of the real and financial sectors in the growth process, *World Bank Economic Review* 10 (2), S.371-96
- Broecker, Thorsten (1990):** Credit-worthiness tests and interbank competition, *Econometrica* 58, S.429-52
- Bröker, Günther (1989):** Competition in banking, OECD, Paris
- Brunner, Karl; Meltzer, Allen H. (1971):** The use of money: money in the theory of an exchange economy, *American Economic Review* 61, S.784-805
- Burdisso, Tamara; D'Amato, Laura; Molinari, Andrea (1998):** The bank privatization process in Argentina: Towards a more efficient banking system?, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina Working Paper Nr. 4
- Bürfent, Peter (2000):** Rentenreformen in Lateinamerika, *Wirtschaftspolitische Forschungsarbeiten der Universität zu Köln*, Band 34, Marburg
- Buscaglia, Edgardo; Dakolias, Maria (1996):** Judicial reform in Latin American courts: the experience in Argentina and Ecuador, Washington, World Bank Technical Paper Nr. 350
- Büschgen, Hans E. (1998):** Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement, Wiesbaden
- Büschgen, Hans E. (1997):** Entwicklungen im elektronischen Zahlungsverkehr – innovative elektronische Zahlungssysteme, *Mitteilungen und Berichte des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität zu Köln, Abteilung Bankwirtschaft*, 28.Jg. Nr.77, S.41-67
- Cable, John (1985):** Capital market information and industrial performance: the role of West German banks, *Economic Journal (U.K.)* 95, S.118-32
- Calomiris, Charles W. (1998):** Universal banking "American style", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, S.44-57
- Calomiris, Charles (1997):** The postmodern bank safety net, Washington

- Calomiris, Charles W. (1995):** The costs of rejecting universal banking: American finance in the German mirror, 1870-1914, in: Lamoreaux, Naomi; Raff, Daniel M. G. (Hrsg.): Coordination and information: Historical perspectives on the organization of enterprise, Chicago, S.257-321
- Cameron, Rondo, Hrsg. (1967):** Banking in the early stages of industrialization, New York
- Campbell, Tim S.; Kracaw, William A. (1980):** Information production, market signaling, and the theory of financial intermediation, *Journal of Finance* 35, S.863-82
- Canitrot, Adolfo (1981):** La disciplina como objetivo de política económica: Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976, *Estudios CEDES* 2 (6)
- Canto, Jorge del (1982):** El impacto de la inflación sobre el desarrollo del mercado de capitales en Argentina y Brasil, in: Bruck, Nicholas (Hrsg.): Mercados de capitales bajo inflación, Washington, S.131-210
- Caprio, Gerard, jr. (1998):** Banking on crisis: expensive lessons from recent financial crisis, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1979
- Caprio, Gerard, jr.; Demirgüç-Kunt, Asli (1997):** The role of long term finance: theory and evidence, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1746
- Caprio, Gerard, jr.; Vittas, Dimitri (1995):** Financial history – lessons of the past for reformers of the present, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1535
- Carlin, Wendy; Mayer, Colin (1998):** Finance, investment and growth, University College London, Mimeo
- Catalan, Mario; Impavido, Gregorio; Musalem, Alberto R. (2000):** Contractual savings or stock markets development: which leads?, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2421
- Chernow, Ron (1990):** The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance, New York
- Cho, Yoon Je (1986):** Inefficiencies from financial liberalization in the absence of well functioning equity markets, *Journal of Money, Credit and Banking* 18 (2), S.191-99
- Claessens, Stijn; Klingebiel, Daniela (1999):** Alternative frameworks for the provision of financial services: economic analysis and country experiences, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2189
- Claessens, Stijn; Demirgüç-Kunt, Asli; Huizinga, Harry (1998):** How does foreign bank entry affect the domestic banking market?, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1918
- Clarke, George R.G.; Cull, Robert J. (1999a):** Why privatize? The case of Argentina's public provincial banks, *World Development* 27 (5), S.865-86
- Clarke, George R.G.; Cull, Robert J. (1999b):** Provincial bank privatization in Argentina: the why, the how, and the so what, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2159
- Clarke, George R.G.; Cull, Robert J.; D'Amato, Laura; Molinari, Andrea (1999):** The effect of foreign entry on Argentina's domestic banking sector, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2158

- Cole, David C.; Slade, Betty F. (1991):** Reform of financial systems, in: Perkins, Dwight H.; Roemer, Michael (Hrsg.): Reforming economic systems in developing countries, Cambridge, Massachusetts, S.313-40
- Comisión Económica para América Latina, CEPAL:** Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben
- Comisión Nacional de Valores, CNV:** Revista de la CNV, Buenos Aires, mehrere Ausgaben
- Comisión Nacional de Valores, CNV:** Informe anual, Buenos Aires, mehrere Ausgaben
- Comissão de Valores Mobiliários, CVM:** Informativo CVM, Rio de Janeiro, mehrere Ausgaben
- Copelman, Martina (2000):** Financial structure and economic activity in Mexico, Weltbank, Washington, Mimeo
- Corbett, Jennifer; Jenkinson, Tim (1994):** The financing of industry, 1970-1989: an international comparison, CEPR Discussion Paper Nr. 948
- Corsepius, Uwe (1989):** Kapitalmarktreform in Entwicklungsländern. Eine Analyse am Beispiel Perus, Tübingen, Kieler Studien Band 225
- Cottani, Joaquín; Demarco, Gustavo (1996):** The shift to a funded social security system: the case of Argentina, in: Edwards, Sebastian, NBER (Hrsg.): Privatizing social security system, Cambridge, Massachusetts
- Crane, Dwight B. (1995):** The transfer of economic resources, in: Crane, Dwight B. u.a. (Hrsg.): The global financial system: a functional perspective, Boston, S.129-151
- Dakolias, Maria (1999):** Court performance around the world: a comparative perspective, Washington, World Bank Technical Paper Nr. 430
- Dakolias, Maria (1996):** The judicial sector in Latin America and the Caribbean: elements of reform, Washington, World Bank Technical Paper Nr. 319
- Davis, E. Philip (1998):** Regulation of pension fund assets, in: OECD (Hrsg.): Institutional investors in the new financial landscape, Paris, S.365-400
- Davis, E. Philip (1995):** Pension funds. Retirement-income security, and capital markets. An international perspective, Oxford
- De Gregorio, José (1996):** Borrowing constraints, human capital accumulation, and growth, Journal of Monetary Economics 37, S.49-71
- De Gregorio, José (1993):** Credit markets and stagnation in an endogenous growth model, Revista de Análisis Económico 8 (1), S.83-98
- De Gregorio, José; Guidotti, Pablo E. (1995):** Financial development and economic growth, World Development 23 (3), S.433-448
- De Long, Bradford J. (1991):** The great American universal banking experiment, The International Economy, Jan./Feb., S.68-79
- Debreu, Gerard (1959):** Theory of value, New York
- Demetriades, Panicos O.; Hussein, Khaled A. (1996):** Does financial development cause economic growth? Time series evidence from 16 countries, Journal of Development Economics 51, S.387-411

- Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross (1999):** Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparisons, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2143
- Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross (1996a):** Stock market development and financial intermediaries: stylized facts, World Bank Economic Review 10 (2), S.291-321
- Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross (1996b):** Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview, World Bank Economic Review 10 (2), S.223-40
- Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross; Min, Hong G. (1998):** Opening to foreign banks: issues of stability, efficiency, and growth, Washington, Weltbank, Mimeo
- Demirgüç-Kunt, Asli; Maksimovic, Vojislav (1998):** Law, finance, and firm growth, Journal of Finance 53 (6), S.2107-37
- Demirgüç-Kunt, Asli; Maksimovic, Vojislav (1996):** Stock market development and financing choices of firms, World Bank Economic Review 10 (2), S.341-69
- Deutsche Bundesbank (2000):** Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland, Monatsbericht, Januar 2000, S.33-48
- Deutsche Bundesbank (1999):** Gesetz über das Kreditwesen (KWG), Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank (1998):** Die Evidenzzentrale für Millionenkredite bei der Deutschen Bundesbank, Monatsbericht, August 1998, S.83-91
- Dewatripont, Mathias; Tirole, Jean (1994):** The prudential regulation of banks, Cambridge, Massachusetts
- Diamond, Douglas W. (1997):** Liquidity, banks, and markets, Journal of Political Economy 105, S.928-56
- Diamond, Douglas W. (1991):** Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, Journal of Political Economy 99, S.689-721
- Diamond, Douglas W. (1984):** Financial intermediation and delegated monitoring, Review of Economic Studies 51, S.393-414
- Diamond, Douglas W.; Dybvig, Philip H. (1983):** Bank runs, deposit insurance, and liquidity, Journal of Political Economy 91 (3), S.401-19
- Diamond, Peter A. (1967):** The role of a stock market in a general equilibrium model with technological uncertainty, American Economic Review 57, S.759-66
- Diamond, Peter; Valdes-Prieto, Salvador (1994):** Social security reforms, in: Bosworth, Barry P.; Dornbusch, Ruediger; Labán, Raúl (Hrsg.): The Chilean economy: policy lessons and challenges, Washington, S.320-54
- Dornbusch, Rüdiger (1995):** Progress report on Argentina, in: Dornbusch, Rüdiger; Edwards, Sebastian (Hrsg.): Reform, recovery, and growth. Latin America and the Middle East, NBER Project Report, Chicago und London, S.223-38
- Döser, Wulf H.; Broderon, Christian (1990):** A guide to the law on issuing securities in Germany, International Law Review Special Supplement
- Dow, James; Gorton, Gary (1997):** Stock market efficiency and economic efficiency: is there a connection?, Journal of Finance 52 (3), S.1087-1129

- Dowd, Kevin (1992):** Models of banking instability: a partial review of the literature, *Journal of Economic Surveys* 6 (2), S.107-32
- Drake, Paul J. (1977):** Securities markets in less developed countries, *Journal of Development Studies* 13(2), S.73-91
- Easterly, William Russell (1993):** How much distortions affect growth? *Journal of Monetary Economics* 32 (2), S.187-212
- Edwards, Jeremy; Fischer, Klaus (1994):** Banks, finance, and investment in Germany, Cambridge
- Edwards, Sebastian (1995):** Crisis and reform in Latin America: from despair to hope, Washington
- Englund, Peter; Svensson, Lars E.O. (1988):** Money and banking in a cash-in-advance economy, *International Economic Review* 29 (4), S.681-705
- Eyzaguirre, Nicolas; Lefort, Fernando (1999):** Capital markets in Chile, 1985-97: a case of successful international financial integration, in: Perry, Guillermo; Leipziger, Danny M. (Hrsg.): *Chile: recent policy lessons and emerging challenges*, Weltbank, Washington, S.109-44
- Fama, Eugene F. (1985):** What's different about banks?, *Journal of Monetary Economics* 15, S.29-39
- Feldman, Ernesto; Sommer, Juan (1986):** Crisis financiera y endeudamiento externo en la Argentina, Buenos Aires
- Fernandez, Carlos Cerda (1993):** Duración del procedimiento sumario en los juzgados de Santiago, Santiago de Chile
- Fischer, Bernhard (1998):** The role of contractual savings institutions in emerging markets, in: OECD (Hrsg.): *Institutional investors in the new financial landscape*, Paris, S.235-63
- Fisher, Irving (1933):** The debt-deflation theory of great depressions, *Econometrica* 1, S.337-57
- Flannery, Mark J. (1985):** A portfolio view of loan selection and pricing, in: Aspinwall, Richard C.; Eisenbeis, Robert A. (Hrsg.): *Handbook of banking strategy*, New York u.a., S.457-71
- Fohlin, Caroline (1998):** Banking systems and economic growth: lessons from Britain and Germany in the pre-world war I era, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, S.37-47
- Franks, Julian; Mayer, Colin (1995):** Ownership and control, in: Siebert, Horst (Hrsg.): *Trends in business organization: do participation and cooperation increase competitiveness?*, Tübingen, S.171-95
- Freixas, Xavier; Rochet, Jean-Charles (1997):** *Microeconomics of banking*, Cambridge, Massachusetts u.a.
- Frenkel, Roberto (1998):** Capital market liberalization and economic performance in Latin America, Centro de Investigaciones en Economía (CEDES), Buenos Aires, Serie de Documentos de Economía Nr.7
- Friedman, Milton; Schwartz, Anna J. (1982):** *Monetary trends in the United States and the United Kingdom*, Chicago

- Friedman, Milton; Schwartz, Anna J. (1963):** A monetary history of the United States: 1867-1960, Princeton
- Fry, Maxwell J. (1998):** Saving, investment, growth, and financial distortions in Pacific Asia and other developing areas, *International Economic Journal* 12, S.34-44
- Fry, Maxwell J. (1997):** In favor of financial liberalization, *Economic Journal (U.K.)* 107 (May), S.754-70
- Fry, Maxwell J. (1995):** Money, interest and banking in economic development, Baltimore, 2. Auflage
- Galetovic, Alexander (1996a):** Specialization, intermediation, and growth, *Journal of Monetary Economics* 38, S.549-59
- Galetovic, Alexander (1996b):** Finance and growth: a synthesis and interpretation of the evidence, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 196, S.59-82
- García-Herrero, Alicia (1997):** Banking crisis in Latin America in the 1990s: lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela, Washington, IMF Working Paper Nr. 97/140
- Gavin, Michael; Hausmann, Ricardo (1997):** Make or buy? Approaches to financial markets integration, in: Rojas-Suárez, Liliana (Hrsg.): Safe and sound financial systems: what works for Latin America, Washington, S.133-62
- Geis, Heinz-Günter (1989):** Kapitalmärkte und finanzielle Institutionen in Entwicklungsländern, in: Körner, Heiko (Hrsg.): Zur Analyse von Institutionen im Entwicklungsprozeß und in der internationalen Zusammenarbeit, *Schriften des Vereins für Socialpolitik*, Band 186, Berlin, S.215-28
- Gelb, Alan H. (1989):** Financial policies, growth, and efficiency, Washington, World Bank Policy, Planning and Research Working Paper Nr. 202
- Gerschenkron, Alexander (1962):** Economic backwardness in historical perspective: a book of essays, Cambridge, Massachusetts
- Gertler, Mark (1988):** Financial structure and aggregate economic activity: an overview, *Journal of Money, Credit and Banking*, S.559-88
- Giovannini, Alberto; De Melo, Martha (1993):** Government revenue from financial repression, *American Economic Review* 83, S.953-63
- Glen, Jack; Madhavan, Ananth (1998):** Primary securities markets in emerging nations: a case study of Peru, Washington, IFC, Mimeo
- Global Securities Consulting Services, GSCS:** Review of Major Markets; Measures for the international securities industry, London, mehrere Ausgaben
- Global Securities Consulting Services, GSCS:** Review of Emerging Markets; Measures for the international securities industry, London, mehrere Ausgaben
- Goldsmith, Raymond W. (1969):** Financial structure and development, New Haven
- Goodhart, C.A.E. (1987):** Why do banks need a central bank?, *Oxford Economic Papers* 39, S.75-89
- Gorton, Gary; Pennacchi, George (1990):** Financial intermediaries and liquidity creation, *Journal of Finance* 45 (1), S.49-71
- Gorton, Gary; Schmid, Frank A. (1996):** Universal banking and the performance of German firms, NBER Working Paper, Nr. 5453

- Government of Uruguay (2000):** Letter of intent, Montevideo
- Greenwood, Jeremy; Jovanovic, Boyan (1990):** Financial development, growth, and the distribution of income, *Journal of Political Economy* 98 (5), S.1076-1108
- Greenwood, Jeremy; Smith, Bruce D. (1997):** Financial markets in development, and the development of financial markets, *Journal of Economic Dynamics and Control* 21, S.145-181
- Gröbl-Gschwendtner, Ingrid (1992):** Bankenkrise und Finanzsystem: die USA und BRD im Vergleich, *Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionsbeiträge V-95-92*, Oldenburg
- Grossman, Gene M.; Helpman, Elhanan (1991a):** Quality ladders in the theory of economic growth, *Review of Economic Studies* 58 (1), S.43-61
- Grossman, Gene M.; Helpman, Elhanan (1991b):** Innovation and growth in the global economy, Cambridge, Massachusetts
- Gruppe der Dreißig (1989):** Clearance and settlement systems in the world's security markets, New York
- Gurley, John G.; Shaw, Edward S. (1955):** Financial aspects of economic development, *American Economic Review* 45 (4), S.515-38
- Haber, Stephen (1997a):** Regulatory regimes, capital markets and industrial development: a comparative study of Brazil, Mexico and the United States, 1840-1930, in: Harriss, John; Hunter, Janet; Lewis, Colin M. (Hrsg.): *The new institutional economics and third world development*, London und New York, S.265-82
- Haber, Stephen (1997b):** Financial markets and industrial development: a comparative study of governmental regulation, financial innovation, and industrial structure in Brazil and Mexico, 1840-1930, in: Haber, Stephen (Hrsg.): *How Latin America fell behind. Essays on the economic histories of Brazil and Mexico 1800-1914*, Stanford, S.146-78
- Haber, Stephen (1991):** Industrial concentration and the capital markets: a comparative study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930, *Journal of Economic History* 51 (3), S.559-80
- Haggard, Stefan; Kaufman, Robert, Hrsg. (1992):** The politics of economic adjustment: international constraints, distributive conflicts, and the state, Princeton
- Hall, Robert; Jorgenson, Dale (1967):** Tax policy and investment behavior, *American Economic Review* 57, S.391-414
- Hansen, Robert S.; Torregrosa, Paul (1992):** Underwriter compensation and corporate monitoring, *Journal of Finance* 47, S.1537-55
- Hart, Oliver D.; Jaffee, Dwight M. (1975):** On the application of portfolio theory to depository financial intermediaries, *Review of Economic Studies* 41, S.129-47
- Haslag, Joseph H.; Koo, Jahyeong (1999):** Financial repression, financial development and economic growth, *Federal Reserve Bank of Dallas, Mimeo*
- Haubrich, Joseph G. (1989):** Financial intermediation, delegated monitoring and long-term relationships, *Journal of Banking and Finance* 13, S.9-20
- Hay, Jonathan R.; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1996):** Toward a theory of legal reform, *European Economic Review* 40, S.559-67

- Hellwig, Martin (1997):** Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet das Finanzsystem?, in: Gahlen, Bernhard u.a. (Hrsg.): Finanzmärkte, Wirtschaftswissenschaftliches Seminar Ottobeuren, Band 26, Tübingen, S.211-243
- Hellwig, Martin (1991):** Banking, financial intermediation and corporate finance, in: Giovannini, Alberto; Mayer, Colin (Hrsg.): European financial integration, Cambridge u.a., S.35-63
- Hermes, Niels; Lensink, Robert (1998):** Financial development and economic growth: evidence from Latin America, in: Auroi, Claude (Hrsg.): Latin American and East European economies in transition. A comparative view, London, S.61-83
- Hicks, John (1969):** A theory of economic history, Oxford
- Highton, Elena; Jassan, Elías (1995):** Judicial reform in Argentina, in: Rowat, Malcolm; Malik, Waleed H.; Dakolias, Maria (Hrsg.): Judicial reform in Latin America and the Caribbean: Proceedings of a World Bank conference, Washington, World Bank Technical Paper Nr. 280
- Hirschman, Albert O. (1987):** La economía política del desarrollo latinoamericano: siete ejercicios en retrospectiva, *El Trimestre Económico* 54 (4), S.769-804
- Holzmann, Robert (1997):** Pension reform, financial market development, and economic growth: preliminary evidence from Chile, *IMF Staff Papers* 44, S.149-78
- Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil; Scharfstein, David (1991):** Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics* 106, S.33-60
- Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil; Scharfstein, David (1990):** The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics* 27, S.67-88
- Institut Gallop (1994):** Estudio de opinión acerca de la justicia en Argentina, Buenos Aires
- Institute of International Bankers, IIB:** Global survey, New York, mehrere Ausgaben
- International Finance Corporation, IFC:** Emerging stock markets factbook, Washington, mehrere Ausgaben
- International Institute for Management Development, IMD (1999):** The world competitiveness yearbook 1999, Genf
- International Monetary Fund, IMF (1999):** Colombia: selected issues and statistical appendix, Washington, *IMF Staff Country Report* 99/6
- International Monetary Fund, IMF:** International financial statistics (IFS), Washington, mehrere Ausgaben
- International Organization of Securities Commissions, IOSCO (1998):** Objectives and principles of securities regulation, Basel
- International Society of Securities Administrators, ISSA (1995):** G-30 review report, Zürich
- Ireland, Peter N. (1994):** Economic growth, financial evolution, and the long-run behavior of velocity, *Journal of Economic Dynamics and Control* 18, S.815-48

- Jacklin, Charles J. (1987):** Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing, in: Prescott, Edward C.; Wallace, Neil (Hrsg.): Contractual arrangements for intertemporal trade, Minneapolis, S.26-47
- Jackson, Patricia (1999):** Capital requirements and bank behavior: the impact of the Basle Accord, Basle Committee on Banking Supervision Working Papers Nr. 1
- Japelli, Tullio; Pagano, Marco (1999):** Information sharing in credit markets: international evidence, Inter-American Development Bank, Working Paper R-371
- Japelli, Tullio; Pagano, Marco (1994):** Saving, growth and liquidity constraints, Quarterly Journal of Economics 109, S.83-109
- Jarquín, Edmundo; Carillo, Fernando, Hrsg. (1997):** La economía política de la reforma judicial, Washington, Interamerikanische Entwicklungsbank
- Jayaratne, Jith; Strahan, Philip E. (1996):** The finance growth nexus: evidence from bank branch deregulation, Quarterly Journal of Economics 111, S.639-70
- Jensen, Michael C. (1988):** Takeovers: their causes and consequences, Journal of Economic Perspectives 2, S.21-48
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976):** Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, Journal of Financial Economics 3, S.305-60
- Jevons, William Stanley (1875):** Money and the mechanism of exchange, London
- Jornal do Brasil (1999):** Mercado de capitais debate novo rumo, Sektion Economia, 05.12.1999
- Kaminsky, Graciela L.; Reinhart, Carmen M. (1997):** The twin crisis: the causes of banking and balance-of-payments problems, Buenos Aires, Instituto y Universidad Torcuato Di Tella, Serie Seminarios 17/97
- Kane, Edward J.; Buser, Stephen A. (1979):** Portfolio diversification at commercial banks, Journal of Finance 34, S.19-34
- Kang, Jun-Koo; Shivdasani, Anil (1997):** Corporate restructuring during performance declines in Japan, Journal of Financial Economics 46, S.29-65
- Kaplan, Steven N. (1994a):** Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the US, Journal of Political Economy 102, S.510-46
- Kaplan, Steven N. (1994b):** Top executives, turnover and firm performance in Germany, Journal of Law, Economics and Organization 10, S.142-59
- Kaufman, George G.; Kroszner, Randall S. (1996):** How should financial institutions and markets be structured? Analysis and options for financial system design, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series Nr. 96-20
- Keynes, John Maynard (1930):** A treatise on money, Volume II, The applied theory of money, London
- King, Robert G.; Levine, Ross (1993a):** Financial intermediation and economic development, in: Mayer, Colin; Vives, Xavier (Hrsg.): Capital markets and financial intermediation, London, S.156-89
- King, Robert G.; Levine, Ross (1993b):** Finance and growth: Schumpeter might be right, Quarterly Journal of Economics 108 (3), S.717-38

- King, Robert G.; Levine, Ross (1993c):** Finance, entrepreneurship, and growth, *Journal of Monetary Economics* 32 (3), S.513-42
- King, Robert G.; Plosser, Charles I. (1986):** Money as the mechanism of exchange, *Journal of Monetary Economics* 17, S.93-115
- Klein, Michael A. (1971):** A theory of the banking firm, *Journal of Money, Credit and Banking* 3, S.205-18
- Klump, Rainer (1993):** Geld, Währungssystem und optimales Wachstum, Tübingen, *Schriften zur angewandten Wirtschaftsforschung* Nr. 59
- Knight, Frank H. (1921):** Risk, uncertainty and profit, Chicago
- Kornai, Janos (1979):** Resource-constrained versus demand constrained systems, *Econometrica* 47, S.801-19
- Kuznets, Simon (1971):** Economic growth of nations, Cambridge, Massachusetts
- Kwan, Andy C. C.; Wu, Yangru; Zhang, Junxi (1998):** An exogeneity analysis of financial deepening and economic growth: evidence from Hong Kong, South Korea and Taiwan, *Journal of International Trade and Economic Development* 7, S.339-54
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei (2000):** Government ownership of banks, NBER Working Paper Nr. 7620
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1999a):** Investor protection and corporate valuation, NBER Working Paper Nr. 7403
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1999b):** Investor protection: origins, consequences, reform, NBER Working Paper Nr. 7428
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1998):** Law and finance, *Journal of Political Economy* 106 (6), S.1113-55
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997):** Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52 (3), S.1131-50
- Labán, Raúl; Larraín, Felipe (1995):** Continuity, change, and the political economy of transition in Chile, in: Dornbusch, Rüdiger; Edwards, Sebastian (Hrsg.): Reform, recovery, and growth. Latin America and the Middle East, NBER Project Report, Chicago und London, S.115-48
- Laffont, Jean-Jacques (1985):** On the welfare analysis of rational expectations equilibria with asymmetric information, *Econometrica* 53, S.1-29
- Leland, Hayne E.; Pyle, David H. (1977):** Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance* 32, S.371-87
- LeRoy, Stephen F.; Parke, William R. (1992):** Stock price volatility: tests based on the geometric random walk, *American Economic Review* 82, S.981-92
- Levhari, David; Patinkin, Don (1968):** The role of money in a simple growth model, *American Economic Review* 58, S.713-53
- Levine, Ross (2000):** Bank-based or market-based financial systems: Which is better?, Paper zur Weltbank-Konferenz "Financial structure and economic development", 10.-11.Februar 2000

- Levine, Ross (1999):** Law, finance, and economic growth, *Journal of Financial Intermediation* 8, S.8-35
- Levine, Ross (1998):** The legal environment, banks, and long-run economic growth, *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3), Part 2, S.596-620
- Levine, Ross (1997):** Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35, S.688-726
- Levine, Ross (1996a):** Financial sector policies: analytical framework and research agenda, in: Hermes, Niels; Lensink, Robert (Hrsg.): *Financial development and economic growth: theory and experiences from developing countries*, London, Routledge Studies in Development Economics Nr. 6, S.161-91
- Levine, Ross (1996b):** Foreign banks, financial development and economic growth, in: Barfield, Claude E. (Hrsg.): *International financial markets: harmonization versus competition*, Washington
- Levine, Ross (1993):** Financial structures and economic development, *Revista de Análisis Económico* 8, S.113-29
- Levine, Ross (1992):** Financial intermediary services and growth, *Journal of the Japanese and International Economies* 6, S.383-405
- Levine, Ross (1991):** Stock markets, growth, and tax policy, *Journal of Finance* 46, S.1445-65
- Levine, Ross; Loayza, Norman; Beck, Thorsten (1999):** Financial intermediation and growth: causality and causes, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2059
- Levine, Ross; Zervos, Sara (1998):** Stock markets, banks and economic growth, *American Economic Review* 88 (3), S.537-58
- Lewis, Arthur W. (1950):** *The principles of economic planning*, London
- Loayza, Norman; Palacios, Luisa (1997):** Economic progress and reform in Latin America and the Caribbean, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1829
- Lucas, Robert E. (1988):** On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Development* 22 (1), S. 3-42
- Manne, Henry (1965):** Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73, S.110-20
- Martinez Peria, Maria Soledad; Schmukler, Sergio L. (1998):** Do depositors punish banks for "bad" behavior? Examining market discipline in Argentina, Chile, and Mexico, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2058
- Mattoo, Aaditya (1999):** Financial services and the World Trade Organization: Liberalization commitments of the developing and transition economies, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 2184
- Maußner, Alfred; Klump, Rainer (1996):** *Wachstumstheorie*, Berlin u.a.
- May, Stefan (1992):** Geld und Finanzintermediäre in der allgemeinen Gleichgewichtstheorie: eine finanzierungstheoretisch orientierte Darstellung, Regensburg, Volkswirtschaftliche Schriften der Universität Regensburg, Band 7

- Mayer, Colin (1998):** Financial systems and corporate governance: a review of the international evidence, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, S.144-65
- Mayer, Colin (1990):** Financial systems, corporate finance, and economic development, in: Hubbard, Glenn R. (Hrsg.): *Asymmetric information, corporate finance, and investment*, National Bureau of Economic Research, Chicago u.a., S.307-32
- Mayer, Colin (1988):** New issues in corporate finance, *European Economic Review* 32, S.1167-89
- McKinnon, Ronald I. (1991):** *The order of economic liberalization*, Baltimore und London
- McKinnon, Ronald I. (1978):** Financial repression and the liberalization problem within less developed countries, Paper to be presented to the symposium "The Past and Prospects of the Economic World Order", Stockholm
- McKinnon, Ronald I. (1973):** *Money and capital in economic development*, Washington
- McKinsey & Company, Inc. (1998):** *Productivity – the key to an accelerated development path for Brazil*, São Paulo, Washington
- McQuerry, Elizabeth (1999):** The banking sector rescue in Mexico, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 3, S.14-29
- Merton, Robert C. (1995):** A functional perspective of financial intermediation, *Financial Management* 24 (2), S.23-41
- Merton, Robert C.; Bodie, Zvi (1995):** A conceptual framework for analyzing the financial environment, in: Crane, Dwight B. u.a. (Hrsg.): *The global financial system: a functional perspective*, Boston, S.3-32
- Modigliani, Franco; Miller, Merton (1958):** The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, S.261-97
- Moerland, Pieter W. (1995a):** Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, *Journal of Economic Behavior and Organization* 26, S.17-34
- Moerland, Pieter W. (1995b):** Corporate ownership and control structures: an international comparison, *Review of Industrial Organization* 10, S.443-64
- Morck, Randall; Nakamura, Masao (1999):** Banks and corporate control in Japan, *Journal of Finance* 54, S.319-39
- Morris, Felipe; Dorfman, Mark; Ortiz, José Pedro; Franco, María Claudia (1990):** Latin America's banking system in the 80's: a cross country comparison, Washington, World Bank Discussion Paper Nr. 81
- Myrdal, Gunnar (1968):** *Asian drama*, New York
- Ness, Walter L., jr. (1974):** Financial markets innovation as a development strategy: initial results from the Brazilian experience, *Economic Development and Cultural Change* 22 (3)
- Neuberger, Doris (1998):** *Mikroökonomik der Bank: eine industrieökonomische Perspektive*, München
- Neuberger, Doris (1994):** *Kreditvergabe durch Banken: mikroökonomische Theorie und gesamtwirtschaftliche Implikationen*, Tübingen

- Neumann, Manfred (1990):** Zukunftsperspektiven im Wandel, Tübingen
- Neusser, Klaus; Kugler, Maurice (1998):** Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries, *Review of Economics and Statistics* 80 (4), S.638-46
- Nickerson, David (1995):** Governance and efficiency in emerging financial markets, *Journal of International Trade and Economic Development*, S.261-81
- North, Douglass (1990):** Institutions, institutional change and economic performance, New York
- Obstfeld, Maurice (1994):** Risk-taking, global diversification, and growth, *American Economic Review* 84 (5), S.1310-29
- Odedokun, Matthew O. (1998):** Financial intermediation and economic growth in developing countries, *Journal of Economic Studies* 25 (3), S.203-24
- Odedokun, Matthew O. (1996):** Alternative econometric approaches for analyzing the role of the financial sector in economic growth: time-series evidence from LDC's, *Journal of Development Economics* 50, S.119-46
- Organization for Economic Co-operation and Development, OECD (1998):** Maintaining prosperity in an ageing society, Paris
- Organization for Economic Cooperation and Development, OECD (1989):** Disclosure of information by multinational enterprises, Working Document by the Working Group on Accounting Standards Nr. 6
- Organization for Economic Co-operation and Development, OECD:** Institutional Investors Statistical Yearbook, Paris, mehrere Ausgaben
- Ostroy, Joseph M.; Starr, Ross M. (1991):** The transaction role of money, in: Friedman, Benjamin M.; Hahn, Frank H. (Hrsg.): *Handbook of Monetary Economics*, Volume I, Amsterdam u.a., S.3-62
- Pagano, Marco (1993):** Financial markets and growth: an overview, *European Economic Review* 37 (2-3), S.613-22
- Patrick, Hugh T. (1966):** Financial development and economic growth in underdeveloped countries, *Economic Development and Cultural Change* 14 (2), S.174-89
- Pereira da Silva, José (1990):** Análise financeira das empresas, São Paulo
- Perlitz, Manfred; Seger, Frank (1994):** The role of universal banks in German corporate governance, *Business and the Contemporary World* 6, S.49-67
- Perold, André F. (1995):** The payment system and derivative instruments, in: Crane, Dwight B. u.a. (Hrsg.): *The global financial system: a functional perspective*, Boston, S.33-79
- Pierce, James L. (1991):** The future of banking, New Haven, London
- Pinheiro, Armando Castelar, Koordinator (1998):** Economic costs of judicial inefficiency in Brazil, IDESP, São Paulo
- Pinheiro, Armando Castelar (1996):** Judicial system performance and economic development, BNDES Ensaio Nr. 2

- Pinheiro, Armando Castelar; Cabral, Célia (1998):** Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições, BNDES Ensaios Nr. 9
- Porter, Michael (1992):** Capital disadvantage: America's failing capital investment system, Harvard Business Review, Sept./Oct., S.65-82
- Prowse, Stephen D. (1996):** Corporate finance in international perspective: legal and regulatory influences on financial system development, Economic Review (Federal Reserve Bank of Dallas) 3, S.2-15
- Prowse, Stephen D. (1994):** Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany, BIS Economic Papers Nr.41
- Qian, Ying (1999):** Financial services liberalization and GATS: Analysis of the commitments under the General Agreement on Trade and Services (GATS) at the World Trade Organization (WTO), Asian Development Bank, Manila, Mimeo
- Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi (1999a):** The politics of financial development, University of Chicago, Mimeo
- Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi (1999b):** Financial systems, industrial structure, and growth, University of Chicago, Mimeo
- Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi (1998):** Financial dependence and growth, American Economic Review 88 (3), S.559-86
- Ramos, Joseph R. (1986):** Neoconservative economics in the southern cone of Latin America, 1973-1983, Baltimore
- Ramser, Hans Jürgen (1993):** Grundlagen der "neuen" Wachstumstheorie, Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt) 3, S.117-23
- Rebelo, Sergio T. (1991):** Long-run policy analysis and long-run growth, Journal of Political Economy 99 (3), S.500-21
- Reichel, Richard (1995):** Vom Interventionismus zum Liberalismus – Erfahrungen mit Argentiniens ordnungspolitischem Kurswechsel, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 44 (2), S.185-208
- Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik (1999):** Neue Institutionenökonomie, Tübingen
- Robinson, Joan (1952):** The generalization of the general theory, in: The rate of interest, and other essays, London, S.67-142
- Rocca, Carlos Antonio (1999):** O papel do sistema financeiro privado na retomada do crescimento, Revista da CVM 30, S.56-73
- Rodríguez, Carlos Alfredo (1992):** Financial reforms in Latin America: the cases of Argentina, Chile and Uruguay, Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina (CEMA), Documento de Trabajo Nr. 84
- Roe, Mark J. (1994):** Strong managers, weak owners – the political roots of American corporate finance, Princeton
- Roe, Mark J. (1993a):** Foundations of corporate finance: the 1906 pacification of the insurance industry, Columbia Law Review 93
- Roe, Mark J. (1993b):** Some differences in corporate structure in Germany, Japan, and the United States, Yale Law Journal 102, S.1925-2003

- Roe, Mark J. (1990):** Political and legal restraints on ownership and control of public companies, *Journal of Financial Economics* 2 (1), S.7-43
- Rojas-Suárez, Liliana; Weisbrod, Steven R. (1997):** Financial markets and the behaviour of private savings in Latin America, in: Hausmann, Ricardo; Reisen, Helmut (Hrsg.): *Promoting savings in Latin America*, IDB/OECD, Paris, S.85-112
- Rojas-Suárez, Liliana; Weisbrod, Steven R. (1996):** Building stability in Latin American financial markets, in: Hausmann, Ricardo; Reisen, Helmut (Hrsg.): *Securing stability and growth in Latin America. Policy issues for shock-prone economies*, OECD, Paris, S.139-75
- Rojas-Suárez, Liliana; Weisbrod, Steven R. (1994):** Financial market fragilities in Latin America: from banking crisis resolution to current policy challenges, Washington, IMF Working Paper 94/117
- Romer, Paul M. (1990):** Endogenous technological change, *Journal of Political Economy* 98 (5/2), S.71-102
- Romer, Paul M. (1989):** Capital accumulation and the theory of long-run growth, in: Barro, Robert J. (Hrsg.): *Modern business cycle theory*, Cambridge, Massachusetts, S.51-127
- Romer, Paul M. (1986):** Increasing returns and long run growth, *Journal of Political Economy* 94 (5), S.1002-37
- Roosa, Robert V. (1951):** Interest rate and the central bank, in: *Money, trade and economic growth: essays in honour of John H. Williams*, New York, S.270-95
- Rose, Peter S. (1997):** *Money and capital markets*, Boston u.a.
- Ross, Stephen A. (1989):** Institutional markets, financial marketing, and financial innovation, *Journal of Finance* 44 (3), S.541-56
- Roubini, Nouriel; Sala-i-Martin, Xavier (1995):** A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression, *Journal of Monetary Economics* 35, S.275-301
- Roubini, Nouriel; Sala-i-Martin, Xavier (1992):** Financial repression and economic growth, *Journal of Development Economics* 39, S. 5-30
- Rousseau, Peter L.; Wachtel, Paul (1998):** Financial intermediation and economic performance: historical evidence from five industrialized countries, *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (4), S.657-78
- Rowat, Malcolm; Malik, Waleed H.; Dakolias, Maria, Hrsg. (1995):** *Judicial reform in Latin America and the Caribbean: Proceedings of a World Bank conference*, Washington, World Bank Technical Paper Nr. 280
- Rybczynski, Tad M. (1988):** Financial systems and industrial re-structuring, *National Westminster Bank Review* S.3-13
- Sahlmann, William A. (1990):** The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics* 27, S.473-521
- Saint-Paul, Gilles (1993):** Technological dualism, incomplete financial markets and economic development, *Journal of International Trade and Economic Development* 2, S. 13-26
- Saint-Paul, Gilles (1992):** Technological choice, financial markets and economic development, *European Economic Review* 36 (4), S.763-81

- Salomon Smith Barney (1999):** Private pension funds in Latin America, Salomon Smith Barney Latin America Equity Research, Dez 99
- Samuel, Cherian (1996):** Stock market and investment: the governance role of the market, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1578
- Saunders, Anthony; Walter, Ingo (1994):** Universal banking in the United States: What could we gain? What could we lose?, Oxford u.a.
- Schmidt, Reinhard H.; Hackethal, Andreas; Tyrell, Marcel (1999):** Disintermediation and the role of banks in Europe: An international comparison, *Journal of Financial Intermediation* 8, S.36-67
- Schmidt-Hebbel, Klaus (1998):** Chile's takeoff: facts, challenges, lessons, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo Nr. 34
- Scholtens, Bert (1997):** Bank- and market-oriented financial systems: fact or fiction?, *BNL Quarterly Review* 202, S.301-23
- Scholtens, Lambertus J.R. (1993):** On the foundations of financial intermediation, *Kredit und Kapital* 19, S.112-41
- Schumpeter, Joseph A. (1952):** *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Berlin, 5. Auflage
- Schwiete, Mark (1998):** *Finanzsysteme und wirtschaftliche Entwicklung: theoretische Aspekte, Vergleich westlicher Finanzsysteme und Systemtransformation in Osteuropa*, Berlin, *Abhandlungen zur Nationalökonomie* Band 9
- Schwiete, Mark; Weigand, Jürgen (1997):** Der Einfluß von Bankbeteiligungen auf das Verschuldungsverhalten deutscher Unternehmen, *Kredit und Kapital* 1, S.1-34
- Shah, Hemant (1997):** Towards better regulation of private pension funds, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1791
- Sharpe, Steven A. (1990):** Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships, *Journal of Finance* 45 (4), S.1069-87
- Shaw, Edward S. (1973):** *Financial deepening in economic development*, New York
- Sheard, Paul (1989):** The main bank system and corporate monitoring and control in Japan, *Journal of Economic Behavior and Organization* 11, S.399-422
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1997):** A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52 (2), S.737-83
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1994):** Politicians and firms, *Quarterly Journal of Economics* 109, S.995-1025
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1986):** Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, S.461-88
- Sidrauski, Miguel (1967):** Rational choice patterns of growth in a monetary economy, *American Economic Review* 57, S.534-44
- Singh, Ajit (1997):** Financial liberalization, stock markets and economic development, *Economic Journal (U.K.)* 107 (May), S. 771-82
- Singh, Ajit; Hamid, Javid (1992):** Corporate financial structures in developing countries, Washington, IFC Technical Paper No. 1

- Smith, Adam (1776):** An inquiry into the nature and causes of the wealth of the nations, London
- Solow, Robert M. (1956):** A contribution to the theory of economic growth, *Quarterly Journal of Economics* 70, S.65-94
- Solow, Robert M. (1957):** Technical change and the aggregate production function, *Review of Economics and Statistics* 39, S.312-20
- Solsona, Adolfo Díaz; Graziani, Carlo (1999): Determinantes del "spread" en las tasas de interés bancarias en el Uruguay, IADB Working Paper R-369
- Srinivas, Palle Subrahmanya; Yermo, Juan (1999):** Do investment regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America, Washington
- Steinherr, Alfred; Huveneers, Christian (1994):** On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence, *Journal of Banking and Finance* 18, S.271-306
- Stern, Nicholas (1991):** The determinants of growth, *Economic Journal* 101, S.122-33
- Stern, Nicholas (1989):** The economics of development: a survey, *Economic Journal (U.K.)* 99, S.597-685
- Stigler, Geore J. (1971):** The theory of economic regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2, S.3-21
- Stiglitz, Joseph E. (1994):** The role of the state in financial markets, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993*, Washington, S.19-52
- Stiglitz, Joseph E. (1987):** Technological change, sunk costs, and competition, *Brookings Paper on Economic Activity* 3, S.883-947
- Stiglitz, Joseph E. (1982):** Information and capital markets, Sharpe, William F.; Cooter, Carolyn M. (Hrsg.): *Financial economics: essays in honor of Paul Cooter*, New York
- Stiglitz, Joseph E.; Weiss, Andrew (1981):** Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review* 71 (3), S.393-410
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, SAFJP:** Boletín estadístico mensual, Buenos Aires, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, SAFJP:** Memoria trimestral, Buenos Aires, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, SBIF:** Estados financieros anuales bancos y sociedades financieras, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, SBIF:** Evolución bancaria, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, SBIF:** Memoria SBIF, Santiago de Chile, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, SUDEBAN:** Boletín Trimestral, Caracas, mehrere Ausgaben
- Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, SEFyC:** Información de entidades financieras, Buenos Aires, mehrere Ausgaben

- Sussman, Oren; Zeira, Joseph (1995):** Banking and development, CEPR Discussion Paper Nr. 1127
- Teixeira da Costa, Roberto (1993):** Vorwort, in: Tertuliano, F.; Pessoa, I.; Francisco de Aguiar, J.; Ayoub, R.; Trancella, R.; Rioli, V. (Hrsg.): Full disclosure: como aperfeiçoar o relacionamento das empresas abertas com o mercado de capitais, São Paulo, S.11-13
- Thadden, Ernst-Ludwig von (1995):** Long-term contracts, short-term investments, and monitoring, *Review of Economic Studies* 62, S.557-75
- Thadden, Ernst-Ludwig von (1990):** Bank finance and long-term investment, Basel, WWZ-Discussion Paper
- Tilly, Richard (1998):** Universal banking in historical perspective, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, S.7-32
- Tobin, James (1965):** Money and economic growth, *Econometrica* 33, S.671-84
- Velasco, Andrés (1988):** Liberalization, crisis, intervention: the Chilean financial system, 1975-1985, IMF Working Paper Nr. 88/66
- Vitelli, Guillermo (1986):** Cuarenta años de inflación en la Argentina: 1945-1985, Buenos Aires
- Vittas, Dimitri (1999a):** Pension reform and financial markets, OECD, Advisory Group on Privatization, Paris
- Vittas, Dimitri (1999b):** Investment rules and state guarantees for mandatory private pension funds, in: OECD (Hrsg.): Institutional investors in the new financial landscape, Paris, S.401-418
- Vittas, Dimitri (1999c):** Regulatory controversies of private pension funds, Washington, World Bank Policy Research Working Paper Nr. 1893
- Vittas, Dimitri (1998):** Institutional investors and securities markets: which comes first?, in: Burki, Shahid Javed; Perry, Guillermo E. (Hrsg.): Banks and capital markets: sound financial systems for the 21st century, Annual World Bank conference on development in Latin America and the Caribbean, Washington, S.187-96
- Vives, Xavier (1998):** Competition and regulation in European banking, Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC), Barcelona
- Wacker, Heiko (2000):** Währungsstabilisierung in Brasilien: Die Währungsreform der Regierung Castello Branco 1964-67, Universität zu Köln, Mimeo
- Wallace, Neil (1989):** Another attempt to explain an illiquid banking system: the Diamond and Dybvig model with sequential service taken seriously, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 12, S.3-16
- Weinstein, David E.; Yafeh, Yishay (1998):** On the costs of a bank centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan, *Journal of Finance* 53, S.635-72
- Welch, John H. (1993):** Capital markets in the development process: the case of Brazil, Pittsburgh
- Wellhöner, Volker (1989):** Großbanken und Großindustrie im Kaiserreich, Göttingen
- Weltbank (1999):** World development indicators, Washington, mehrere Ausgaben

- Weltbank (1998):** Argentina: financial sector review, Washington, Report Nr. 17864-AR
- Weltbank (1997):** Private capital flows to developing countries: the road to financial integration, Washington
- Weltbank (1996):** Argentina, the convertibility plan: assessment and potential prospects, Washington, Volume I
- Weltbank (1989):** Weltentwicklungsbericht, Washington
- West, Kenneth D. (1988):** Bubbles, fads and stock price volatility tests: a partial view, *Journal of Finance* 43, S.693-56
- White, Eugene Nelson (1986):** Before the Glass-Steagall Act: an analysis of the investment banking activities of national banks, *Explorations in Economic History* 23, S.33-55
- White, Eugene Nelson (1983):** The regulation and reform of the American banking system 1900-1929, Princeton
- White, Lawrence J. (1994):** On the international harmonization of bank regulation, *Oxford Review of Economic Policy* 10 (4), S.94-105
- Williamson, Steve; Wright, Randall (1994):** Barter and monetary exchange under private information, *American Economic Review* 84 (1), S.104-23
- Williamson, Oliver (1985):** The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting, New York
- Williamson, John, Hrsg. (1990):** Latin American adjustment. How much has happened?, Washington
- Wixforth, Harald; Ziegler, Dieter (1995):** Bankenmacht: Universal banking and German industry in historical perspective, in: Cassis, Youssef; Feldman, Gerald D.; Olsson, Ulf (Hrsg.): The evolution of financial institutions and markets in twentieth-century Europe, Aldershot u.a., S.249-272
- Wurgler, Jeffrey (1999):** Financial markets and the allocation of capital, Yale School of Management, Mimeo
- Yermo, Juan (2000):** Institutional investors in Latin America: recent trends and regulatory challenges, in: OECD (Hrsg.): Private pension systems and policy issues, Private Pension Series Nr. 1, Paris, S.125-222