

# Komplementarität, Veränderung und Konvergenz von Finanzsystemen

Werner Hölzl

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Diskussion um Finanzsysteme, ihrer Beschreibung und Analyse. In der ökonomischen Literatur ist der Begriff des Finanzsystems nicht sehr verbreitet, erst in letzter Zeit hat sich er sich in der Literatur zur Unternehmensfinanzierung und Unternehmenskontrolle durchsetzen können. Das Desinteresse war nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass Finanzsysteme entweder als Ansammlungen konstanter Gegebenheiten betrachtet wurden, die praktisch irrelevant für die wirtschaftliche Lage und Entwicklung eines Landes sind, oder als Nexus von Institutionen, der sich flexibel der Entwicklung einer Volkswirtschaft anpaßt. Im Gegensatz dazu hat J. Schumpeter auf die herausragende Bedeutung des Banksystems für das Wirtschaftswachstum und auch auf die Transformation von Finanzsystemen hingewiesen. Es wurde gezeigt, dass Ausgestaltung und Qualität von Finanzsystemen wichtige Determinanten für die Entwicklung eines Landes sind (Levine 1997). Damit rückten Finanzsysteme in das Zentrum des wirtschaftstheoretischen und –politischen Interesses. Während die meisten Studien den Zusammenhang zwischen Finanzsystem und Wirtschaftswachstum thematisieren, liegt in diesem Beitrag das Hauptaugenmerk auf den Unterschieden zwischen Finanzsystemen.

Die neuere Literatur zu Finanzsystemen argumentiert, dass effiziente Finanzsysteme gekennzeichnet sind durch eine Kombination von Großanlegern und einem Rechtssystem das die Rechte von Anlegern schützt. Die Finanzsysteme der USA, Deutschlands und Großbritanniens werden in der Regel als »effizient« bezeichnet (Shleifer und Vishny 1997). Allerdings besitzt jedes dieser nationalen Systeme eigene Regeln und Konflikte, und unterscheidet sich in seiner Gesamtkonfigurationen erheblich. Dies deutet auf systemische Zusammenhänge hin.

Die gängigste Klassifikation von Finanzsystemen unterscheidet zwischen *markt-* und *bankorientierten* auf Basis auf der relative Wichtigkeit von Banken und Märkten für die Unternehmensfinanzierung (Rybczynski 1984). Zysmans (1983) Klassifikation berücksichtigt darüber hinaus auch explizit die Rolle des Staates. In neuerer Zeit rückte die Unternehmenskontrolle zunehmend in den Vordergrund. Franks und Mayer (1995) unterscheiden zwischen Insider Systemen und Outsider Systemen der Unternehmenskontrolle, wobei Insider Systeme gekennzeichnet durch konzentrierte Eigentumsstrukturen und Banken und Unternehmen als dominanten Akteure der Unternehmenskontrolle im Gegensatz zu Outsider Systemen stehen, in denen die Unternehmenskontrolle über (indirekte) Marktmechanismen gewährleistet wird, weil das Unternehmenseigentum auf viele Anleger verteilt ist.

## Finanzsystem und Komplementarität

Der Begriff des Finanzsystems, der in diesem Beitrag verwendet wird, ist weiter gefaßt als in der Literatur üblich. Das Finanzsystem läßt sich als Interaktionssystem von Angebot und Nachfrage nach finanzbezogenen Leistungen begreifen und ist in dieser umfassenden Konzeption das ökonomische System in welches Spar- und Investitionsentscheidungen der individuellen Wirtschaftsakteure eingebettet sind und diese determiniert. Neben dem Finanzsektor, der Banken, Finanzintermediären und Finanzmärkte zusammenfaßt ist auch die Vermögensbildung und Unternehmensfinanzierung Teil des Finanzsystems, ebenso wie die Unternehmenskontrolle und damit zusammenhängend die Strategiebildung von Unternehmen. Das Umfeld des Finanzsystems bildet das Rechtssystem, Produkt- und Arbeitsmärkte sowie die relevanten politische und ökonomische Institutionen. Das Finanzsystem ist ein komplexes institutionelles Arrangement, das Informationsflüsse regelt, spezifische Anreizsysteme und Allokationsmechanismen generiert und determiniert.

Der Begriff des Systems der in diesem Beitrag verwendet wird basiert auf dem Konzept der Komplementarität von Elementen.<sup>1</sup> Komplementarität ist eine Eigenschaft der Beziehung zwischen Elementen und tritt auf, wenn sich positive Wirkungen von bestimmten Komponenten gegenseitig verstärken und negative Auswirkungen sich gegenseitig abschwächen. Komplementarität impliziert, dass die Möglichkeit besteht, durch aufeinander abgestimmte Komponenten die Leistungsfähigkeit eines Systems zu erhöhen. Ein Beispiel dafür ist das modulare System des Personal Computers: Die Wahl der »besten« Komponenten (CPU, Motherboard, Grafikkarte, Software) führt nicht unbedingt dazu dass dieser PC besser funktioniert, als ein PC der aus abgestimmten aber »schlechteren« Komponenten besteht. Der PC aus den besten Komponenten könnte sogar gar nicht funktionieren, z. B. wenn sich die »beste« CPU nicht auf das »beste« Motherboard montieren ließe.

Bei minimaler Komplexität ist der Beitrag eines jeden Elements zur Effizienz eines Systems ist unabhängig von den Ausprägungen der anderen Elemente, bei maximaler Komplexität aber abhängig von den Ausprägungen aller anderen Elemente des Systems. Die Verteilung der Fitness-Werte aller möglichen Konstellationen wird Fitness-Landschaft eines Systems genannt. Im Falle eines Systems minimaler Komplexität hat die Landschaft nur eine Spitze, denn nur ein (globales) Optimum existiert. Im Falle von komplexen Systemen spricht man von zerklüfteten Landschaften (*rugged Landscapes*), da in der Regel mehrere (lokale) Optima existieren. Alle lokalen Optima sind konsistente Konstellationen, weil sie stabile Gleichgewichtslösungen darstellen. Aber die Verteilung der Optima im System ist unregelmäßig und die Distanz von einem lokalen Optimum zum globalen Optimum kann unter Umständen sehr groß sein. Dies legt nahe, dass immer dann wenn das lokale Optimum nicht gleichzeitig das globale Optimum ist, marginale Änderungen im allgemeinen zu schlechteren Ergebnissen führen als koordinierte große Änderungen.

### Das Finanzsystem in systemischer Sicht

Nun wenden wir diese systemische Sichtweise auf das Finanzsystem an (vgl. Hakethal und Schmidt 2000). Da das vorliegende Wissen um die Interaktion und die

Wirkungszusammenhänge der Einzelkomponenten eines Finanzsystems nicht ausreicht um eine Auswahl der relevanten Systemelemente festzulegen, verwenden wir eine vorläufige ad hoc Definition um eine Beschreibung von Finanzsystemen vorzunehmen zu können. Wir definieren das Finanzsystem als geordnete Menge von vier Komponenten (die auch selbst komplexe Systeme sein können):

#### Das System der Unternehmensfinanzierung

Es wird in einer binären Weise zwischen kapitalmarktorientierter und bankenorientierter Unternehmensfinanzierung unterschieden. Dabei steht die Frage in den Vordergrund welche Institutionen (Banken oder Märkte) die wichtigsten Finanzierungsquellen für die (realen) Investition des Unternehmenssektors sind.

#### Der Finanzsektor

Es wird in einer binären Weise zwischen kapitalmarktorientierten und bankenorientierten Finanzsystemen unterschieden. Die wichtigsten Indikatoren sind (1) die relative Wichtigkeit von Finanzmärkten, (2) die Fragmentierung des Bankensystems (Universal- oder Trennbanken), (3) die Regulierung der Banken, sowie (4) die Regulierungen die Insidergeschäfte betreffen.

#### Das System der Corporate Governance bzw. Unternehmenskontrolle

Die Unternehmenskontrolle besteht aus der Gesamtheit der institutionellen und organisatorischen Mechanismen Regelungen, die bestimmen, in welcher Weise die unterschiedlichen Interessengruppen Einfluß auf relevante Unternehmensentscheidungen nehmen können. Hierbei wird in binärer Weise zwischen Insider und Outsider Systemen der Unternehmenskontrolle unterschieden. Insider Systeme beruhen auf andauernder Unternehmenskontrolle durch Beeinflussung in der Entscheidungsfindung, während Outsider Systeme eine eher punktierte Unternehmenskontrolle auszeichnet die durch Exit-Mechanismen oder spezifische konfliktorientierte Mechanismen (feindliche Übernahmen, LBOs) realisiert wird (vgl. Hackethal und Schmidt 2000 und Shleifer und Vishny 1997).<sup>2</sup>

#### Das System der Unternehmensstrategie und -koordination

Unternehmensstrategien und die Koordination zwischen Unternehmen hängt davon ab, wie und woher die wichtigsten Ressourcen – Finanz-, Human- und Sachkapital – bezogen werden. Bankorientierte Systeme zeichnen sich durch eine organisatorische Koordination zwischen Unternehmen aus und Strategieänderungen in kleinen Schritten aus, während Marktorientierte Systeme eher auf marktorientierte Koordinationsmechanismen und Strategieänderungen in großen Schritten vertrauen. Dies zeigt sich auch bei Innovationsstrategien: Bankorientierte Systeme fördern eher langfristige und sichere Innovationsprojekte in etablierten Unternehmen, marktorientierte Systeme eher kurzfristige (und riskantere) Innovationsprojekte in neuen Unternehmen. (Die Auswirkungen auf die Wachstumsrate der Volkswirtschaft hängen von der relativen Produktivität der unterschiedlichen Projekte ab.)

Verwendet man diese Klassifikation, kann die Unterscheidung zwischen marktorientierten und bankorientierten Finanzsystemen folgendermaßen skizziert wer-

den: Das System hat vier Elementen mit binärer Ausprägung und besitzt maximale Komplexität. Darüber hinaus wird angenommen, dass genau zwei lokale Optima existieren: das bankorientierte System und das marktorientierte System.

Aus der Definition von Finanzsystemen auf Basis der Komplementarität von Systemen ergibt sich bereits eine wirtschaftspolitische Implikation: Änderungen, die von Akteuren betrieben werden, die (i) nur Einfluß auf die Ausprägung einzelner Elemente haben, oder (ii) denen der Überblick über das Gesamtsystem fehlt, oder (iii) nur kleine Änderungen veranlassen können, sind bei komplexen Systemen problematisch. Die verschiedenen Institutionen, Organisationen, Regeln, Normen und Konventionen des Finanzsystems bilden eine gewachsene Menge von Ordnungsmechanismen. Da die Effizienz einer Institution – gemessen in ökonomischen Kriterien – im Zusammenhang bewertet werden muß, sind in der Regel konzentrierte und zentral gelenkte Entscheidungen notwendig um die Effizienz zu verbessern. Weil (vorläufig) keine hierarchische Struktur der Elemente postuliert werden kann, ist es sinnvoll Finanzsysteme als evolvierende Komplexitäten zu betrachten, deren Aussehen in Zeit und Raum unterschiedlich, und durch spezifische ökonomische, politische und kulturelle Institutionen determiniert ist. Diese Institutionen müssen als »carriers of history« (David, 1994) betrachtet werden. Komplementarität und Pfadabhängigkeit sind eng verwandte Konzepte, die Komplementarität führt direkt zur Pfadabhängigkeit als dynamisches Attribut von komplexen Systemen: es gibt keinen direkten Weg von einem Optimum zu einem besseren Optimum gibt, ohne dass von einer lokalen Erhebung »heruntergestiegen« werden muß. Dies impliziert, dass es eine gewisse autonome Selektionsneigung bei der Wahl der einzelnen Mechanismen und Arrangements gibt, insbesondere wenn man berücksichtigt, dass viele der Ausprägungen nicht vorgegebene Regeln (Recht, formelle Konventionen), sondern von den Akteuren wählbar sind (diskrete Entscheidungen, informelle Konventionen, Verträge).

### **Die Relevanz der Unternehmensfinanzierung**

Die systemische Sichtweise behauptet, dass das System der Unternehmensfinanzierung komplementär zu den anderen Teilsystemen im Finanzsystem ist. Mayer (1988) und Corbett und Jenkinson (1997) behaupten dagegen, dass die Finanzierungsmuster von physischen Investition sehr viel mehr Gemeinsamkeiten als Unterschiede zwischen den Ländern aufweise und die Unterscheidung zwischen Markt- und Bankorientierten Finanzsystemen nicht haltbar sei. Diese Meinung hat sich mittlerweile in der Scientific Community durchgesetzt (vgl. Berglöf 1997).

Die Ergebnisse von Mayer, Corbett und Jenkinson

Die Ergebnisse von Mayer (1988) und Corbett und Jenkinson (1997) basieren auf einer »neuen« empirischen Methode die Frage zu beantworten, wie Investitionen von Unternehmen finanziert werden. Üblicherweise wurden dazu Bilanzdaten von Unternehmen (Bestandsdaten) herangezogen. Wie Mayer und Corbett und Jenkinson aber richtig bemerkten ist es korrekter Finanzierungsflüsse zu betrachten, da Investitionen selbst ebenfalls eine Flußgröße ist. Sie verwenden Flow-of-fund-Daten. Diese Daten haben gegenüber Bilanzdaten überdies den Vorteil, dass sie für Ländervergleiche zuverlässiger sind, sie sind weniger anfällig für länderspezifische Bilanzierungsvorschriften und werden auf vergleichbare Weise erfaßt.

Darüber hinaus umfassen diese Daten die gesamte Volkswirtschaft und sind damit umfassender als Bilanzdaten, die in der Regel nur für große Unternehmen verfügbar sind. Die Methode, die von Mayer vorgeschlagen wurde, beruht darauf, die Nettobeiträge der verschiedenen Finanzierungsquellen zur Finanzierung der Investitionen in einer bestimmten Zeitperiode festzustellen. Tabelle 1 zeigt einen Überblick über die Ergebnisse verschiedener Studien. Diese Ergebnisse drängen in der Tat die Vorstellung auf, dass es bei der Finanzierung von realen Investitionen von Unternehmen mehr Gemeinsames als Trennendes über Ländergrenzen hinweg gäbe. Eigenmittel spielen überall die wichtigste Rolle. Interessanterweise ist der Beitrag der Banken in Deutschland lange nicht so dominant, wie es seine Klassifikation als bankorientiertes System nahelegen würde.

**Tabelle 1:** Internationaler Vergleich von Nettofinanzierungsströmen, 1970-1994 (in % der physischen Investitionen)

	USA	UK	Japan	Deutschland
Interne Finanzierung	96.1	93.3	69.9	78.9
Bankfinanzierung	11.1	14.6	26.7	11.9
Bonds	15.4	4.2	4.0	-1.0
Aktien	-7.6	-4.6	3.5	0.1
Trade credit	-2.4	-0.9	-5.0	-1.2
Kapitaltransfers	-	1.7	-	8.7
Andere	-4.4	0.0	1.0	1.4
Residual	-8.3	-8.4	0.0	1.2-

Quelle: Corbett and Jenkinson (1997): 74.

### Die Ergebnisse von Hackethal und Schmidt

Hackethal und Schmidt (1999) kritisieren diese Ergebnisse, indem sie zeigen, dass die Methode für die Ergebnisse verantwortlich ist. Der kritische Punkt ist die implizite Annahme hinter der Nettomethode, dass die Finanzmittel einer Kategorie in erster Linie dazu verwendet würden um Verbindlichkeiten derselben Kategorie zurückzuzahlen und erst in einem zweiten Schritt dazu verwendet würden um Investitionen zu finanzieren. Dies impliziert, dass die Finanzierung von Investitionen nur eine sekundäre Verwendung für Fremdkapital ist. Damit ist klar, warum die Eigenfinanzierung über Rücklagen die dominante Form der Investitionsfinanzierung sein muß: (i) diese Kategorie kennt keinen äquivalenten »ersten« Verwendungszweck und (ii) weil Investitionen, die ursprünglich mit Fremdkapital finanziert wurden und wenn das Fremdkapital in der Periode zurückbezahlt wurde, der Eigenfinanzierung über Rücklagen zugerechnet wird. Dadurch verschleiert die Nettomethode institutionellen Unterschiede in der Fremdfinanzierung. Hackethal und Schmidt (1999) schlagen die Verwendung von Bruttofinanzströmen zur Identifikation von Finanzierungsmustern vor. Ihre Ergebnisse (Tabelle 2 und 3) zeigen, dass sich die Fremdkapitalfinanzierung von Unternehmen zwischen der USA sowie Japan und Deutschland erheblich unterscheidet.

**Tabelle 2:** internationaler Vergleich von Bruttofinanzierungsströmen, 1970-1994 (in % der physischen Investitionen)

	USA	Japan	Deutschland
Interne Finanzierung	89	70	88
Bankenfinanzierung	65	132	73
Bonds	49	14	7
Finanzintermediäre	25	-	9
Aktienfinanzierung	15	4	3

Anmerkungen: Nicht direkt vergleichbar mit Tabelle 2; Quelle: Hackethal and Schmidt (1999): 14.

**Tabelle 3:** Fremdfinanzierung im internationalen Vergleich, 1970-1994 (in % des Volumens der langfristigen externen Unternehmensfinanzierung)

	USA	Japan	Deutschland
Bankenfinanzierung	44	82	93
Nichtbankfinanzintermediäre	42	12	5
Haushalte	9	4	2
Ausland/Staat	4	2	1
<i>Davon in Wertpapierform</i>	45	12	13

Anmerkung: Nichtbankfinanzintermediäre sind z. B. Versicherungen, Investmentfonds.  
Quelle: Hackethal und Schmidt (1999):15

Hackethal und Schmidt (1999) haben gezeigt, dass die Finanzierungsmuster komplementär zu den anderen Elementen des Finanzsystems sind und damit auch die Vorstellung rehabilitiert, dass die Finanzierungsmuster ausschlaggebend für die Form der Unternehmenskontrolle sind.

## Die Konvergenz von Finanzsystemen

Die Diskussion um die Konvergenz von Finanzsystemen dreht sich um die Frage welcher Typus von Finanzsystemen der bessere sei. Während in den 80er Jahren vor allem das Deutsche und das Japanische Finanzsystem als vorbildlich galten, da sie scheinbar eine effektive Verschränkung der Logiken des Finanzsystems und nachhaltige Unternehmensstrategien ermöglichten (vgl. Porter 1992) erscheint heute vielen der Anglo-Amerikanische Typus als nachstrebenswertes Modell (z. B. Rajan und Zingales 2000, Holmström und Kaplan 2001). Dies beruht darauf, dass sich das marktorientierten Finanzsystem durch eine größere Flexibilität auszeichnet. Das marktorientierten Systems bietet Vorteile, wenn radikale strukturelle Veränderungen anstehen, die durch Regulationen/Deregulationen und radikalem technologischen Wandel ausgelöst werden und über Märkte gut medierbar sind. Bankorientierte Systeme mit ihrer korporatistischeren Struktur der Entscheidungsfindung sind sehr viel weniger darauf ausgerichtet einen schnellen Wandel in Unternehmensstrategien zu ermöglichen (vgl. Dosi 1990, Hackethal und Schmidt 2000). Diese Überlegungen legen nahe, dass die »Effizienz« eines Finanzsystems von der »Stabilität« der Umwelt abhängt. Das marktorientierte Finanzsystem scheint

effizienter zu sein, wenn die Umgebung radikalen Wandel ausgesetzt ist, während bankorientierte Finanzsysteme ihre Stärken vor allem in einer »statischen« Umgebung (Kontinuität in der technologischen Entwicklung, keine starken Änderungen in der Regulierung) zur Geltung bringen können.<sup>3</sup>

Wie bereits erwähnt ist eine grundlegende Veränderung eines gesamten Finanzsystems kein einfaches Unterfangen. Die Komplexität der Aufgabe legt nahe, dass sukzessive vorgegangen wird und zunächst einzelne Elemente verändert werden. Bei komplexen Systemen führt dies aber zu Inkonsistenzen und damit temporären Effizienzverlusten. Dadurch wird Druck erzeugt, zu einem konsistenten System zurückzukehren. Hierbei ist die Erwartungsbildung zentral. Für die Funktionsfähigkeit eines jeden Finanzsystems ist es wichtig, dass zumindest einige Erwartungen wechselseitig kompatibel sind, damit gefahrlos Verträge geschlossen werden können. Hackethal und Schmidt (2000) entwerfen zwei mögliche Szenarien der Systemdynamik: Das erste Szenario ist das Beharrungsszenario, in welchem stabilisierende Effekte dominieren und das System zur Ursprungsconstellation zurücktendiert. Der stabilisierende Effekt der Komplementarität und Pfadabhängigkeit impliziert, dass relativ ineffiziente Systeme solange bestehen bleiben, bis die gesellschaftlichen Kosten des Wechsels kleiner werden als kurzfristige Effizienzgewinne. Das zweite Szenario ist die »Systemkrise«, dabei werden die Inkonsistenzen im System so groß, dass die Stabilität von Verhaltensweisen unterminiert wird und Erwartungen nicht mehr kongruent sind. Die fundamentale Unsicherheit hebt die stabilisierenden Tendenzen auf. Hinsichtlich von Systemkrisen sind die beiden skizzierten Finanzsysteme nicht neutral: Die abgestimmte Struktur der Entscheidungsfindung in bankorientierte Systemen legt nahe, dass diese sehr viel mehr auf die Konsistenz und Stabilität der Erwartungen angewiesen sind als Finanzsysteme des anglo-amerikanischen Typus.

### **Shareholder Kapitalismus**

Transformationsprozesse, die mit Änderungen der Technologie beginnen, schlagen sich in Veränderungen der Organisation der Produktion, der Formen des Wettbewerbs und der Ausgestaltung unterstützender Institutionen (auch Elementen des Finanzsystems) nieder. Die Informationstechnologie hat zu einem radikalen strukturellen Wandel in der Organisation der Produktion (besonders auch im Finanzbereich) geführt. Über die De- und Re-Regulierung der Finanzmärkte und den Begriff des Shareholder-Values führte dies zu einer Rückbesinnung auf die grundlegenden Veränderungsmechanismen des Kapitalismus: Profitorientierung und Privateigentum. In den USA wurde damit die Macht der Manager über die Unternehmen gebrochen. Dieses Konzept wurde auch in andere Finanzsysteme exportiert, in denen die Privatisierungswelle liquide Aktienmärkte geschaffen hat, wo diese bisher ein Schattendasein geführt hatten. Sei es die aggregierte, wie auch die durchschnittliche Marktkapitalisierung haben im Zeitraum von 1990 bis 1999 erheblich zugenommen und damit auch die Rolle des Marktes im Finanzsystem gestärkt (vgl. Tabelle 4) und erste Transformationsprozesse in Gang gesetzt. Obwohl Aktienmärkte – außer in bestimmten Ausnahmesituationen – für die Unternehmensfinanzierung keine sonderlich wichtige Rolle spielen, sondern primär der intertemporalen Allokation von Liquidität dienen<sup>4</sup>, wirkt sich dies auf die Verteilung der Ersparnisse im Finanzsystem aus: je mehr Liquidität in den Markt gelenkt

wird, desto weniger Liquidität fließt anderen Finanzinstitutionen zu und die Märkte werden zu zentralen Instanzen des Unternehmensinteresses.

**Tabelle 4:** Aktienmarktwachstum, 1990-1999

	Wachstum der Anzahl notierter Unternehmen	Wachstum der durchschnittlichen Kapitalisierung notierter Unternehmen	Aktienmarktkapitalisierung zum BIP	
			1985	1999
US NYSE	48.3%	189.6%	57% (USA)	181.1% (USA)
US Nasdaq	24.6%	991.4%		
U.K.	17.8%	196.3%	77%	198.0%
Japan	16.3%	27.0%	91%	102.5%
Deutschland	90.3%	112.6%	29%	68.1%

Quelle: van der Elst (2000)

Das Auftreten von »neuen« Akteure – Pensionsfonds und Investmentfonds – verstärkt diese Tendenz. Pensions- und Investmentfonds halten mittlerweile große Anteile des Unternehmensbesitzes. Tabelle 5 gibt die Eigentumsstrukturen für vier Länder im Zeitraum zwischen 1990 und 1998 wieder, vor allem Pensionsfonds und Investmentfonds konnten ihre Anteile erhöhen. Diese Fonds aggregieren Ersparnisse von Anlegern und arbeiten renditeorientiert: Sie setzen Profitabilitätsnormen an Unternehmen und diese auf der Basis von kurzfristigen Renditeüberlegungen um, daher werden sie auch als »aktive« Investoren bezeichnet. Die aktive Rolle der Fonds in den USA ist aber nicht in erster Linie auf die Größe der Investition zurückzuführen, sondern vor allem auf Änderungen der Regulierung und Gesetzen (Pensionsfonds haben die rechtliche Pflicht eine aktive Rolle in der Unternehmenskontrolle zu spielen). Allerdings haben diese Änderungen nicht die gewünschten »kontrollierenden Shareholder« geschaffen, die institutionelle Neigung Liquidität über die Kontrolle zu stellen ist in den USA zu stark. Damit stehen sie immer noch im Gegensatz zur *relationship finance* in bankorientierten Systemen. Die Reform der Pensionssystem in Europa könnte den Konvergenztendenzen erheblichen Auftrieb geben, wenn Pensionssysteme die auf dem Umlageverfahren basieren in marktorientierte Pensionssysteme umgewandelt werden. Dies wird unzweifelhaft eine große Auswirkung auf die Ausgestaltung des Finanzsystems haben, mit all seinen Konsequenzen auf die Strategiebildung in Unternehmen, denn Pensionssysteme sind komplementär zu Finanzsystemen, da sie einen großen Anteil der (erzwungenen) Ersparnisse kanalisieren und in der Form von Pensionsfonds wichtig für die Unternehmenskontrolle sind.



**Tabelle 5:** Eigentumsstrukturen von börsennotierten Unternehmen

	USA		UK		Japan		Deutschland	
	1990	1998	1990	1997	1990	1999	1990	1998
<b>Non-financial sector</b>								
Individuen	50.8%	41.9%	20.3%	16.5%	20.5%	19.0%	16.9%	15.0%
Unternehmen	0.0%	0.0%	2.8%	1.2%	29.5%	24.6%	41.6%	30.5%
Staatssektor	0.0%	0.0%	2.0%	0.1%	0.2%	0.2%	3.6%	1.9%
<b>Financial Sector</b>								
Banken	5.4%	3.4%	0.7%	0.1%	23.2%	22.6%	10.3%	10.3%
Versicherungen	5.0%	6.0%	20.4%	23.5%	15.7%	14.1%	11.2%	13.7%
Pensionsfonds	24.2%	24.0%	31.6%	22.1%	0.9%	4.7%	-	-
Investmentfonds	7.1%	16.3%	7.7%	10.6%	3.7%	1.6%	4.3%	12.9%
Ausland	7.5%	8.4%	14.5%	25.9%	6.3%	13.2%	12.1%	15.7%

Quelle: van der Elst (2000)

Die enge Verschränkung von Finanzsystemen, Rechtssystemen und legislatischen Traditionen sowie die Anzahl der relevanten politischen Akteure und organisierten Interessen deutet darauf hin, dass Beharrungsneigungen in Finanzsystemen stark sind. Die Pfadabhängigkeit ist eine starke Kraft, welche die Form und Entwicklung von »neuen« Institutionen und Praktiken bestimmt. Dennoch sind heute überall Tendenzen einer grundlegenden Transformation der Finanzsysteme erkennbar, die auf eine »Systemkrise« hindeuten: In den USA wurde der Glass-Steagall-Act aufgehoben, der die Handlungsfreiheit der Banken beschränkte, in Deutschland kam es zur feindlichen Übernahme von Mannesmann durch Vodafone die völlig atypisch für das traditionelle deutsche System der Unternehmenskontrolle ist, und in Japan – das seit einiger Zeit in einer tiefen Wirtschaftskrise steckt, die von vielen als Krise des Finanzsystems interpretiert wird – gibt es eindeutige Anzeichen dafür, dass Keiretsus und das Hausbankensystem an Wichtigkeit verlieren. Die Re-Regulierungen und die Globalisierungstendenzen im Finanzbereich beeinträchtigen vor allem die Stabilität von bankorientierten Systemen. Die resultierenden Inkonsistenzen führen zu einem Anpassungsdruck ein »neues« kohärentes System zu finden. Allerdings wird dies – auf Grund der oben angeführten Gründe – nicht notwendigerweise zu einer schnellen Konvergenz der Finanzsysteme führen. Es werden jene Reformen kurzfristigen Erfolg haben – und darauf kommt es bei wirtschaftspolitischen Maßnahmen in erster Linie an – die systemkompatibel sind. Diese kurzfristigen Erfolge übersetzen sich in langfristige Wirkungen, was in letzter Konsequenz bedeutet, dass es in absehbarer Zeit weiterhin viele Kapitalismen mit in Detail unterschiedlich gelagerten Konflikten und Widersprüchen geben wird.

### Schlussbemerkungen

Wie sich in der Diskussion gezeigt hat bietet die systemische Sichtweise auf Finanzsysteme viele Vorteile, die andere Klassifikationen vermissen lassen, unter anderem weil sie auf ein präziseres theoretisches Fundament gebaut ist. Die Dis-

kussion um die Konvergenz von Finanzsystemen unter dem Einfluß des Shareholder-Kapitalismus kann dadurch auf rationalere Basis gestellt werden, insbesondere auch, weil sich Komplementarität in Verbindung mit einem gewissen, wenn auch nur schwachen »selection bias« gegen jeden naiven politischen Konstruktivismus der Form »Wir führen jetzt das optimale System ein, indem wir die besten Elemente zusammenwürfeln« sperrt. Dennoch öffnen sich viel mehr Fragen als Fragen beantwortet werden. Für ein wirklich operationalisierbares Konzept des Finanzsystems ist neben der mikroökonomischen und systemischen auch eine geldtheoretische Fundierung notwendig, besonders auf Basis der Theorie des monetären Kreislaufs. Eine derartige Fundierung könnte Licht auf die Hierarchie in die Komplementaritätsrelationen werfen, Finanzierungsmuster endgültig als grundlegende Determinante für das Aussehen von Finanzsystemen rehabilitieren sowie einen besseren Einblick auf Transformationstendenzen und -determinanten in Finanzsystemen leisten.

### Anmerkungen

- 1 Siehe Milgrom und Roberts (1990, 1995), sowie Kauffmann (1993) und Marengo et al. (1999).
- 2 Es gibt genügend empirische Untersuchungen die zeigen, dass die Kontrollmechanismen in beiden Fällen relativ schlecht arbeiten. Dies legt nahe, dass der in der Literatur oft beschworene Primat der Unternehmenskontrolle nicht der Weisheit letzter Schluß sein kann.
- 3 Allerdings ist eine allgemeine Einschätzung der Effizienz der unterschiedlichen Systeme erst dann möglich, wenn die gesamtwirtschaftliche Eigenheiten der Systeme auch berücksichtigt werden. Ein wohlbekannter Nachteil von marktbasierter Systemen ist ihre Anfälligkeit für spekulativen Blasen, dies bedeutet nichts anderes, dass marktbasierete Systeme relativ ineffizient gegenüber bank-basiereten Systemen hinsichtlich der intertemporalen Risikoteilung sind.
- 4 Die Aktien die an Börsen gehandelt werden sind Anteile an Unternehmen, die ihre Einkommen schaffenden Qualitäten bereits unter Beweis gestellt haben.

### Literatur

- Berlöf, E. (1997) A Note on the Typology of Financial Systems, in: Hopt K. und Wymeersch E. (eds) *Comparative Corporate Governance*, de Gruyter: Berlin.
- Berlöf E. (2000) Reforming corporate governance: redirecting the European agenda, in: Cohen S.S. und Boyd G. (eds) *Corporate Governance and Globalization*, Edward Elgar: Cheltenham.
- Corbett J. und Jenkinson J. (1997) How is Investment Financed?, *The Manchester School Supplement*: 69–93.
- David, P. (1994) Why are Institutions The »Carriers of History?«, *Structural Change and Economic Dynamics* 5: 205–220.
- Dosi G. (1990) Finance, Innovation and Industrial Change, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 13: 299–319.
- Franks J. und Mayer C. (1995) Ownership and Control, in: Siebert H. (ed) *Trends in Business Organisation: Do Participation and Cooperation increase Competitiveness?*, Mohr: Tübingen.
- Hackethal A. und Schmidt R.H. (1999) Financing Patterns: Measurement Concepts und Empirical Results, Working Paper in Finance and Accounting 33, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a. M.
- Hackethal A. und Schmidt R.H. (2000) Finanzsystem und Komplementarität, in: *Beihefte zu Kredit und Kapital* 15: *Finanzmärkte im Umbruch*: 53–102.

- Holmstrom B. and Kaplan, S.N. (2001) Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980s and 1990s, NBER Working Paper No. 8220.
- Kaufmann S.A. (1993) *The Origins of Order*, Oxford University Press: Oxford.
- Levine R. (1997) Financial development an economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- Mayer, C. (1988), New Issues in Corporate Finance, *European Economic Review*, 32: 1167-1188.
- Marengo L., Frenken K. und Valente M. (1999) Interdependencies, nearly-decomposability and adaptation«. In Brenner T. (ed.), *Computational Techniques for Modelling Learning in Economics*, Kluwer: Dordrecht.
- Milgrom P. und Roberts J. (1990) The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization, *American Economic Review*, 80: 511-528
- Milgrom P. und Roberts J. (1995) Complementarities and Fit: Strategy, Structure and Organizational Change in Manufacturing, *Journal of Accounting and Economics*, 19: 179-208.
- Porter M. (1992) Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, *Harvard Business Review*, September-October, 65-83.
- Rajan R.G. und Zingales L. (2000) The Governance of the New Enterprise, in X. Vives (ed.) *Corporate Governance: theoretical and empirical perspectives*, Cambridge University Press: Cambridge.
- Shleifer A. und Vishny R.W. (1997) A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Ryzbinski T. (1984) Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 5: 275-286.
- Van der Elst C. (2000) The equity markets, ownership structures and control: Towards an International Harmonisation?, Universiteit Gent, Financial Law Institute, Working Paper 2000-04.
- Zysman, J. (1983): *Governments, Markets and growth – financial systems and the politics of industrial change*, Cornell University Press.