

# GELD- UND WÄHRUNGSPOLITISCHE IMPLIKATIONEN DER FINANZMARKTLIBERALISIERUNG IN JAPAN

Beate RESZAT

Mitte der achtziger Jahre ist in Japan ein Prozeß der Liberalisierung der Finanzmärkte in Gang gekommen, der mit der jüngsten Zinsfreigabe und teilweisen Aufhebung des Trennbankensystems einen Höhepunkt erreicht hat. Dabei wird das Ergebnis der Reformen bislang durchaus nicht nur positiv gesehen. Es gibt ernstzunehmende Bedenken, die auf wachsende Marktrisiken und einen Verlust an geld- und währungspolitischen Kontroll- und Steuerungsmöglichkeiten verweisen. Die folgende Studie versucht, diese Bedenken nachzuzeichnen.

In Kapitel 1 wird dazu zunächst der Liberalisierungsprozeß im einzelnen beschrieben. Hier sind vor allem vier Arten von Maßnahmen zu unterscheiden. Zum einen beinhaltete die Liberalisierung in Japan eine zunehmende Freigabe von *Finanzinstrumenten*, sei es auf den Geld- und Wertpapiermärkten, sei es auf den Devisenmärkten oder in dem Handel mit Derivaten. Zum zweiten bestand sie in einer schrittweisen Aufhebung von *Preis- und Zinsbindungen* jeder Art. Drittens wurden *Zulassungsbeschränkungen für einzelne Marktsegmente* mehr und mehr gelockert. Das gilt beispielsweise für die Aufweichung der Trennung zwischen Bank- und Wertpapiergeschäft ebenso wie für den Abbau von Beschränkungen des internationalen Geld- und Kapitalverkehrs. Viertens schließlich sollte Liberalisierung auch eine Zurücknahme einzelner Ausprägungen der *informellen Verwaltungslenkung (gyōsei shidō)* umfassen, wie sie von dem Finanzministerium und der Bank von Japan ausgeübt wird, etwa im Geld- und Kreditwesen mit der *window guidance (madoguchi shidō)* oder an den Wertpapiermärkten im Zuge sogenannter *price keeping operations (PKOs)*.

Das zweite Kapitel beschäftigt sich mit den theoretischen Erklärungsansätzen, die für eine Regulierung von Märkten gegeben werden. *Politökonomische* Ansätze sehen Regulierung als Ergebnis von Konflikt oder unzureichender Kooperation auf freiwilliger Basis in dem Zusammenspiel von Wirtschaft und Politik – wobei in Japan der Bürokratie als dritter Gruppe von *Spielern* eine einflußreiche Rolle zukommt. Als *ökonomischer* Grund für Regulierung läßt sich Marktversagen anführen, womit gemeint ist, daß Angebot und Nachfrage allein nicht die bestmögliche Versorgung mit einem Gut bewirken. Marktversagen kann zum einen ein Abweichen des tatsächlichen Marktergebnisses von dem für den einzel-

nen optimalen bedeuten. So mag ein oligopolistischer Anbieter nach Absprache mit seinen Konkurrenten unter Umständen einen von den Kosten her gesehen ungerechtfertigt hohen Preis verlangen. Es kann aber auch heißen, daß das individuell und das gesellschaftlich Wünschenswerte nicht übereinstimmen und letzteres ohne staatliches Eingreifen nicht erreichbar wäre. Als Beispiel hierfür läßt sich die oft beschworene Vorstellung destabilisierender Spekulation anführen, die für den einzelnen vielleicht Gewinne verspricht, der Wirtschaft als Ganzem aber Schaden zufügt. Theorien der *Institutionen und Regime* schließlich zielen auf einen völlig anderen Aspekt ab. Sie betonen das Eigenleben, das einmal aufgestellte Regeln, Normen und Verhaltensweisen unter Umständen entwickeln und das ihr Fortbestehen auch dann sichert, wenn der ursprüngliche Grund für ihre Einrichtung längst fortgefallen ist. Hier wird die Vorstellung von einem nach westlichem Theorieverständnis rationalen *Homo Oeconomicus*, dessen Entscheidungen allein auf einem Vergleich direkter, jederzeit quantifizierbarer Kosten und bezifferbarem Nutzen beruhen, zugunsten alternativer Ansätze aufgegeben. Für Japan lassen sich Elemente aller drei Richtungen, wenn auch mit unterschiedlichem Gewicht, ausmachen.

Kapitel 3 analysiert die Auswirkungen der japanischen Finanzmarktliberalisierung im einzelnen und untersucht, welche Effekte nach der Theorie zu erwarten waren und welche davon tatsächlich eingetreten sind. Hierbei wird zum einen auf die Beziehung zwischen einer Zunahme des Wettbewerbs auf den Märkten und wachsenden Konfliktpotentialen in dem Dreieck von Wirtschaft, Bürokratie und Politik eingegangen. Ein zweiter Aspekt betrifft das Marktversagen, das, so steht zu erwarten, bei einer Abschwächung der Regulierung stärker hervortritt und in diesem Zusammenhang vor allem in einer erhöhten Instabilität von Preisen und Kursen und einem Anstieg der Markt- und Ausfallrisiken zum Ausdruck kommt. Drittens wird darauf eingegangen, welche Veränderungen in den Ausprägungen informeller Kooperation durch den Liberalisierungsprozeß in Gang gekommen sind. Viertens wird gezeigt, daß der Prozeß der weitgehenden formellen Deregulierung in bestimmten Bereichen bei gleichzeitiger Beibehaltung oder Verstärkung informeller Kooperations- und Konfliktbewältigungsmechanismen, wie er in Japan zu beobachten ist, durchaus Gefahren in sich birgt.

Den Abschluß bildet eine Bestandsaufnahme des Erreichten im Vergleich mit der Entwicklung weltweit. Dabei wird deutlich, daß der Trend allgemein zu einer Reregulierung geht, die, wenn auch unter anderen Vorzeichen, die Rahmenbedingungen für das System neu definiert. Japan ist hier jedoch kein Vorreiter, sondern schließt sich, so scheint es, eher halbherzig der von westlichen Staaten vorgegebenen Richtung an.

## 1. LIBERALISIERUNGSTENDENZEN IM JAPANISCHEN FINANZSYSTEM

Das heutige Finanzsystem in Japan geht in seinen Grundstrukturen auf die Zeit der Meiji-Restauration zurück (BAUM und HAYAKAWA 1994: 501–508). Als sich 1867 die Tokugawa-Herrschaft ihrem Ende zuneigte, war das Finanzwesen des Landes in einem katastrophalen Zustand: Gold-, Silber- und Kupfermünzen verschiedenster Gewichte und Reinheitsgrade konkurrierten mit Papiergeld, das von Städten, Dörfern, Tempeln und Schreinen herausgegeben wurde, sowie mit den Handelswechslern der Kaufleute. Falschgeld war an der Tagesordnung.<sup>1</sup>

Die neue Meiji-Regierung verstärkte zunächst die allgemeine Unsicherheit noch dadurch, daß sie nichtkonvertierbares Papiergeld zur Deckung ihrer Ausgaben in Umlauf brachte. Zu einer grundlegenden Veränderung kam es erst mit der Matsukata-Reform,<sup>2</sup> im Zuge derer 1882 die Bank von Japan gegründet wurde. Ihre ersten Maßnahmen bestanden darin, das nichtkonvertierbare Geld nach und nach einzuziehen und so allmählich die Voraussetzungen für die Ausgabe einer einheitlichen Währung zu schaffen (BANK OF JAPAN 1991: 22–23).

Im Gegensatz zu dem Geldwesen war das, was heutzutage unter den Begriff Finanzdienstleistungen fallen würde, im 19. Jahrhundert bereits vergleichsweise hoch entwickelt. Neben Geldwechslern und Handelsfinanziers gab es schon ein Kreditsystem, das der Finanzierung der Herrscherhäuser diente und dem in Europa zu jener Zeit durchaus vergleichbar war. Das Hauptfinanzzentrum des Landes war Ōsaka, wobei es dadurch, daß dort ein Silberstandard herrschte, während in Edo, der Landeshauptstadt, ein Goldstandard bestand, eine Zeitlang zu regen Austauschbeziehungen zwischen den beiden Zentren kam.

In den ersten Jahren der Öffnung zum Westen entwickelte sich sehr schnell eine Finanzstruktur, die in Teilen heute noch existiert. Ein Hauptmerkmal jener Struktur war schon in diesem frühen Stadium die strikte Trennung und Spezialisierung von Finanzdienstleistungen. Es gab Geschäftsbanken für die Finanzierung von Handel und Industrie, Sparkassen, die Einlagen von Kleinsparern sammelten und weiterleiteten, und Banken für langfristigen Kredit, die langfristig Mittel für staatliche und

<sup>1</sup> YAMAMURA (1967: 199) nennt in diesem Zusammenhang eine Zahl von 1.694 Arten von Fälschungen, die in den letzten Jahren vor der Meiji-Restauration in Umlauf gewesen sein sollen.

<sup>2</sup> Matsukata Masayoshi war anfänglich Berater der neuen Regierung, ab 1881 dann Finanzminister und später Ministerpräsident. Er war ein starker Befürworter eines mehrstufigen Bankensystems und gab, nachdem er sich ein Bild in verschiedenen Ländern Europas gemacht hatte, den Anstoß für die Errichtung der Bank von Japan nach belgischem Vorbild (PATRICK 1967: 252).

private Investitionen bereitstellten.<sup>3</sup> Ein weiteres, für die Zukunft bedeutendes Merkmal waren sogenannte Hauptbanken (*Main Banks*), um die herum sich die allmählich entstehenden großen Unternehmenskonglomerate (*zaibatsu*) organisierten. Diese Hauptbanken spielten zunächst eine untergeordnete Rolle, gewannen jedoch in den Nachfolgeorganisationen derartiger Gruppen, den *kigyō shūdan*,<sup>4</sup> nach dem Zweiten Weltkrieg eine herausragende Bedeutung (LEATHERS und RAINES 1994: 742–744).

Banken dominierten in der Nachkriegszeit das Finanzgeschehen. Ein Merkmal japanischer Unternehmen war und ist ihr hoher Fremdkapitalanteil (BAUM und HAYAKAWA 1994: 553–555), der erst seit den 80er Jahren leicht sinkt. Entsprechend unterentwickelt war lange Zeit der Aktienmarkt. Für die Dominanz der Banken werden vor allem zwei Gründe genannt (HAMADA und HORIUCHI 1987: 228–230). Zum einen ist da die breite Streuung und geringe Höhe der Beträge, die im Durchschnitt als Spareinlagen gehalten wurden. Zum anderen spielte die geringe Staatsverschuldung über viele Jahre eine Rolle. Ersteres führte dazu, daß Sparer vor allem nach sicheren und zugleich rasch verfügbaren Anlageformen suchten und wenig geneigt waren, Risiken, wie sie etwa auf den Aktienmärkten bestehen, einzugehen. Der zweite Aspekt bewirkte, daß es vergleichsweise wenig Staatsanleihen gab, die eine Alternative zu Spareinlagen geboten hätten, und sich hierfür bis in die 70er Jahre hinein kein Sekundärmarkt entwickeln konnte (SCHAEDE 1994: 341).

Gestützt wurde das System durch eine umfassende Regulierung aller Bereiche des Finanzwesens, die vollständig dem Ziel einer Kontrolle der Mittelallokation zum Zwecke der Wirtschaftsentwicklung untergeordnet war (BAUM und HAYAKAWA 1994: 501–505). 1947 wurde ein Gesetz zur Zinsregulierung verabschiedet, das bis in die 90er Jahre hinein die Grundlage für die staatliche Fixierung der Einlagenzinsen bildete. Hinzu kamen Regelungen zur Trennung von Kredit- und Wertpapiergeschäft und anderer Bereiche.<sup>5</sup> Vervollständigt wurde das Ganze durch eine Abschot-

<sup>3</sup> Daneben existierten weitere Spezialbanken für die Landwirtschaft und später auch für die japanischen Kolonien (PATRICK 1967: 267–272, EINZIG 1943: 106–113).

<sup>4</sup> Den Herausgebern dieses Bandes gebührt Dank für den Hinweis, daß an dieser Stelle der Begriff *kigyō shūdan* vielleicht treffender als der häufig, auch in der zitierten Literatur, verwendete *keiretsu* ist.

<sup>5</sup> WOHLMANNSTETTER (1991: 26–27) weist vor allem auf fünf Bereiche hin, die als systemtragend empfunden wurden: Die Trennung von kurz- und langfristiger Finanzierung, von Bank- und Treuhandgeschäft, von Bank- und Wertpapiergeschäft, von Wertpapier- und Versicherungsgeschäft sowie die Begrenzung regionaler Ausdehnung mit Hilfe gesetzlicher Niederlassungsbeschränkungen und durch „aufsichtsbehördliche Anleitung“.

tung gegenüber dem Ausland mit Hilfe von Devisen- und Kapitalverkehrsbeschränkungen (RESZAT 1995a: 5–7, TANAKA 1992, TATENO 1993: 454–461).

Anfang der siebziger Jahre sah sich das System einem wachsenden Druck ausgesetzt, der auf eine Liberalisierung der Märkte hinwirkte. Er beruhte im wesentlichen auf vier Faktoren: einem starken Anstieg der Staatsverschuldung, wachsenden Leistungsbilanzüberschüssen, die das Land zum Nettokapitalexporteur werden ließen, einer zunehmenden Zinselastizität in dem Finanzierungsverhalten japanischer Unternehmen, erstmals ausgelöst durch die hohe Inflation von 1973/74, und einem Druck von außen (*gaiatsu*) als Resultat der Spannungen in dem Verhältnis USA/Japan.<sup>6</sup>

Diese Faktoren setzten allerdings nur allmählich einen Prozeß der Lockerung in Gang. Die Fortschritte, die, wenn auch zögernd, erreicht wurden, breiteten sich jedoch mit den Jahren über alle Teile des japanischen Finanzwesens aus. Ohne die zahlreichen Maßnahmen, die im Laufe der Zeit ergriffen wurden, im einzelnen aufzuführen – eine detaillierte Zusammenstellung, die bis August 1992 reicht, findet sich bei TAKEDA und TURNER (1992: Anhang I) –, lassen sich vier Bereiche unterscheiden:

Der erste betrifft die Freigabe von Finanzinstrumenten. Sie begann auf dem Geld- und Kapitalmarkt als Reaktion auf die Entwicklung der *gensaki*, kurzfristiger Wertpapiergeschäfte mit Rückkaufgarantie, die es zwar bereits seit 1949 gab, die aber erst in den 70er Jahren einen sprunghaften Aufschwung nahmen. Diese ermöglichten Finanzinstituten die Beschaffung kurzfristigen Kapitals unter Umgehung des von der Bank von Japan strikt reglementierten Geldmarktes,<sup>7</sup> und ihre Zunahme löste eine Reihe von Liberalisierungsschritten aus, mit denen die Bank versuchte, einen Teil ihres verlorenen Einflusses wiederzugewinnen (HAMADA und HORIUCHI 1987: 255).

Der Anstieg der Staatsverschuldung, dessen Hauptursachen in den öffentlichen Ausgabenprogrammen als Reaktion auf die Ölkrise, hohen Sozialausgaben aus der Zeit des Wirtschaftsbooms in den 60er Jahren und niedrigen Steuereinnahmen in der Rezession der 70er Jahre zu suchen sind, schlug sich in der Entwicklung des Anleihemarktes nieder. Politischer Druck von außen, vor allem von US-amerikanischer Seite, gab wichtige Impulse für die Internationalisierung des japanischen Finanzsystems.

<sup>6</sup> Vgl. SHINKAI (1988: 251–254), TAKEDA und TURNER (1992: 12–14). TAKEDA und TURNER betonen die ersten beiden Aspekte.

<sup>7</sup> Die Bank von Japan kontrolliert den Interbankenmarkt über sechs Geldmarktbroker (*tanshi gaisha*), über die jeder Handel zu erfolgen hat. Siehe BAUM und HAYAKAWA (1994: 561–562), HAMADA und HORIUCHI (1987: 254–255).

So ermöglichte die Aufhebung der Devisenkontrollen japanischen Unternehmen die Finanzierung über die Euromärkte, was wiederum japanische Banken einem stärkeren Wettbewerb aussetzte und ihnen einen Anreiz gab, ihren Kunden zu folgen und ihre Auslandsaktivitäten auszuweiten. Gleichzeitig entwickelte sich der heimische Devisenmarkt mit hoher Geschwindigkeit zu dem mittlerweile drittgrößten der Welt. Eine besondere Rolle wird hierbei dem amerikanisch-japanischen Yen-Dollar-Komitee zugeschrieben, einem 1984 errichteten Gremium beider Staaten, das zur Entschärfung bilateraler Handelskonflikte eine Liste von Maßnahmen zur Öffnung des japanischen Finanzmarktes ausgearbeitet hatte. Ihm wird aber nicht nur Bedeutung für die Devisenmarktliberalisierung beigemessen, sondern auch für die Einführung von Finanz-Futures und anderen Innovationen (SCHAEDE 1994: 343–344).

Neben der Zulassung von Finanzinstrumenten spielte die Aufhebung von Preisbindungen jeder Art im Liberalisierungsprozeß eine entscheidende Rolle. Dazu zählt im Grundsatz der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973 ebenso wie die sukzessive Abschaffung von Zinsbindungen oder die Freigabe von Kommissionen und Gebühren für Wertpapiergeschäfte. Die Fortschritte, die hier erreicht wurden, sind unterschiedlich. Die Währungsrelationen werden weltweit seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und dem Übergang zu einem System des *managed float* nur noch hin und wieder von Zentralbankinterventionen beeinflusst,<sup>8</sup> und obwohl ab und an die Idee eines regionalen Zusammenschlusses zu einem Yen-Block asiatischer Staaten diskutiert wurde (IKENAGA 1994, KATSU 1994: 149–181, KWAN 1994), blieben derartige Überlegungen bislang ohne praktische Konsequenzen.<sup>9</sup>

Anders stellt sich die Situation bei den Kommissionen und Gebühren für Wertpapiergeschäfte dar. Hier hat eine Liberalisierung kaum stattgefunden, betrifft sie bisher doch nur Großaufträge ab einer bestimmten Höhe. Für die überwiegende Zahl der an japanischen Börsen getätigten Transaktionen werden die im internationalen Vergleich hohen Provisionen immer noch vom Finanzministerium festgelegt (BAUM und HAYAKAWA 1994: 576–577).

<sup>8</sup> Hierbei zeichnet sich die Bank von Japan allerdings unter allen Zentralbanken der großen Industriestaaten offenbar durch besondere Aktivität aus. Vgl. GOODHART und HESSE 1993, RESZAT 1994a: 250–252 sowie zu dem Erfolg derartiger Eingriffe in der Vergangenheit RESZAT 1994b: 23–28.

<sup>9</sup> Das bedeutet jedoch nicht, daß mit abnehmender Bedeutung des US-Dollars und zunehmendem Anteil des Yen an den Transaktionen weltweit nicht über den Strukturwandel in den internationalen Währungsbeziehungen und die Rolle der japanischen Politik hierbei nachgedacht wird. Vgl. als eines der jüngsten Beispiele SUSAKI (1995).

Besonders fortgeschritten ist die Zinsliberalisierung. Sie war ein sich über viele Jahre erstreckender Prozeß, der zunächst in den 80ern unter dem Motto stand, an der bestehenden Regulierungsstruktur festzuhalten und daneben „freie“ Instrumente neu zuzulassen (TAKEDA und TURNER 1992: 39). Erst allmählich kam es zu grundlegenden Reformen, die im Oktober 1994 mit der Freigabe der letzten noch regulierten Einlagenzinsen ihren vorläufigen Abschluß fanden.<sup>10</sup>

Den wohl langfristig tiefstgreifenden Wandel in den japanischen Finanzstrukturen dürfte der Abbau von Zulassungsbeschränkungen für einzelne Marktsegmente bedeuten, der seit einiger Zeit in Gang gekommen ist. Dazu zählt auf der einen Seite die Aufhebung internationaler Geld- und Kapitalverkehrsbeschränkungen, die bereits in den 70er Jahren ihren Anfang nahm (HORNE 1985: 223–225). Auch wenn hier weitreichende Fortschritte erzielt wurden, gibt es immer noch erhebliche Restriktionen, wie das Beispiel des Devisenhandels zeigt (FUKAO 1990). Zu erwähnen ist besonders, daß in dem japanischen Devisenmarkt nur autorisierte Devisenhandelsbanken und Devisenbroker zugelassen sind, eine Regelung, die vor allem die Wertpapierfirmen benachteiligt.<sup>11</sup>

Tiefgreifende Veränderungen bringt die allmähliche Aufhebung der Trennung von Bank- und Wertpapiergeschäft mit sich, die im April 1993 ihren Anfang nahm. Nahezu alle großen Geschäftsbanken haben beispielsweise in jüngster Zeit Tochtergesellschaften zur Betreibung von Wertpapiergeschäften gegründet. Auch wenn sich deren Aktivitäten bislang aufgrund verbleibender Beschränkungen auf das Anleihegeschäft konzentrieren, ist damit ein Prozeß eingeleitet, der auf lange Sicht eine Abkehr von dem Spezialbankensystem und eine Hinwendung zu dem Universalbankenkonzept beinhaltet (WOHLMANNSTETTER 1991: 210).

Liberalisierung bedeutet aber nicht nur die Aufhebung formaler Restriktionen des Finanzwesens, sondern im Grundsatz auch den allmählichen Verzicht auf informelle Verhaltensweisen, die das Marktgeschehen beeinflussen und sein Ergebnis in für Außenstehende nicht nachvollziehbarer Weise verzerren. Das Stichwort hierzu lautet *informelle Verwaltungslenkung* (*gyōsei shidō*). Sowohl das Finanzministerium als auch die Bank

<sup>10</sup> Vorläufig deshalb, weil auch nach den jüngsten Maßnahmen die Verzinsung von Postkonten über der von Bankkonten gehalten wird, was auf zum Teil heftige Kritik stößt. Daher steht zu erwarten, daß auf lange Sicht auch diese Bastion der Liberalisierungsgegner fallen wird. Siehe zu den Details beispielsweise BOSSE 1994: 250–251.

<sup>11</sup> Deren Nachteile dürften allerdings mit der im folgenden diskutierten teilweisen Aufhebung der Trennung von Bank- und Wertpapiergeschäft mit der Zeit schwinden.

von Japan haben in der Vergangenheit oft darauf zurückgegriffen. Zwei Begriffe stehen in besonderer Weise für diese Art der Einflußnahme:

Da sind zum einen die sogenannten *price keeping operations* (PKOs), mit denen das Finanzministerium von Zeit zu Zeit versucht, auf die Kursbildung am Aktienmarkt Einfluß zu nehmen. Dies geschieht zumeist durch mehr oder weniger unverhüllte Aufforderungen an die Marktteilnehmer, bestimmte Transaktionen vorzunehmen oder zu unterlassen (TABB 1995: 219–220). Diese Art der Einflußnahme wird seit einiger Zeit dadurch verstärkt, daß das Ministerium zusätzlich mit Mitteln der öffentlichen Postsparkasse und ihrer Lebensversicherung selbst am Markt auftritt (BECKER 1994: 290–291). Dies steht in deutlichem Widerspruch zu allen Liberalisierungsbekundungen.

Der zweite Bereich betrifft die sogenannte *window guidance* (*madoguchi shidō*), mit der die Bank von Japan viele Jahre lang eine strikte Kontrolle über die Kreditvergabe der Banken ausgeübt hat. Das geschah mit Hilfe von Empfehlungen, die *de facto* als Anweisungen zu verstehen waren (BAUM und HAYAKAWA 1994: 536). Seit 1982 ist die Kontrolle offiziell gelockert, seit 1991 verzichtet die Bank von Japan formal auf jede Art von Kreditausweitungsgrenzen. Dennoch werden Kreditbeschränkungen informell unverändert angewandt (KOHRA 1993: 286, NAKAO und HORII 1991: 23). So ist letzten Endes auch hier von einer Liberalisierung wenig zu spüren.

Insgesamt ergibt sich also ein zwiespältiger Eindruck. Auf der einen Seite hat in den letzten Jahren in einzelnen Bereichen ein deutlicher Abbau von Beschränkungen stattgefunden, andere wurden dagegen bislang kaum angetastet. Gerade internationale Erwartungen erweisen sich in dieser Hinsicht häufig als übersteigert. Während beispielsweise in US-amerikanisch-japanischen Verhandlungen die westliche Seite oftmals eine radikale Umwälzung der Verhältnisse im Sinn hat, wenn sie von Liberalisierung spricht, gehen die japanischen Gesprächspartner in der Regel eher von einem graduellen Ansatz und schrittweiser Lockerung aus.<sup>12</sup>

Vieles von dem, was an alten Strukturen im Finanzwesen Japans noch existiert, wird in den kommenden Jahren schwinden. Dazu zählt beispielsweise das System der Spezialisierung für die meisten Finanzdienstleistungen. Anderes wird vermutlich bleiben, wie die noch bestehenden Beschränkungen im Devisenhandel. Zu den Faktoren, die bleiben werden, gehört auch das Phänomen der Hauptbank, das allerdings in einem ver-

<sup>12</sup> Darauf deutet beispielsweise auch der Umstand hin, daß die japanische Seite, wenn sie von Liberalisierung spricht, im allgemeinen den Begriff *kisei kanwa* (Lockerung der Beschränkungen) und nicht *kisei teppai* (Beseitigung der Beschränkungen) verwendet. Siehe auch FUKUSHIMA (1995: 48).

änderten Umfeld unter wachsendem Druck des Wettbewerbs einem Wandel unterworfen sein wird (LEATHERS und RAINES 1994: 750).<sup>13</sup> Die Rolle der Hauptbanken erfährt zur Zeit in der Finanzkrise, die Japans Wirtschaft seit dem Zusammenbruch der Spekulation der 80er Jahre bedroht, eine zusätzliche Bedeutung. Sie wird gestärkt durch die Haltung der Aufsichtsbehörden, die den Hauptteil der Anpassungslast und Verantwortung in der Bewältigung der Krise den privaten Banken zuweisen (*Nihon Keizai Shinbun* 7.6.1995: 13). Während der zunehmende Wettbewerbsdruck für sich genommen geeignet ist, den Einfluß der Hauptbanken tendenziell zurückzudrängen, erhöht die ihnen von offizieller Seite zugedachte Rolle als *Retter in der Not* eher noch ihr Gewicht, so daß ihre Position als solche noch lange Zeit bestehen bleiben dürfte.

Bleiben wird auch die informelle Einflußnahme offizieller Entscheidungsträger. Sie dürfte sich, wie die Reaktionen in der Bankenkrise gezeigt haben, ebenfalls eher noch verstärken. Gerade die Krise hat aber auch die Frage aufgeworfen, ob es mit der Deregulierung nicht schon zu weit getrieben worden sei, ob nicht die jetzt beobachtbare Schwäche der Banken und die Instabilität der Märkte Auswüchse eines immer weniger kontrollierten und kontrollierbaren Systems seien und es nicht langsam an der Zeit sei, die Zügel wieder anzuziehen. Das lenkt das Augenmerk auf die Gründe, mit denen Regulierung allgemein gerechtfertigt wird.

## 2. ERKLÄRUNGSANSÄTZE ZUR REGULIERUNG

Regulierung läßt sich ganz generell als das Ergebnis des Zusammenspiels von öffentlichem und privatem Sektor in einer Volkswirtschaft verstehen. Dieses Zusammenspiel kann Konflikt und Kooperation beinhalten (FREY und KIRCHGÄSSNER 1994: 39). Das wohl bekannteste Konzept in der politischen Ökonomie zur Beschreibung einer solchen Konstellation ist das Gefangenendilemma (AXELROD 1984, RESZAT 1990). In diesem spieltheoretischen Ansatz stehen sich zwei Parteien gegenüber, die in einer gegebenen Situation durch Konsens einen hohen Nutzen erreichen können, wobei allerdings jede von ihnen einen Anreiz hat, die andere zu täuschen, sobald sie nur darauf vertraut, daß die Gegenseite es ihr nicht gleichtut. Versuchen beide, damit durchzukommen, stellt sich für sie die ungünstigste

---

<sup>13</sup> MORI (1994) stellt einen Zusammenhang zwischen den Hauptbanken Japans und jüngst in der Wirtschaftstheorie diskutierten Aspekten wie *Corporate Finance*, *Moral Hazard* und *Agency Costs* her und diskutiert, welche Bedeutung den Instituten unter diesen Aspekten auf liberalisierten Märkten zukommt.

Situation ein und ihr Nutzen ist denkbar gering. Das Ergebnis dieses Spiels ist eben diese nicht-kooperative Lösung, die beide schlechtstellt.<sup>14</sup>

Auf die Finanzmarktregulierung in Japan angewandt, würden die beiden Parteien, die sich hier gegenüberstehen, der Bankensektor auf der einen und das Finanzministerium und die Bank von Japan auf der anderen Seite sein (HORNE 1985: 16–20). Im Kooperationsfall bestünde Konsens über die Notwendigkeit eines bestimmten Verhaltens, und Regulierung erschiene nicht notwendig. Im Konfliktfall wäre keine Übereinstimmung vorhanden, aber die offiziellen Entscheidungsträger hätten auch nicht genügend Einfluß, um in einem freien Markt das von ihnen gewünschte Ergebnis *von oben* durchzusetzen, ebensowenig wie die Banken stark genug wären, ungehindert ihre Vorstellungen zu verfolgen.

Japan wird oftmals als das Modell einer auf Konsens beruhenden Gemeinschaft betrachtet, das den konfliktträchtigen Gesellschaften westlicher Industrieländer gegenübergestellt wird. Wie sich zeigen läßt (HORNE 1985), trifft diese Vorstellung auf das Verhältnis zwischen Politik und Bankensektor so nicht zu. Gerade in den Bereichen, die der Regulierung unterliegen, ist Konflikt in diesem Land keine Seltenheit, wobei der Grad der Kompromißbereitschaft und Kooperation im Zeitablauf mit sich wandelnden wirtschaftlichen Konstellationen auch Veränderungen unterworfen ist. Regulierung würde demnach, hier wie überall, der Durchsetzung genereller Prinzipien zum Nutzen aller auch im Falle des Dissens dienen. Dabei stellt sich allerdings die Frage, wie die informelle Verwaltungslenkung in das zuvor beschriebene Szenario einzuordnen wäre, mischen sich dort doch regulierende Elemente mit Merkmalen einer offenen Verhandlungssituation. Dieser Konstellation wird das Konstrukt des Gefangenendilemmas nicht gerecht.

Das führt zu einem zweiten, eher landesspezifischen Aspekt. In Japan findet das Zusammenspiel in dem beschriebenen Sinne im wesentlichen nicht zwischen zwei, sondern mindestens drei Gruppen statt, wobei Bürokraten deutlicher als in manchen anderen Ländern neben politischen Vorgaben Eigeninteressen verfolgen<sup>15</sup> und sich Bürokratie und Politik in ihrer Interaktion mit den Banken auch wechselseitig beeinflussen (HORNE 1985: 15–16). Auch das verändert den Charakter des *Spiels*.

---

<sup>14</sup> Diese auf den ersten Blick verblüffende Lösung hängt von bestimmten Annahmen wie vollständiger Information, einmaliger Handlung und gleichzeitiger Entscheidung ab. Vgl. zu den Einzelheiten auch RESZAT (1986).

<sup>15</sup> Einen Eindruck von den Unterschieden in dem Zusammenspiel zwischen Politik, Wirtschaft und Bürokratie in großen Industrieländern allgemein, aber auch von den Gemeinsamkeiten anderer mit dem japanischen System, vermitteln BAILEY, HARTE und SUGDEN (1994).

Die hier skizzierten politökonomischen Ansätze von Konflikt und Kooperation beschreiben, wenn auch vielleicht unvollständig, wodurch das Verhältnis von Aufsichtsorganen zu Regulierten bestimmt ist, sie sagen jedoch nichts darüber aus, warum es überhaupt zu Regulierung kommt und in welchen Punkten konkret kein Konsens zu erzielen ist. Ökonomische Ansätze der Regulierung betonen in diesem Zusammenhang das Argument des Marktversagens und verweisen auf die spezielle Funktion der Banken im Wirtschaftsprozeß und ihre daraus resultierende Sonderstellung (RESZAT 1988). Marktversagen hat einen Allokations- und einen Stabilitätsaspekt. Auf der einen Seite mag ohne staatliches Eingreifen die Kreditversorgung der Wirtschaft als Ganzes oder einzelner Bereiche nicht gesichert sein, wenn der Markt dafür – sei es, daß die Risiken zu groß oder die Erträge zu gering sind – nicht genügend Anreize bietet. Auf der anderen Seite kann ruinöser Wettbewerb, der von dem Zusammenbruch einzelner Institute begleitet wird, eine Bankenkrise auslösen, die die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und damit den Wirtschaftsprozeß selbst empfindlich beeinträchtigt.

Zu ruinösem Wettbewerb kann es kommen, wenn Banken ihre Ertrags- und Liquiditätslage ungerechtfertigt positiv einschätzen, unangemessene Risiken eingehen und dabei günstigere Konditionen bieten als ihre Konkurrenten. Der Kunde hat von außen im Regelfall keine Möglichkeit, die Situation zu erkennen und richtig einzuschätzen, und da Leistung und Gegenleistung im Bankgeschäft zeitlich auseinanderfallen, bemerkt er seinen Irrtum unter Umständen erst, wenn das Institut nicht mehr zahlungsfähig ist. Zu einer solideren Bank zu wechseln, kann dann schon nicht mehr möglich sein, weil jene vielleicht im Zuge des Wettbewerbs bereits aus dem Markt gedrängt wurde.

Ruinöser Wettbewerb ist an und für sich noch keine Rechtfertigung für staatliche Regulierung, läßt sich die Situation doch als ein im Grundsatz durchaus erwünschter Lern- und Suchprozeß interpretieren, wobei zu hoffen ist, daß sich auf Dauer die solideren Banken am Markt behaupten. Staatliches Eingreifen erscheint aus ökonomischer Sicht eigentlich erst erwünscht, wenn die Informationsdefizite einer Marktseite auf Dauer bestehen. Doch selbst dann sind Maßnahmen zur Verbesserung der Markttransparenz einer Regulierung im allgemeinen vorzuziehen, erreichen sie doch, so steht zu erwarten, das gewünschte Ergebnis ohne die allokativen Verzerrungen, die staatliches Eingreifen aller Erfahrung nach mit sich bringt.

Die Parallele zu der aktuellen Bankenkrise in Japan drängt sich auf. Banken, die durch staatliche Regelungen in geschützten Bereichen und einem durch geringe Transparenz charakterisierten Umfeld operiert haben, sind im Zuge einer Spekulationswelle ungerechtfertigt hohe Risiken eingegan-

gen, ohne daß die Öffentlichkeit dessen gewahr wurde. Nachdem die Spekulation geplatzt ist, stehen sie vor einem Berg notleidender Kredite, und die Einleger, die immer noch nicht mehr Informationen erhalten, können die *guten* nicht von den *schlechten* Instituten trennen. Ihnen bleibt nur die Hoffnung, daß der Staat rechtzeitig stützend eingreift und einen Ausweg aus der Krise findet und, solange die Markttransparenz nicht zunimmt, geeignete Regulierungsmaßnahmen ergreift, die eine Wiederholung der Entwicklung verhindern. Auch hier gilt, daß eine Erhöhung der Markttransparenz viel zu einer Lösung der Probleme beitragen könnte.

Ökonomische Gründe mögen aber nicht unbedingt in jedem Fall ausschlaggebend sein. Eine gänzlich andere Erklärung für das Vorhandensein von Regulierung bieten Theorien der Institutionen und Regime. Ein Regime ist allgemein definiert als ein Konstrukt aus Prinzipien, Normen, Regeln und Verhaltensweisen, die das Miteinander und Gegeneinander von Akteuren in Politik und Wirtschaft bestimmen. Der Begriff der Institution ist dagegen enger gefaßt. Sie wird vor allem als ein Werk von Regeln und Durchführungsvorschriften gesehen. Die Grenzen zwischen beiden verschwimmen allerdings, sobald, wie es nicht selten geschieht, bereits jede Art von Regelmäßigkeit in dem sozialen Verhalten sowie moralische Prinzipien als Merkmale von Institutionen verstanden werden, formelle und informelle Faktoren gleichermaßen dafür stehen und sogar persönliche Haltungen wie Freundschaft und Loyalität dazugezählt werden (MYHRMAN 1989: 50).

Die Theorie besagt, daß Akteure an einem Regime unter Umständen auch dann festhalten, wenn sich die Verhältnisse ändern und der eigentliche Grund für seine Errichtung vielleicht längst nicht mehr besteht. Prinzipien und Normen, die nicht unmittelbar in Zusammenhang mit seiner eigentlichen Bestimmung stehen, sondern sich etwa aus gewachsenen gesellschaftlichen Strukturen herleiten, mögen dabei ebenso eine Rolle spielen wie Gewohnheiten und Konventionen.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Einem anonymen Referee verdanke ich den Hinweis, daß das Festhalten an Institutionen, auch wenn der Grund für deren Einrichtung längst fortgefallen ist, nicht in jedem Fall in Widerspruch zu der Rationalitätsannahme stehen muß. Verwiesen wird hier auf die Möglichkeit einer *lock-in* Position, wofür als Beispiel die Beibehaltung der QWERTY-Schreibmaschinentastatur angeführt wird. Jene gilt in der Literatur zur Spieltheorie auch als Standardfall eines klassischen Koordinierungsproblems, dessen Lösung unter reinen Nutzen-/Kostenaspekten immer ein Rätsel bleiben wird. Siehe zu einer Erörterung dieses Phänomens RASMUSEN (1990: 40). Eine anregende Diskussion der Rolle gesellschaftlicher Normen und Konventionen in der Ökonomie allgemein findet sich beispielsweise bei ELSTER (1989) und SUGDEN (1989).

Auch hier drängt sich ein Vergleich mit den Verhältnissen in Japan auf. Die Finanzmarktregulierung mit ihrer klaren Aufgabentrennung wurde ursprünglich für die verschiedenen Bereiche einer Wirtschaft im Aufbau konzipiert. Mit ihrem vielfältigen, von außen kaum zu durchschauenden Zusammenspiel von Banken, Bürokratie und Politik stellt sie mittlerweile ein gewachsenes Konstrukt dar, das sich in einem führenden Industrieland des späten zwanzigsten Jahrhunderts mit einem der größten Finanzmärkte der Welt und der dritt wichtigsten Währung eigentlich überlebt hat.

Das Verdienst der Theorie der Regime besteht unter anderem darin, daß sie die Aufmerksamkeit der Ökonomen auf die Rolle von Normen und Konventionen im Wirtschaftsprozeß und in der Wirtschaftspolitik gelenkt hat. Das Besondere an diesem Aspekt ist, daß er ein gänzlich anderes Bild von den Akteuren vermittelt als die traditionelle neoklassische Theorie. Statt eines von individueller Rationalität geleiteten, nutzenmaximierenden *Homo Oeconomicus* ist hier ein den Spielregeln der Gemeinschaft unterworfenener und von ihr geprägter *Homo Sociologicus* beschrieben. Während ersterer sich in seinem Verhalten grundsätzlich von den Aussichten auf den zukünftigen Ertrag seines Handelns leiten läßt und, immer auf der Suche nach Verbesserungen, den Erfordernissen einer sich ständig wandelnden Umwelt anpaßt, reagiert letzterer träge auf diese Umwelt und begreift Veränderungen, wenn überhaupt, nur langsam. Ersterer ist im Extremfall ein unabhängiges, *asoziales* Wesen, letzterer dagegen mehr oder weniger ein gedankenloser Spielball gesellschaftlicher Kräfte.

Die Versuchung mag groß sein, hieraus ein *westliches* und ein *östliches* Muster abzuleiten, in dem eine individualistisch ausgerichtete Gesellschaft, in der sich der einzelne gegen alle anderen behaupten muß, einer dem Gruppendenken verhafteten, auf Harmonie bedachten gegenübersteht. Zu bedenken ist jedoch, daß diese Ansätze in erster Linie in westlichen Gesellschaften und für ebendiese entwickelt wurden, wobei davon ausgegangen wurde, daß sich beide Verhaltensweisen mehr oder weniger ausgeprägt, mit je nach Ansatz mehr oder weniger großem relativen Gewicht im Wirtschaftsleben, nebeneinander finden. Nicht anders ist es im Falle Japans.

Daran, daß das Zusammenspiel von Politik und Wirtschaft im Bereich der Finanzmarktregulierung in Japan von Normen und Konventionen mit bestimmt wird, kann kein Zweifel bestehen. Während der Jahre des hohen Wirtschaftswachstums haben die verschiedenen Sektoren, die errichtet worden waren, um eine bessere Kontrolle über die Finanzmittelallokation zu erreichen, weite Interessensphären aufgebaut, zwischen denen die Geldpolitik später im Zuge der Liberalisierung einen Ausgleich finden mußte (HAMADA und HORIUCHI 1987: 235–236). Gewachsene Wettbe-

werbsbeschränkungen ergeben sich aber nicht nur aus politisch vorgegebenen Strukturen, sondern beispielsweise auch aus den *keiretsu*-Beziehungen innerhalb der Wirtschaft, in denen Gruppenloyalität und die Etablierung langfristiger Verbindungen oft vor kurzfristigen Ertragserwägungen rangieren.<sup>17</sup> Die Finanzmarktliberalisierung kommt nicht umhin, diesen Konstellationen ebenfalls Rechnung zu tragen.<sup>18</sup>

### 3. GELD- UND WÄHRUNGSPOLITIK IM LIBERALISIERUNGSPROZESS

Wenn es darum geht, die Ursachen für eine Regulierung des japanischen Finanzsystems zu erklären, können somit verschiedene Elemente der hier vorgestellten Theorieansätze zum Verständnis beitragen. Auf der einen Seite kann der Regulierungsprozeß in Japan als das Ergebnis des Zusammenspiels verschiedener Gruppen von Akteuren aus Politik, Bürokratie und Wirtschaft interpretiert werden, in dem keine der Parteien stark genug ist, die eigenen Interessen durchzusetzen, sich andersherum aber auch kein Konsens finden läßt. Das ist, grob gesagt, die Botschaft des Gefangenendilemmas. Auf der anderen Seite spielen gewachsene Strukturen, Normen und Konventionen eine nicht unerhebliche Rolle dafür, wie sich das Zusammenspiel zwischen den Gruppen konkret gestaltet.

Was die ökonomische Begründung für eine Regulierung der Finanzmärkte in Japan betrifft, so hat sich hier im Laufe der Jahre eine Verschiebung ergeben. Während in der Zeit des Aufbaus nach dem Zweiten Weltkrieg und in der Phase hohen Wirtschaftswachstums der Allokationsaspekt im Vordergrund stand und es vor allem darum ging, mit Hilfe staatlicher Lenkung Kredite in ausgewählte Wirtschaftszweige zu leiten, drängt in den letzten Jahren zunehmend der Stabilitätsaspekt in den Vor-

---

<sup>17</sup> Auch derartige Beziehungen müssen nicht in jedem Fall der Rationalitätsannahme der klassischen ökonomischen Theorie zuwiderlaufen, wenn etwa niedrigeren Erträgen ein entsprechend geringeres Geschäftsrisiko aus diesen Verbindungen gegenübersteht. Allerdings kommt es hierfür auf den Zeithorizont der Akteure und die Gefahren, die mit den zu erwartenden Entwicklungen verbunden sein mögen, an. Wie die jüngste Bankenkrise zeigt, können die Kosten, die aus einer Übernahme von Verantwortung für notleidende Unternehmen innerhalb eines Verbundes entstehen, sehr hoch werden, so daß sich die Frage stellt, ob hier wirklich noch reine Nutzen-/Kostenerwägungen für die Aufrechterhaltung der Beziehungen entscheidungsbestimmend sind.

<sup>18</sup> So weisen LEATHERS und RAINES (1994: 749) beispielsweise darauf hin, daß Regierung und Bürokratie in Japan selbst nach erfolgter Liberalisierung Gruppenaktivitäten sehr viel weniger ablehnend gegenüberstehen dürften, als das in anderen Ländern der Fall ist.

dergrund. Bankenkrise, Yen-Aufwertung (*endaka*), sinkende Aktienkurse (*kabuyasu*) und der Schatten internationaler Ereignisse wie Barings und Orange County<sup>19</sup> werfen in Japan die Frage nach den Grenzen der Liberalisierung auf.

Ziel einer Deregulierung ist generell eine Erhöhung des Wettbewerbs und damit der Effizienz der Märkte in der Erfüllung ihrer Allokations- und Preisfindungsfunktion. Das ist in Japan mit den beschriebenen Entwicklungen sicherlich im Ansatz erreicht worden. Wie die Theorie zeigt, kann damit aber auch des Guten zuviel geschehen. Zunehmender Wettbewerb kann wachsende Konfliktpotentiale mit sich bringen, Banken können sich in ruinöser Weise unterbieten, und es besteht die Gefahr, daß Instabilitäten, Markt- und Ausfallrisiken zunehmen und Aufsichtsbehörden und Träger der Geldpolitik immer weniger Kontrolle über das Geschehen haben.

Die Konfliktpotentiale haben im Zuge der japanischen Finanzmarktliberalisierung vor allem in zwei Bereichen zugenommen. Zum einen ist davon das Verhältnis zwischen Banken und Wertpapierfirmen betroffen. Solange die Trennung zwischen beiden im Grundsatz noch besteht und jede Weiterung nur auf dem Wege eines konsensbildenden Verhandlungsprozesses aller Beteiligten zustande kommen kann, befinden sich die beiden Gruppen in einer Sackgasse. Jedes Zugeständnis der einen stellt sie schlechter gegenüber der anderen, was sie zu vermeiden sucht (TAKEDA und TURNER 1992: 32–33). Die Aufsichtsbehörden versuchen mit jedem Liberalisierungsschritt, in einer Art *Tit-For-Tat*-Strategie beiden Seiten gerecht zu werden und die Begünstigungen, die sie einer Gruppe gewähren, durch kompensierende Regelungen an anderer Stelle wieder auszugleichen. Das erklärt, warum Fortschritte nur so zögernd und in so vielen kleinen Stufen erreicht werden.

Wachsende Konfliktpotentiale gibt es aber auch in dem Verhältnis von Aufsichtsbehörden zu privatem Sektor. Eine zunehmende Liberalisierung schwächt beispielsweise die Möglichkeiten der Bürokratie, im Zuge informeller Verwaltungslenkung Einfluß auszuüben. Dies wird manchmal als Argument gegen die Zulassung ausländischer Unternehmen, die behördlichem Druck eher widerstehen, angeführt. Ein anderes Beispiel ist die zunehmende Internationalisierung, die es japanischen Instituten erleichtert, heimische Zwänge zu umgehen.

<sup>19</sup> Diese beiden Fälle von Finanzdebakeln, und einige andere mehr, werden in Japan zum Anlaß genommen, laut über die Risiken neuer Finanzierungsinstrumente wie Futures und Optionen – sogenannter Derivate – nachzudenken, die auch im eigenen Land vereinzelt zu spektakulären Verlusten geführt haben. Siehe etwa OKINA (1995).

Wenn Liberalisierung den Marktkräften mehr Spielraum einräumt, so bedeutet das auch, daß in den Fällen, in denen der Markt tatsächlich versagt, die Wirtschaft die Auswirkungen dessen zu spüren bekommt. Deregulierung in Verbindung mit neuen Informations- und Kommunikationstechnologien, die Einführung neuer Finanzierungsinstrumente und die zunehmende Internationalisierung haben – nicht nur in Japan – zu einer erhöhten Volatilität von Zinsen und Wechselkursen geführt und dazu, daß sich Neuigkeiten, die das Finanzgeschehen beeinflussen, sehr viel schneller ausbreiten als vor Zeiten und sich national und weltweit Störungen leichter von einem Markt auf andere übertragen (NAKAO und HORII 1991: 10). Gerade im Übergang zu einer weiterreichenden Finanzmarktliberalisierung werden die Risiken, die damit einhergehen, von den Marktteilnehmern leicht unterschätzt, was zu einer speziellen Variante von *ruinösem Wettbewerb* führen kann. Das hat die japanische Bankenkrise deutlich gezeigt. Das Besondere hier ist nur, daß fallierende Institute selten liquidiert werden, sondern im allgemeinen durch administrative Stützung, behördlich gelenkte Unternehmenszusammenschlüsse und gemeinsame Rettungsaktionen der Bank von Japan und des Finanzministeriums vor dem Untergang bewahrt werden.

Wachsende Instabilitäten bergen in aller Regel zunehmende Markt- und Ausfallrisiken in sich. Markttrisiken beinhalten die Gefahr von Verlustpositionen aufgrund von Kurs-, Zins- und Preisänderungen. Ein Ausfallrisiko bezeichnet die Situation, daß die Gegenseite in einem Geschäft vorübergehend oder auf Dauer ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann. Markt- und Ausfallrisiken betreffen zunächst einmal das einzelne Institut, doch besteht die Möglichkeit, daß Liquiditäts- oder Solvenzprobleme einer Bank, die sich daraus ergeben, auf andere übergreifen und letztlich eine Kettenreaktion und damit eine Gefahr für das Finanzsystem als Ganzes auslösen. Diese Möglichkeit wird als Systemrisiko bezeichnet.

Auch wenn japanische Banken bislang im allgemeinen nicht untergehen, ist die Besorgnis der Aufsichtsbehörden mit Blick auf die genannten Risiken groß. Dementsprechend hoch ist auch das Interesse an Maßnahmen zur Risikobegrenzung. Dabei geht es nicht darum, die bisherigen Liberalisierungsschritte rückgängig zu machen, sondern durch begleitende Maßnahmen die Sicherheit des Systems zu verbessern. Dazu zählen Vorschriften zur Offenlegung bestimmter Transaktionen und einer Erhöhung der Markttransparenz ebenso wie die Aufstockung der Einlagenversicherung (RESZAT 1995b: 18–22).

Die Deregulierung des Finanzwesens hat aber nicht nur die Risiken erhöht, sondern auch – und hier ist Japan ebenfalls kein Einzelfall – zu einer Erschwerung der geld- und währungspolitischen Steuerung geführt

(NAKAO und HORII 1991: 13). Das zeigt sich zum einen an den zahlreichen, oft vergeblich erscheinenden Versuchen der Bank von Japan, den Wechselkurs des Yen gegen die Fluten liberalisierter Kapitalströme weltweit mit Hilfe von Interventionen zu verteidigen. Zum anderen erweist sich die Kontrolle einer angemessenen Geldversorgung der Wirtschaft zunehmend als schwierig.

Seit 1978 verfolgt die Bank von Japan *de facto* eine Geldmengensteuerung, indem sie ihre Prognose für die Wachstumsrate der Geldmenge vierteljährlich als Ziel veröffentlicht (HAMADA und HORIUCHI 1987: 252). Mit zunehmender Finanzmarktliberalisierung mußte sie feststellen, daß ihre bisherige Interpretation der Geldmengenaggregate an Zuverlässigkeit verlor. Grenzüberschreitende Kapitalbewegungen, aber auch Substitutionsprozesse zwischen verschiedenen Arten von Finanzaktiva im Inland ließen sie immer unsicherer erscheinen. Als Folge davon ging die Bank dazu über, einen *pragmatischen* Ansatz zu verfolgen und neben der Geldmengenentwicklung andere wirtschaftliche und monetäre Indikatoren zusätzlich bei ihren Entscheidungen zu berücksichtigen.

Besonderes Augenmerk wird in diesem Zusammenhang in jüngster Zeit auf die Implikationen gerichtet, die die extreme Zunahme des Handels mit Derivaten, und hier vor allem mit Zins- und Währungsoptionen, für die Geldpolitik hat. Zwei Argumente sind bislang noch unklar: Auf der einen Seite kann es sein, daß aufgrund der Höhe der Transaktionen, die hierbei abgewickelt werden, ein spürbarer zusätzlicher Geldbedarf in der Wirtschaft entsteht. Auf der anderen Seite ist auch möglich, daß durch die Verwendung derartiger Instrumente zur Absicherung gegenüber Finanzrisiken verschiedenster Art weniger Liquidität zur Vorsorge gehalten wird und sich auf Dauer die Geldnachfrage sogar verringert (CROCKETT 1995: 58). In jedem Fall vergrößert die Zunahme des Handels mit diesen Instrumenten jedoch die Unsicherheit der Geldpolitik und läßt die Beziehung zwischen Geldmengenaggregaten und Wirtschaftsaktivität noch undeutlicher werden.

Mit zunehmendem Abbau formeller Regulierungsvorschriften kommt den informellen Spielarten politischer Einflußnahme eine wachsende Bedeutung zu. Das gilt um so mehr, als – wie die angeführten Beispiele zeigen – keine Anzeichen für eine grundlegende Änderung der offiziellen Haltung erkennbar sind. Drei Aspekte sind hier zu bedenken. Zum einen gibt es dadurch, daß im Zuge der Liberalisierung mehr Märkte und mehr Instrumente geschaffen wurden, auch mehr Kanäle für eine informelle Steuerung. Das bedeutet allerdings noch nicht, daß damit das Verwaltungshandeln effizienter oder auch nur nach eigenen Maßstäben erfolgreicher wurde. Mehr Märkte und Instrumente beinhalten, wie erwähnt, auch mehr Ausweichmöglichkeiten für die Adressaten einer Politik. Zum

zweiten ist zu bedenken, daß mit einer Verlagerung des Schwerpunktes auf informelle Steuerungsmechanismen das Finanzgeschehen insgesamt noch an Transparenz verliert und auf diese Weise mit noch stärkeren Unsicherheiten als zuvor behaftet ist. Informelle Einflußnahme hat aber nicht nur Nachteile. Dadurch, daß größere Umwälzungen in langandauernden Koordinations- und Verhandlungsprozessen<sup>20</sup> entschieden werden, sind Anpassungen in der Regel mit weniger sprunghaften Übergängen und Friktionen verbunden.

Ungeachtet dessen dürften unter Stabilitäts- und Effizienzaspekten auf lange Sicht die Nachteile überwiegen. Die Ursachen sind dabei weniger in dem Liberalisierungsprozeß selbst zu suchen als in der Kombination aus partieller formeller Deregulierung und gleichbleibenden oder sogar zunehmenden informellen Regelungen. Die Konflikte, die sich daraus zwischen Wirtschaft und Politik sowie innerhalb einzelner Wirtschaftsbereiche ergeben, führen zu Reibungsverlusten und letztlich zu einer Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit des Systems. Die wachsende Instabilität, die, wie auch die Erfahrung in anderen Ländern zeigt, generell mit einer Liberalisierung einhergeht, erweist sich als besonders problematisch, wenn Markttransparenz nicht gewährleistet ist, wenn Preise und Konditionen direkt und indirekt durch offizielle Eingriffe verzerrt werden und Marktteilnehmer über das wahre Ausmaß von Chancen und Risiken im unklaren gelassen werden.

#### 4. SCHLUSSFOLGERUNGEN

Auch wenn es in Japan keinen *Big Bang*<sup>21</sup> gegeben hat wie in den USA 1975 oder in Großbritannien 1986, so hat die japanische Finanzmarktliberalisierung doch ähnliche unerwünschte Begleiterscheinungen hervorgerufen wie in jenen Ländern. Auf internationaler Ebene mehren sich in jüngster Zeit die Anstrengungen, der Situation Herr zu werden. Beispielsweise sieht ein Vorschlag der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vor, künftig für Marktrisiken eine Eigenkapitalunterlegung von international tätigen Banken zu fordern. Zwar gibt es auch bislang schon eine Eigenkapitalregelung. Sie zielt allerdings nur auf die Kreditrisiken im Bank-

---

<sup>20</sup> HAMADA und HORIUCHI (1987: 260) sprechen in diesem Zusammenhang von *nemawashi* oder „den Boden vorbereiten“.

<sup>21</sup> Unter einem *Big Bang* wird im allgemeinen die schlagartige weitgehende Liberalisierung der Finanzmärkte, im Gegensatz zu einer allmählichen schrittweisen Anpassung, wie sie in Japan vonstatten geht, verstanden. Vgl. hierzu im einzelnen HAMILTON (1986).

geschäft ab. Danach haben die Banken eine Kapitalquote von acht Prozent einzuhalten, wobei die Hälfte aus eingezahltem Eigenkapital und die andere Hälfte aus Eigenkapitalsurrogaten wie nachrangigen Anleihen oder stillen Reserven bestehen kann.

Gerade die Umsetzung dieser Regelung in Japan zeigt jedoch, wie dort in der Risikovorsorge Anspruch und Wirklichkeit auseinanderklaffen (RESZAT 1995b: 26–27). Den Buchstaben gemäß wird die Regel von allen großen Banken erfüllt. Im internationalen Vergleich schneidet das Land trotzdem schlecht ab, werden die acht Prozent dort doch nicht wie in den meisten anderen Staaten von den Aufsichtsbehörden als eine Art untere Grenze gesehen.<sup>22</sup> Das verschafft den japanischen Banken unter anderem international deutliche Wettbewerbsvorteile – solange der Risikofall nicht eintritt.

Ähnliche Widersprüche ergeben sich auch bei der Frage, wie sich Markttransparenz und Risikoerfassung verbessern lassen. International gehen die Bestrebungen hier in Richtung auf eine Modifizierung und Angleichung der Offenlegungsvorschriften sowie zu neuen Wegen der Risikomessung. Wiederum erweist sich die japanische Seite als Zauderer, hat sie doch bereits eine Abwägung der Interessen der Betroffenen und ein selektives Vorgehen angekündigt, das den Vorstellungen und Maßstäben in den anderen Staaten kaum gerecht werden kann.<sup>23</sup>

Insgesamt zeigt sich, daß die Finanzmarktliberalisierung in Japan nicht nur Vorteile gebracht hat. Die Hauptgefahren liegen aber weniger in einer generellen Zunahme von Risiken als in der Kombination aus wachsenden Instabilitäten und einem Beharren auf informellen Markteingriffen. Die

---

<sup>22</sup> In den USA und Großbritannien werden beispielsweise weitaus höhere Quoten gefordert. Von der amerikanischen Federal Reserve wird berichtet, daß sie US-Banken mit einem Anteil erstrangigen Kapitals von mehr als sechs Prozent als „well capitalized“ bezeichnet, wobei allerdings die meisten großen Institute Ende 1994 mindestens sieben Prozent aufwiesen. Vgl. zu dieser Problematik auch HALL (1993: 215) und zu den Zahlen im einzelnen RESZAT (1995b: 26).

<sup>23</sup> Als Beispiel sei hier nur auf die Diskussion bezüglich der Offenlegungsvorschriften für den Handel mit Finanzderivaten in Japan verwiesen, ein Bereich, in dem die Banken weit hinter ihren Mitwettbewerbern aus den USA und Europa zurückbleiben. Die jüngsten Richtlinien des Finanzministeriums beschränken sich zur Zeit auf Minimalanforderungen und darauf, an die Einsicht der Banken zu appellieren, darüber hinaus freiwillig Informationen zu geben. Da computerisierte Risikomanagementsysteme mit hohen Kosten verbunden sind, sieht das Ministerium zudem lange Übergangszeiten vor und dürfte letztlich in Fällen, in denen sich etwa kleinere Institute die entsprechenden Einrichtungen nicht glauben leisten zu können, unter Umständen sogar völlig auf ihre Durchsetzung verzichten. Vgl. zu den neuen Richtlinien beispielsweise OGAWA (1995).

Liberalisierung gibt Akteuren die Möglichkeit, behördliche Beschränkungen zu umgehen und auf andere Instrumente und Finanzplätze auszuweichen. Die vieldiskutierte Aushöhlung des japanischen Marktes ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen. Diejenigen, die bleiben, werden durch mangelnde Transparenz dazu verführt, unnötig Risiken einzugehen und von Preisverzerrungen zu profitieren. Den Schaden tragen sowohl die, die im Einzelfall die Situation falsch einschätzen, als auch die Wirtschaft als Ganzes, die durch einen Finanzmarkt, der vor sich hin kümmert, nur Nachteile erfährt.

Gegen diese Gefahren nimmt sich das eigentliche Problem der geld- und währungspolitischen Steuerung auf den ersten Blick bescheiden aus. Allerdings gestaltet sich die Verteidigung einer Währung nach außen und die stete angemessene Geldversorgung einer Wirtschaft im Innern in einem liberalisierten Umfeld um so schwieriger, je stärker die Schwankungen in der Nachfrage nach Finanzaktiva, je ausgeprägter die Fluktuationen zwischen einzelnen Marktsegmenten – im Inland und im Ausland – und je größer informelle Einflüsse von dritter Seite sind. Daran gemessen sieht sich die Bank von Japan vor besondere Herausforderungen gestellt.

#### LITERATURVERZEICHNIS

- AXELROD, Robert (1984): *The Evolution of Cooperation*. New York: Basic Books.
- BAILEY, David, George HARTE und Roger SUGDEN (1994): *Transnationals and Governments*. London, New York: Routledge.
- BANK OF JAPAN (1991): *A Brief History of Money in Japan*. Tōkyō: Institute for Monetary and Economic Studies, The Bank of Japan.
- BAUM, Harald und Masaru HAYAKAWA (1994): Die rechtliche Gestaltung des japanischen Finanzmarktes. In: BAUM, Harald und Ulrich DROBNIG (Hg.): *Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht*. Berlin, New York: de Gruyter, S. 495–639.
- BECKER, Helmut (1994): Administrative Nebel über Japans Finanzmarkt. In: STEIN, Joh. Heinrich v. (Hg.): *Banken in Japan heute*. Frankfurt a. M.: Fritz Knapp, S. 283–295.
- BOSSE, Friederike (1994): Finanzliberalisierung? Zinsdifferenz Post – Banken bleibt bestehen. In: *Japan – Wirtschaft, Politik, Gesellschaft* 2, 3, S. 250–251.
- CROCKETT, Andrew (1995): Financial Innovation: Macro-Economic and Macro-Prudential Consequences. In: *Kredit und Kapital* 28, 1, S. 46–61.
- EINZIG, Paul (1943): *The Japanese 'New Order' in Asia*. London: Macmillan.

- ELSTER, Jon (1989): *Nuts and Bolts for the Social Sciences*. Cambridge: Cambridge University Press.
- FREY, Bruno S. und Gebhard KIRCHGÄSSNER (1994): *Demokratische Wirtschaftspolitik*. München: Vahlen.
- FUKAO, Mitsuhiro (1990): Liberalization of Japan's Foreign Exchange Controls and Structural Changes in the Balance of Payments. In: *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 8, 2, S. 101–165.
- FUKUSHIMA, Glen S. (1995): ‚Kisei Kanwa‘ is not ‚Deregulation‘. In: *Tokyo Business Today* Juni, S. 48.
- GOODHART, Charles A. E. und Thomas HESSE (1993): Central Bank Forex Intervention Assessed in Continuous Time. In: *Journal of International Money and Finance* 12, S. 368–389.
- HALL, Maximilian J. B. (1993): *Banking Regulation and Supervision*. Aldershot: Edward Elgar.
- HAMADA, Koichi und Akiyoshi HORIUCHI (1987): The Political Economy of the Financial Market. In: YAMAMURA, KOZO und Yasukichi YASUBA (Hg.): *The Political Economy of Japan*. Stanford: Stanford University Press, S. 223–260.
- HAMILTON, Adrian (1986): *The Financial Revolution*. Harmondsworth: Penguin Books.
- HORNE, James (1985): *Japan's Financial Markets*. Sydney: George Allen & Unwin.
- IKENAGA, Toshie (1994): Regional Economic Areas and International Monetary System: Is a Yen Currency Area being Formed in Asia? Paper Prepared for the Lemberg Program in International Economics and Finance, Lemberg: Mimeo.
- KATSU, Etsuko (1994): *En – Doru – Maruku no keizai gaku* [Yen/Dollar/Mark-Ökonomie]. Tōkyō: Tōyō Keizai Shinpōsha.
- KOHRA, Yoshio (1993): Japan. In: ERNST & YOUNG (Hg.): *International Bank Accounting* Bd. 1. London: Euromoney Publications, S. 285–308.
- KWAN, C. H. (1994): *Economic Interdependence in the Asia-Pacific Region*. London, New York: Routledge.
- LEATHERS, Charles G. und J. Patrick RAINES (1994): The Future of Japan's Main Bank System in Deregulated Financial Markets. In: *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali* 41, 9, S. 741–752.
- MORI, Akihiko (1994): Kigyō no setsubi tōshi to meinbanku no yakuwari [Unternehmerische Ausrüstungsinvestitionen und die Rolle der Hauptbank]. In: *Fainansharu Rebyū* 33, S. 45–65.
- MYHRMAN, John (1989): The New Institutional Economics and the Process of Economic Development. In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145, 1, S. 38–59.
- NAKAO, Masaaki und Akinari HORII (1991): *The Process of Decision-Making*

- and Implementation of Monetary Policy in Japan*. Tōkyō: Bank of Japan (Bank of Japan Special Papers; 198).
- Nihon Keizai Shinbun* (Tōkyō): (*Kyōdō Gin Hōshiki*) *saitekiyō mo* [Banken-kooperation kommt auch wieder zur Anwendung], 7.6.1995, S. 13.
- OGAWA, Joshua (1995): Banks to Reveal Data on Derivatives Trading. In: *The Nikkei Weekly* 1.5.1995, S. 16.
- OKINA, Yuri (1995): Deribatibu torihiki to risuku kanri ni tsuite no ikkō-satsu [Eine Studie über Derivatehandel und Risikomanagement]. In: *Japan Research Review* 5, 4, S. 66–80.
- PATRICK, Hugh T. (1967): Japan: 1868–1914. In: CAMERON, Rondo *et al.* (Hg.): *Banking in the Early Stages of Industrialization*. London, New York, Toronto: Oxford University Press, S. 239–289.
- RASMUSEN, Eric (1990): *Games and Information*. Oxford: Basil Blackwell.
- RESZAT, Beate (1986): Wirtschaftliche Interdependenz und internationale Kooperation. In: *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 31, S. 267–291.
- RESZAT, Beate (1988): Regulierung der Banken. In: KRAKOWSKI, Michael (Hg.): *Regulierung in der Bundesrepublik Deutschland*. Hamburg: Verlag Weltarchiv, S. 349–421.
- RESZAT, Beate (1990): Spiele ohne Sieger. In: FILC, Wolfgang und Claus KÖHLER (Hg.): *Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt*. Berlin: Duncker & Humblot, S. 49–65.
- RESZAT, Beate (1994a): Währungsentwicklung und Währungspolitik in Japan. In: POHL, Manfred (Hg.): *Japan 1993/94*. Hamburg: Institut für Asienkunde, S. 237–257.
- RESZAT, Beate (1994b): *The Japanese Foreign Exchange Market*. Tōkyō: Mimeo.
- RESZAT, Beate (1995a): Foreign-Exchange Trading in London and Tokyo. Paper Prepared for the SUERF Colloquium on Risk Management in Volatile Financial Markets, Thun.
- RESZAT, Beate (1995b): *Japans Banken in der Krise*. Hamburg: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (HWWA-Report; 155).
- SCHAEDE, Ulrike (1994): Finanzinnovation und Regulierung in Japan. In: STEIN, Joh. Heinrich v. (Hg.): *Banken in Japan heute*. Frankfurt a. M.: Fritz Knapp, S. 331–366.
- SHINKAI, Yoichi (1988): The Internationalization of Finance in Japan. In: INOUCHI, Takashi und Daniel OKIMOTO (Hg.): *The Political Economy of Japan*, Bd. 2. Stanford: Stanford University Press, S. 249–271.
- SUGDEN, Robert (1989): Spontaneous Order. In: *Journal of Economic Perspectives* 3, 4, S. 85–97.
- SUSAKI, Masao (1995): *En – Doru – Maruku no jidai* [Das Yen/Dollar/D-Mark-Zeitalter]. Tōkyō: Tōyō Keizai Shinpōsha.

- TABB, William K. (1995): *The Postwar Japanese System*. Oxford: Oxford University Press.
- TAKEDA, Masahiko und Philip TURNER (1992): *The Liberalization of Japan's Financial Markets: Some Major Themes*. Basel: Bank for International Settlements (BIS Economic Papers; 34).
- TANAKA, Masaru (1992): Foreign Exchange Market: Deregulation and Development. In: JAPAN SECURITIES RESEARCH INSTITUTE (Hg.): *Capital Markets and Financial Services in Japan*. Tōkyō: Japan Securities Research Institute, S. 303–311.
- TATENO, Fumihiko (1993): The Foreign Exchange Market in Japan. In: TAKAGI, Shinji (Hg.): *Japanese Capital Markets*. Oxford, Cambridge/MA: Blackwell, S. 452–485.
- WOHLMANNSTETTER, Gottfried (1991): *Finanzplatz Tokio*. Frankfurt a.M.: Fritz Knapp Verlag.
- YAMAMURA, Kozo (1967): The Role of the Samurai in the Development of Modern Banking in Japan. In: *Journal of Economic History* 27, S. 198–220.