

Beihefte zu / Supplements to

# KREDIT und KAPITAL

Heft 15

## Finanzmärkte im Umbruch

Herausgegeben und eingeleitet von  
Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzel  
und Hans-Helmut Kotz



Duncker & Humblot · Berlin

# **Finanzmärkte im Umbruch**

# **Beihefte zu Kredit und Kapital**

**Heft 15**

# Finanzmärkte im Umbruch

Herausgegeben und eingeleitet von

Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler  
und Hans-Helmut Kotz



Duncker & Humblot · Berlin



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Finanzmärkte im Umbruch** / Hrsg.: Hans-Hermann Francke . . . –  
Berlin : Duncker und Humblot, 2000  
(Beihefte zu Kredit und Kapital ; H. 15)  
ISBN 3-428-10320-3

Alle Rechte vorbehalten  
© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin  
Druck: Werner Hildebrand, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 0720-6801  
ISBN 3-428-10320-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☉

## **Inhalt**

Hans-Hermann Francke, Freiburg/Eberhart Ketzel, Bonn/Hans-Helmut Kotz, Hannover	
Einführung . . . . .	7
Introduction . . . . .	23

### **A. Neue Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte**

Hans-Helmut Kotz, Hannover/Hans-Hermann Francke, Freiburg	
Innovationen in der Finanzintermediation: Mikro- und Makroaspekte . . . . .	39
Andreas Hackethal/Reinhard H. Schmidt, Frankfurt	
Finanzsystem und Komplementarität . . . . .	53
Eirik Svindland, Berlin	
Elektronische Märkte für Finanzdienstleistungen . . . . .	103

### **B. Die Mikro-Folgen für Intermediäre und Unternehmen**

Hartmut Schmidt/André Küster Simić, Hamburg	
Zur Theorie der Geld-Brief-Spanne auf Anlegerauktionsmärkten: Der Ein- fluß der Orderbuchtransparenz auf die Abschlußunsicherheit . . . . .	137
Wolfgang Gerke/Stefan Arneth/Robert Bosch, Erlangen-Nürnberg	
The Market Maker Privilege in an Experimental Computerised Stock Mar- ket . . . . .	173
Henner Schierenbeck/Stefan Paul, Basel	
Die Re-Allokation von Risikokapital als strategische Herausforderung . . . . .	203
E. Philip Davis, London	
Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Land- scape . . . . .	229
Thomas Hartmann-Wendels, Köln	
Konsequenzen für die Unternehmensfinanzierung . . . . .	253

### **C. Die Makro-Folgen: Finanzarchitektur und Währungssystem**

George M. von Furstenberg, New York	
Globalization of Capital, Currency Consolidation, and Exchange Rate Systems .....	275
Wolfgang Filc, Trier	
Stabilität von Finanzmärkten und internationales Währungssystem .....	291
Lukas Menkhoff, Aachen	
Is the Size of the Financial Sector Excessive? A Long-Term Perspective ...	317
Agnès Bénassy-Quéré, Paris	
The Advent of the Euro: Does it Spell a Difference for the International Monetary System? .....	337

### **D. Politikimplikationen**

Otmar Issing, Frankfurt	
The Monetary Policy of the European Central Bank: Strategy and Implementation .....	353
Harald Nitsch, Freiburg	
The Rise in Virtual Payments: A Challenge for Monetary Control .....	389
Lorenzo Bini Smaghi/Daniel Gros, Rome and Brussels	
Financial Stability .....	419
<b>Verzeichnis der Autoren</b> .....	441

## **Einführung**

Von Hans-Hermann Francke, Eberhart Ketzler und  
Hans-Helmut Kotz

Zu den wesentlichen Veränderungen in den Umgebungsbedingungen des Finanzgewerbes in den letzten beiden Jahrzehnten zählen die Deregulierung und, vor allem, die erheblichen Fortschritte in der (Kommunikations-)Technologie sowie bei der praktischen Anwendung theoretischer Inventionen. Der gemeinsame Nenner dieser Entwicklungen ist es, daß die Substitutionslücken zwischen den Märkten immer mehr schwinden, und daß das Wahlhandlungsset der letztlichen Nutzer von Märkten bzw. Intermediäre zunimmt. Die vielfältigen (funktional äquivalenten) Formen der Bereitstellung von Finanzprodukten treten in einen immer engeren Wettbewerb.

Beim Finanzgewerbe handelt es sich – vereinfacht ausgedrückt – im Prinzip um Institutionen der Informationsverarbeitung. Mithin lösen Innovationen in der Verarbeitung, Kommunikation ebenso wie bei Deutung von Informationen Anpassungsbedarf bei den Finanzinstitutionen aus. Die Innovationen betreffen die Produktionsfunktion der Intermediäre, indem sie zu erheblich verringerten Transaktionskosten führen. Damit schrumpft die Lücke zur ihren funktionalen Substituten, den Märkten, an denen primäre Wertpapiere gehandelt werden, wohingegen Intermediäre ja sekundäre, daraus abgeleitete Forderungsrechte emittieren.

Märkte und Intermediäre dienen grundsätzlich der gleichen Funktion: Sie vermitteln zwischen Sparern und Investoren in Realkapital. Wären die Kapitalmärkte perfekt und vollständig, dann wären Finanzierungsformen und Institutionen irrelevant (Modigliani/Miller 1958). Es gäbe keine Vorlieben in bezug auf die unterschiedlichen Formen der unternehmerischen Finanzierung (*pecking order Metapher* von Myers und Majluf 1984). Wirkliche Märkte sind jedoch – das ist die Gurley-Shaw- bzw. Brainard-Tobin-Sicht – durch Transaktionskosten, Unteilbarkeiten, Friktionen, also nicht-konvexe Transaktionstechnologien gekennzeichnet. Banken werden von ihrer Umwelt nach Maßgabe der Kosteneffektivität der Dienstleistungen, die sie erbringen, eingeschätzt: dem Bündeln

und Diversifizieren von Risiken, der Bereitstellung von Transaktionsmechanismen und der Umwandlung von Ersparnissen in reale Investitionen (Tobin 1984). Genau hier ist der Ansatzpunkt, an dem der technologische Fortschritt ebenso wie die theoretischen Innovationen belangvoll werden: Sie setzen die überkommenen Institutionen dem Wettbewerb neuer Anbieter aus.

Einer zweiten (modernen) Sicht zufolge (Stiglitz/Weiss 1981, Diamond 1984, Fame 1985 etc.) sind Finanzbeziehungen durch ungleich verteilte Informationen ebenso wie einen post-kontraktualen Opportunismus (*moral hazard*) charakterisiert. Intermediäre erlauben es nun, die daraus erwachsenden Risiken kostengünstiger zu behandeln. Sie profitieren von Skalenvorteilen bei der Schaffung von Finanzbeziehungen (*screening*) ebenso wie beim Überwachen und Durchsetzen (*monitoring*) von finanziellen Ansprüchen (Hellwig 1991). Im Kern schaffen Banken nachhaltige Beziehungsgeflechte. In der Folge führen sie zu Einsparungen bei jenen Kosten, die in einem Kontext entstehen, in dem Schuldner eine genauere Kenntnis des Erwartungswertes (und der Streuung) der Cash-flows aus einem zu finanzierenden Projekt haben.

Aus dem Grunde ist es für neue Unternehmen nahezu unmöglich, sich Mittel direkt am Markt zu besorgen. Die Qualität der Krediteinschätzung wird einerseits wohl positiv vom mit der Zeit wachsenden Erfahrungsschatz beeinflusst. Zum anderen wird die Prüfung effizienter und kostengünstiger, je mehr Fälle bearbeitet werden. Das ist ein wichtiger Grund für den wechselseitigen Verpflichtungscharakter (*commitment*), der in der Beziehung zwischen Banken und Kunden eher festzustellen ist, (Okuns Begriff des „visible handshakes“) an Kunden- im Unterschied zu Auktionsmärkten (Okun 1981; Stiglitz, Weiss 1986).

Transaktionsgeprägte Aktivamärkte produzieren dagegen eher flüchtige Beziehungen. Es existieren erhebliche Trittbrettfahrerprobleme bei der Unternehmenskontrolle an anonymisierten Märkten. Das mag zu einer starken Kurzfristorientierung beitragen. Bankgeprägte Systeme verringern dagegen möglicherweise die Unsicherheit. In der Folge könnte es zu einer höheren Ausbringung und einem Mehr an Produktivität beitragen.

Die veränderten Umfeldbedingungen führen dem Effizienzprinzip zufolge dazu, daß neue finanzielle Arrangements attraktiv werden. Die grundsätzlich identischen Funktionen werden mithin von diversen Institutionen angeboten. Die Wertschöpfungskette wird modular, den Skalenvorteilen entsprechend zerlegt. Damit sind Folgen für die Anbieter von

Finanzprodukten verbunden; die Geldpolitik, deren Resonanzboden der Finanzmarkt ist, ist mit einem anderen Transmissionsmechanismus konfrontiert; die Regulierung, die das systemische Risiko beherrschen soll, steht vor neuen Aufgaben; und möglicherweise hat all dies auch realwirtschaftliche Folgen.

Aus diesen Überlegungen erwachsen wichtige Akzente für das Generalthema dieses Buches: So werden im *ersten Kapitel* zunächst wichtige Bestimmungsfaktoren und die daraus im Wettbewerb absehbar folgende neue Arbeitsteilung zwischen Märkten und Intermediären diskutiert, mit einem Schwerpunkt auf den funktionalen Substituten von Banken und der transaktionstechnisch bedingten neuen Rolle der Börsen. In einem *zweiten Kapitel* sollten die mikroökonomischen Implikate für die Beteiligten abgeleitet werden: Es geht dabei um neue Aufgaben für das Bankmanagement, um neue Organisationsformen für Wertpapierbörsen, die Strategie der Pensionsfonds und die Folgen für Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance. Das *dritte Kapitel* soll die makroökonomischen Konsequenzen etwa aus der Globalisierung der Kapitalmärkte auf die neue finanzielle Landschaft mit ihrer Betonung der derivativen Instrumente, auf eine mögliche Entkoppelung der finanziellen von der realen Sphäre und Kontrollprobleme der Geldpolitik infolge eines virtualisierten Zahlungsverkehrs aufzeigen. Schließlich werden im *vierten Kapitel* die Politikimplikationen veränderter monetärer Rahmenbedingungen auf die Stabilität der Währung und der Märkte – speziell in Euroland – behandelt, und zwar sowohl für die Geldpolitik als auch im Hinblick auf eine effiziente Finanzmarktregulierung.

Im folgenden werden die einzelnen Beiträge mit ihren wesentlichen Beiträgen zum Generalthema des Heftes kurz vorgestellt:

## I.

Im Beitrag „Innovationen in der Finanzintermediation: Mikro- und Makroaspekte“ untersuchen Hans-Hermann Francke und Hans-Helmut Kotz die sich global verändernden Rahmenbedingungen und Verhaltensweisen von Finanzintermediären. Finanzintermediäre handeln vor allem mit Informationen. Aufgrund regulatorischer, finanztheoretischer und technologischer Innovationen ist es bei der Informationsverarbeitung zu gravierenden Veränderungen gekommen. Diese haben Folgen für die komparativen Vorteile von Kreditinstituten bzw. Finanzmärkten bei der Vermittlung zwischen Sparern und Realkapitalinvestoren: Es zeichnet