

# DIE STRUKTURELLEN URSACHEN DER *BUBBLE* UND DER KRISE DES JAPANISCHEN FINANZSYSTEMS

Martin SCHULZ

## 1. EINLEITUNG

Die japanische Kapitalmarktinflation (die *Bubble*) am Ende der 80er Jahre wurde durch eine rationale Anpassungsreaktion der Kapitaleigner auf die Strukturveränderung des bankenorientierten Finanzsystems im Laufe der 80er Jahre verursacht. Entsprechend müssen die Reparaturversuche ausfallen. Um neues Vertrauen zu schaffen, muß den japanischen Haushalten ein klares Bild der (neuen) Strukturen des Finanzsystems zugänglich gemacht und ihnen gleichzeitig die Notwendigkeit der Übernahme der entstandenen Anpassungskosten verdeutlicht werden.

Um dies zu zeigen, wird wie folgt vorgegangen: Eine kurze Einführung zeigt die Entwicklung der Preise für Vermögensobjekte am Ende der 80er Jahre anhand der Entwicklung der Aktienpreise auf. Die Bereinigung des Datenmaterials um besondere Bilanzierungspraktiken und Kapitalpreisentwicklungen zu realen Kapitalpreisen und -erträgen begründet dabei die Rationalität einer Anlage in japanischen Wertpapieren während der gesamten 80er Jahre. Im folgenden Abschnitt werden die Politikentscheidungen kurz aufgezeigt, die als Auslöser der Kapitalmarktinflation angesehen werden können, und die bisher gewählten politisch-institutionellen Lösungswege der Krise diskutiert. Diesen *kurzfristig* orientierten Faktoren werden anschließend die längerfristigen Ursachen in der Form des Überganges des japanischen Finanzsystems von einer rationierten, bankenorientierten Investitionsfinanzierung zu einer Kapitalmarktorientierung gegenübergestellt. Aus einer informations- und kalkültheoretischen Sicht wird hier die These belegt, daß die risikominimierenden und nicht ertragsmaximierenden Investitionskalküle der Banken auf den liberalisierten Märkten zu der Fehlallokation geführt haben, die dann als spekulative *Bubble* interpretiert wurde. Im Schlußkapitel wird daraus die Begründung für die langfristige Belastung der japanischen Ökonomie abgeleitet.

## 2. DIE *BUBBLE*

Die Preise auf den Kapitalmärkten Japans erlebten ab dem Jahre 1986 einen Anstieg, der Ende 1989 direkt in eine Deflation der Kapitalwerte überging, die die Ökonomie bis heute belastet. Abb. 1 stellt zur Illustration dem japanischen Aktienpreisindex den entsprechenden Index der USA gegenüber.

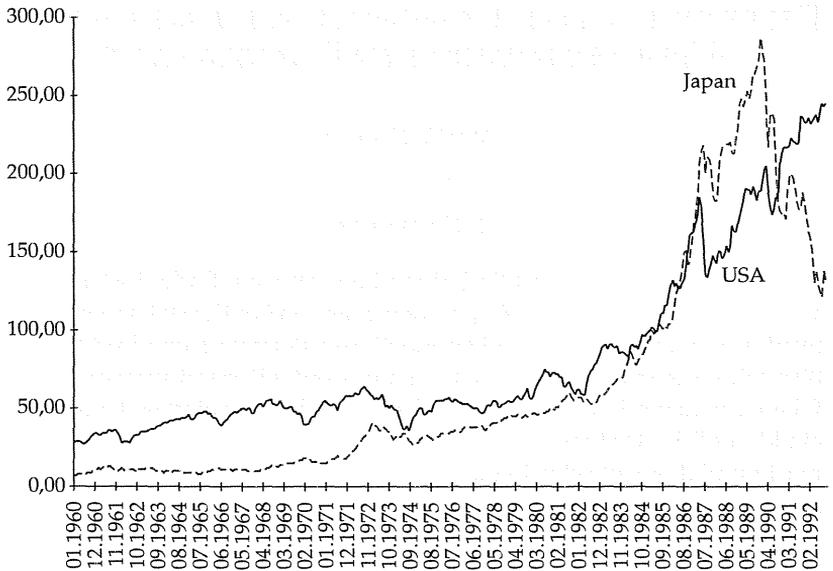


Abb. 1: Aktienpreisindizes für Japan und die USA (1985 = 100)

Quelle: Series 46558004, JPN SHARE PRICES ALL ISSUES I/85 JAPAN. Series 42558004, USA SHARE PRICES INDUSTRIALS I/85 UNITED STATES. OECD STATISTICS, Paris. *International Statistical Yearbook* CD-ROM 1994.

Der Index für die japanischen Aktien verlief zwischen 1973 und 1986 parallel zur US-amerikanischen Entwicklung, erholte sich von dem weltweiten Börseneinbruch 1987 sehr schnell und erlebte ab dem Jahre 1989 einen nationalen *Crash*, der ihn auf das Niveau von 1984 zurückwarf. Im Verlaufe des Jahres 1990 setzte auch bei den Grundstückspreisen ein starker Werteverlust ein. Bereits im Jahre 1992 war der Wert gewerblich genutzter Grundstücke um 35% gefallen; für das Jahr 1995 beträgt der Preisverfall gegenüber dem Höhepunkt von 1990 85% (*Economist* 8.7.1995: 83).

Die starke Deflation auf dem Kapitalmarkt hat dazu geführt, daß die Fristigkeitsstruktur der Banken sich verschlechtert hat und die Aktiva stark geschrumpft sind (HILPERT 1992). Die 21 größten Banken wiesen im September 1992 ausfallgefährdete Forderungen in Höhe von 12,3 Billionen Yen (*furyō-saiken*) aus (*Japan Times* 30.10.1992: 14).<sup>1</sup> Zusammen mit Hypotheken-Banken und sonstigen Finanzinstituten ergibt sich eine Summe von 30 Billionen Yen. Allerdings sind darin weitere 10 Billionen Yen an

<sup>1</sup> Bei diesen Krediten wurden Forderungen für mindestens sechs Monate nicht bedient.

Kreditern der *City Banks (togin)* nicht enthalten, für die ihnen nur symbolische Zinsen gezahlt werden. Im Juni 1995 rechnete der Vorsitzende der Bankenabteilung des Finanzministeriums damit, daß die Banken etwa 40 Billionen Yen abschreibungsverdächtige Kredite besitzen. Als realistische Schätzungen für alle Banken werden zur Zeit Zahlen von über 80 Billionen Yen oder rund 14 % der gesamten Kreditsumme bzw. 20 % des Bruttosozialprodukts (BSP) genannt (Iso 1995: 7; *Economist* 17.6.1995: 82; *Economist* 8.7.1995: 83; GERN 1993).

Bank	Anteil	Summe (Milliarden Yen)
01. Hokkaidō Takushoku Ginkō	6,5%	479,3
02. Nihon Saiken Shinyō Ginkō	5,9%	611,7
03. Nihon Chōki Shinyō Ginkō	4,1%	784,3
04. Sakura Ginkō	3,9%	1.410,7
05. Fuji Ginkō	3,7%	1.162,1
06. Tōkai Ginkō	3,6%	724,0
07. Dai Ichi Kangyō Ginkō	3,5%	1.192,9
08. Daiwa Ginkō	2,8%	298,6
09. Sumitomo Ginkō	2,7%	945,8
10. Sanwa Ginkō	2,2%	734,5
11. Nihon Kōgyō Ginkō	2,2%	519,7
12. Asahi Ginkō	2,2%	519,7
13. Tōkyō Ginkō	1,9%	206,8
14. Mitsubishi Ginkō	1,7%	526,4
	Summe:	10.116,5

Tab. 1: Die Rangordnung der 11 *City Banks (togin)* und 3 *Long-term Credit Banks (chōki shinyō ginkō)* nach dem Anteil der wertberechtigungsbedürftigen Kredite

Quelle: Iso 1995: 7.

Von diesen wertberechtigungsbedürftigen Krediten konnten von den elf *City Banks* und den drei *Long-term Credit Banks (chōki shinyō ginkō)* bisher nur relativ geringe Beträge abgeschrieben werden. Im Jahre 1992 wurden 1,2 Billionen Yen, im Jahre 1993 2,9 Billionen Yen und 1994 3,7 Billionen Yen an Forderungen wertberichtigt (Iso 1995: 7). Die niedrige Abschreibungsquote ist eine Folge der japanischen Bankenregulierung, die es den Banken bis Ende der 80er Jahre erlaubte, mit einer relativ geringen Eigenkapitalquote im Verhältnis zu den Ausleihungen Kredite zu vergeben,

und die gleichzeitig die Risikovorsorge durch Rückstellungen beschränkte. Dies erfolgte mit dem Ziel, den Banken einerseits die Vergabe kostengünstiger Kredite zu erlauben, ihnen aber andererseits die Möglichkeit zu nehmen, durch Rückstellungen eine Verminderung der Gewinnbesteuerung vorzunehmen (vgl. Abschnitt 6; GERN 1993; WOOD 1992).

### 3. REALE KAPITALKOSTEN UND -ERTRÄGE

Die Untersuchung des Niveaus und der Entwicklung von Kapitalwerten ist nicht allein auf der Basis der Preisentwicklung, sondern erst durch die Gegenüberstellung der jeweiligen Erträge im internationalen Vergleich möglich. Als einfache Maßzahlen für den internationalen Vergleich sollen hier das Dividenden/Kurs-Verhältnis (*Dividend/Price Ratio*) und das Kurs/Gewinn-Verhältnis (*Price/Earning Ratio*, PER) für Japan und – als internationale Referenzgröße – für die USA verwendet werden.<sup>2</sup>

Während noch im Jahre 1970 die Dividenden in beiden Ländern mit Werten von 3,9% in Japan und 3,3% in den USA ungefähr vergleichbar waren, driften sie seitdem auseinander. Während die amerikanischen Dividenden in der Periode von 1970 bis 1988 keinen besonderen Trend aufwiesen, nahmen die Erträge aus Kapitalanteilen in Japan ständig ab. 1988 etwa lagen die amerikanischen Dividenden bei 3% und die japanischen bereits unter 1%.

Aufgrund der offenbar sehr schlechten Entschädigung der Kapitaleigner auf den japanischen Märkten wird im folgenden nicht nur zu erklären sein, warum die japanischen Anleger nach 1986 trotz der starken Preissteigerungen weiter in Wertpapiere investierten, sondern viel grundsätzlicher, welches Kalkül ihren Investitionen an den japanischen Märkten auch im Zeitraum zuvor zugrunde lag. Die Dividenden sind hierfür allerdings keine günstige Basis, da die Dividendenausschüttung in verschiedenen Ländern völlig unterschiedlichen Praktiken folgt. In einigen Ländern, zu denen auch die USA gehören, legen Kapitaleigner Wert auf *angemessene* Dividenden, die die realen Gewinne der Unternehmen widerspiegeln. Aktionäre anderer Länder, wie Japan und Deutschland, sind mit geringeren Dividenden im Tausch für Kapitalgewinne einverstanden. Hinzu kommt, daß die Unternehmen in Japan seit Anfang der 70er Jahre versucht haben, ihre Investitionsfinanzierung durch Kreditaufnahme bei den Banken zugunsten einer Eigenkapitalfinanzierung zu verändern (vgl. Ab-

---

<sup>2</sup> Deutschland bietet sich hier nicht an, da die deutschen Kapitalmärkte, ähnlich den japanischen, relativ unterentwickelt sind und ebenfalls von Banken dominiert werden.

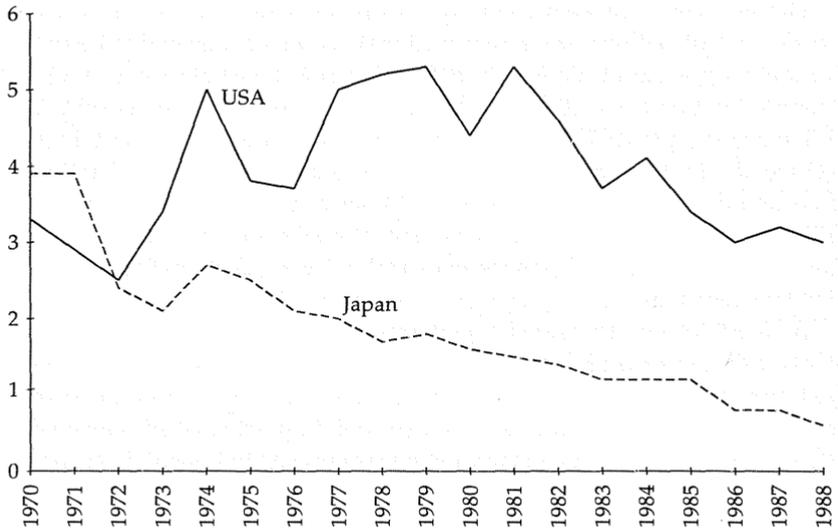


Abb. 2: Dividenden/Preis-Verhältnisse in Japan und den USA (%)

Quelle: FRENCH und POTERBA (1990: 36).

schnitt 5). Der abnehmende Trend der *Dividend/Price Ratio* in Japan muß daher nicht als abnehmendes Interesse der Unternehmen an Aktienkapital gewertet werden; vielmehr dürfte er Ausdruck einer stärkeren Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen sein. Die Substitution von Fremd- durch Eigenkapital drückt zunächst auf die Dividendenausschüttungen pro Aktie.

Im folgenden werden daher mit den *Price/Earning Ratios* auch die Kapitalgewinne mit einbezogen. Eine hohe Maßzahl bezeichnet hier *ex post* einen höheren Preis für die Erträge der Kapitalanlage aus Dividenden und Kapitalgewinnen. Unterschiedliche PERs müßten demnach national und international zu einer ausgleichenden Arbitrage in der Form von Nachfrageverschiebungen führen oder auf andere Faktoren zurückgeführt werden. Während des Zeitraums 1973 bis 1985 befanden sich die japanischen PERs etwa auf dem doppelten Niveau gegenüber demjenigen der USA und explodierten förmlich ab 1985/86. Allein im Jahre 1986 stiegen die japanischen PERs von 29,4 auf 58,6 an, während sie sich in den USA nur um 20% von 15,4 auf 18,7 erhöhten. Ende 1989 erreichte das Niveau der PER für den weit gefaßten NRI 350 (Nomura Research Institute) 53,7. Der vergleichbare *Standard and Poor Industrial Index* der amerikanischen Aktien lag dagegen nur bei 15,0, und der Durchschnitt für alle Länder in der *Morgan Stanley International Data Base* ohne Japan betrug 13,6 (FRENCH und POTERBA 1990).

Diese großen Unterschiede in den Kurs/Gewinn-Verhältnissen relativieren sich allerdings, wenn man nationale Unterschiede in den Bilanzierungspraktiken und die damit verbundenen unterschiedlichen Auswirkungen nationaler Inflationsraten berücksichtigt. In bezug auf die Bilanzierungspraktiken bestehen zwischen Japan und den USA Unterschiede in der Erfassung der Gewinne, der Bilanzierung der stillen Reserven und des Ansatzes der Reserven.<sup>3</sup> Besonders die Unterschiede in der Bilanzierung der Erträge sind dabei aufgrund der in Japan gängigen Praxis des *Cross Holdings* (gegenseitiges Halten) von Aktienpaketen von erheblicher Bedeutung.<sup>4</sup>

In den USA werden von den Unternehmen konsolidierte Gewinne der Unternehmensgruppe ausgewiesen, d. h., die Nettoerträge von Unternehmen, an denen die Mutterfirma mehr als 20 % der umlaufenden Aktien hält, erscheinen damit als Gewinne der Mutterfirma. Im Gegensatz dazu werden die Erträge in Japan üblicherweise nicht konsolidiert ausgewiesen. Da nicht konsolidierte Erträge zwar die Dividenden der Tochterunternehmen, nicht aber die nicht ausgeschütteten Gewinne enthalten, führt diese Berechnungspraxis zu einem systematischen Aufwärtstrend der PER Japans verglichen mit der der USA.

ANDO und AUERBACH (1988, 1988a und 1990) und UEDA (1990) berechnen daher reale Werte. Sie bereinigen die Unternehmensbilanzen in zwei Schritten zunächst um die Aktienwerte und dann um die Dividenden der Tochterunternehmen. Die um das *Cross Holding* reduzierten japanischen PERs verringern sich daher für das Jahr 1988 von 54,3 auf 36,3. Abb. 3 stellt die PERs für Japan und die USA jeweils vor und nach einer Bereinigung dar.

Die PERs für Japan liegen nach der Bereinigung der Daten wesentlich niedriger als die Werte des NRI 350, und es lassen sich selbstverständlich noch weitere Verfahren zum genaueren Vergleich entwickeln. UEDA (1990) und FRENCH und POTERBA (1990) kommen in einer vergleichenden Untersuchung allerdings zu dem Ergebnis, daß sich nur eine Veränderung von 25 % bis 35 %, je nach Verfahren, nach unten einstellt. Damit befinden sich die japanischen PERs immer noch deutlich über dem amerikanischen Stand.

---

<sup>3</sup> Vergleichbare Unterschiede in der Bilanzierung halten beispielsweise deutsche Unternehmen nach wie vor von den Börsenplätzen der USA fern. Für Japan vgl. z. B. FRENCH und POTERBA (1990), ANDO und AUERBACH (1990), ARON (1988) und SHOVEN und TACHIBANAKI (1988).

<sup>4</sup> 1995 hielten börsennotierte japanische Nicht-Finanzunternehmen trotz Verkäufen in den Jahren zuvor noch für 85 Billionen Yen Aktien (*Economist* 3.6.1995: 83). Vgl. auch Abschnitt 6.

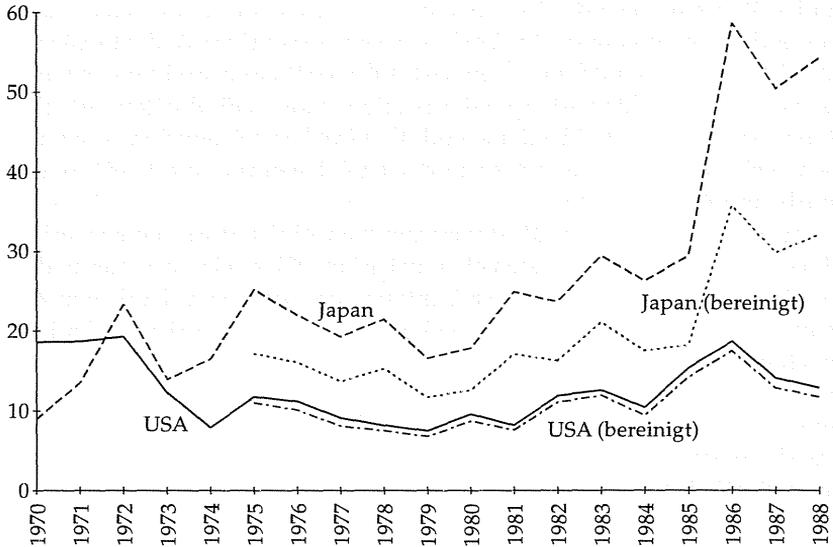


Abb. 3: Um Cross Holdings und Abschreibungen bereinigte und unbereinigte Price/Earning Ratios, Japan und USA

Anm.: Die unbereinigten PER-Relationen entsprechen dem NRI 350 Index (Nomura Research Institute) und dem S & P Industrial Index (Standard and Poor).

Quelle: FRENCH und POTERBA (1990: 38).

Ein wichtiges zusätzliches Element für die Bewertung von Aktien stellte die Auswirkung von national unterschiedlichen Preissteigerungen auf die realen Kosten dar. Die Belastung der Unternehmen durch Zinszahlungen für Fremdkapital wird in Höhe der nominellen Zinslast bilanziert, was die ausgewiesenen Erträge um den Betrag der Preissteigerungen gegenüber den realen Kosten reduziert. Dies spielt insbesondere beim Vergleich zwischen zwei Ländern mit so unterschiedlichen Eigenkapitalquoten wie den USA und Japan (Abb. 9) eine Rolle. Umgekehrt unterschätzt die gängige Abschreibung auf der Grundlage historischer Kosten in Phasen hoher Inflation die Wiederbeschaffungskosten bzw. die reale Entwertung und erhöht so die ausgewiesenen (nominellen) Erträge. Tatsächlich höhere Erträge werden dagegen beim Verkauf von gehaltenem, inflationiertem Inventar und Anlagen realisiert. ANDO und AUERBACH (1988a) kommen nach weiteren Korrekturen der Auswirkungen unterschiedlicher Inflationsraten für die Zeit von 1967 bis 1983 zu dem Ergebnis, daß reale PERs von 1,09 für Japan und 1,18 für die USA anzunehmen sind. Die höheren Inflationsraten während dieser Periode in Japan führten zu einer relativen Unterschätzung der japanischen Erträge und damit zu höheren nominellen

PERs. Während also die Gewinne aus japanischen Kapitalanlagen nach der Inflationsbereinigung bis 1985 keineswegs niedriger als die Erträge in den USA waren, muß für die Zeit nach 1986 die Preisentwicklung in Japan genauer untersucht werden, da die gängigen Indices für die Preisentwicklung, wie z. B. der BSP-Deflator und der Großhandelspreisindex, zu diesem Zeitpunkt unter dem Niveau der USA lagen und die *Bubble* damit noch vergrößern würden.

Ab 1986 wurden die PERs der japanischen Aktien durch einen starken Anstieg der Bodenpreise nach oben getrieben. Dies zeigt sich daran, daß es gleichzeitig mit der Aktienpreisentwicklung zu keiner deutlichen Zunahme von Tobins  $q$  (TOBIN 1969) gekommen ist.<sup>5</sup> Auch während der Entwicklung der *Bubble* lag das  $q$  unter oder bei 1 (HAYASHI und INOUE 1991; HOSHI und KASHYAP 1990). Der Marktwert der Unternehmen wuchs also mit der Aufwärtsbewegung ihrer Kapitalwerte und nicht mit der Zunahme der realen Erträge. Hier wirkte sich insbesondere der erhebliche Anstieg der Bodenpreise in dieser Phase aus, die deshalb so wichtig sind, da Grundstücke über die Hälfte des langfristigen Anlagevermögens japanischer Unternehmen ausmachen (siehe auch BOONE und SACHS 1988). Die Preisentwicklung bei Grundstücken in den sechs größten Städten Japans lag von 1986 bis 1990 sogar noch über der Zunahme des Nikkei-Indexes (ZIEMBA und SCHWARTZ 1991; vgl. Abb. 6).

ANDO und AUERBACH (1990) berechneten *Returns-to-Capital Ratios* (Kapitalrentabilitätsquoten),<sup>6</sup> basierend auf den bilanzierten Werten (nicht den Marktwerten), unter Korrekturen der Abschreibungsmethoden, Kapitalgewinne und Inflationsraten für Japan und die USA. Dieses Maß erweiterten sie um eine explizite Korrektur des gegenseitigen Haltens von Aktienpaketen und der Veränderung der Bodenpreise.

---

<sup>5</sup> Aus der Sicht der Kapitalposition stellt Tobins  $q$  das Verhältnis aus dem Marktwert der Anteile und dem Marktwert des Kapitals einer Firma dar. Ein  $q$  von größer als 1 deutet darauf hin, daß im Markt die produktiven Kapazitäten oder Ertragerwartungen des Unternehmens, über seinen Wert in der Form von vorhandenen Kapitalgütern hinaus, positiv bewertet wurden.

<sup>6</sup> Das *Returns-to-Capital*-Verhältnis wird im Gegensatz zu den PERs nicht aus den Marktpreisen der Kapitalmärkte, sondern aus den Daten der Unternehmensbilanzen errechnet.

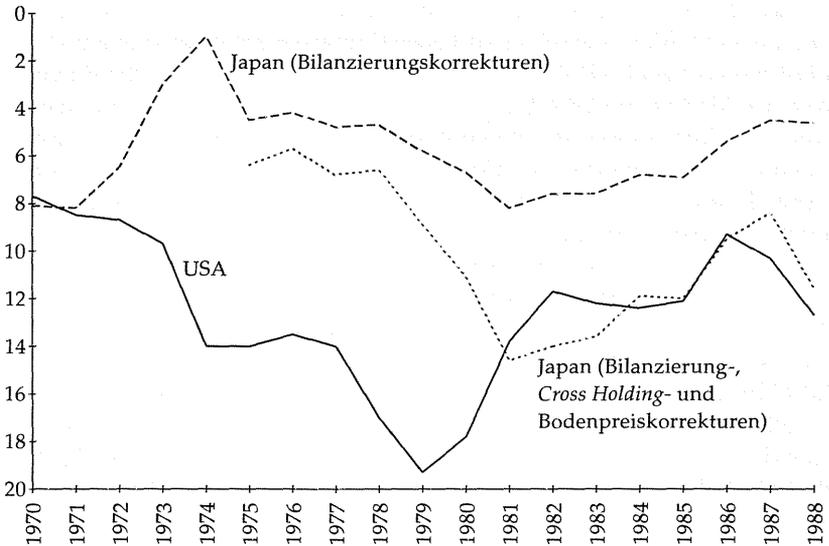


Abb. 4: Korrigierte Returns-to-Capital Ratios für Japan und die USA (%)

Anm.: Für die Vergleichbarkeit mit den PERs wurde die Returns-to-Capital-Kurve invertiert dargestellt. Für die Darstellung wurde eine Bereinigung der Daten um die unterschiedlichen Bilanzierungsmethoden, die Cross-Holdings und die Entwicklung der Bodenpreise vorgenommen.

Quelle: ANDO und AUERBACH (1990: 342).

Bezieht man die Korrekturen für die Kapitalentwicklung der Unternehmen in der Form von unrealisierten Gewinnen durch Immobilienpreisanstiege vor allem im Raum von Tōkyō in die Kapitalerträge mit ein, so liegen die Erträge pro Kapitaleinheit in Japan auch nach 1985 nicht deutlich unter den Gewinnen in den USA.<sup>7</sup> Aus der Sicht der Kapitaleigner spielt es dabei zunächst keine Rolle, ob hier die Steigerungen der Immobilienpreise den Wert der Unternehmen und damit in der Folge die Aktienpreise nach oben treiben, oder ob zusätzliches Kapital von den Aktienmärkten sich in einer Nachfrage nach zusätzlichen gewerblich nutzbaren Grundstücken niederschlägt.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> ANDO und AUERBACH (1990: 348–349) stellten fest, daß die Wirkung einer Bereinigung um die Bodenwerte sogar noch höher ausfallen müßte, als dies in ihren Zeitreihen zum Ausdruck kommt.

<sup>8</sup> ZIEMBA (1991) kommt über einen einfachen Kausalitätstest für den Zeitraum von 1955 bis 1988 zu dem Ergebnis, daß in Japan Aktienpreisanstiege den Preissteigerungen bei Grundstücken vorgelagert waren.

Diese Ergebnisse lassen den Schluß zu, daß es für japanische Kapitaleigner mit international durchschnittlichen Ertragserwartungen durchaus vernünftig war, sich im Zuge der Liberalisierung der Kapitalmärkte den heimischen Märkten und Wertpapieren zuzuwenden. Für den starken Anstieg der Preise für Vermögensgüter ab 1986 ist allerdings noch zu klären, welche Kalküle zu der Investition in Aktien führten, deren Gewinne nicht aus dem Zuwachs an Produktivität der Unternehmen, sondern aus (unrealisierten) Erträgen in Form von Immobilienwertsteigerungen resultierten.

#### 4. RATIONALITÄT UND POLITISCHE AUSLÖSER

Für die ausländischen Anleger in Japan stellten sich die positiven Ertragsmöglichkeiten, die die japanischen Anleger (ihrem Engagement entsprechend) zugrunde legten, offenbar weniger deutlich dar. Die Abb. 5 zeigt, daß die Anlage in japanischen Aktien außerhalb Japans ab 1984 deutlich an Attraktivität verlor. Während der Anteil ausländischer Beteiligungen von 2,7 % des Marktes im Jahre 1978 auf 8,8 % im Jahre 1984 stieg, wurden die Beteiligungen bis 1988 wieder verkauft und machten in diesem Jahr nur noch 4,8 % des Marktes aus. Mit dem Beginn des Booms zogen sich die ausländischen Anleger, für die sich die japanischen Kapitalwerte aufgrund der Veränderung des Wechselkurses allerdings auch relativ verteuerten, von den japanischen Märkten zurück.

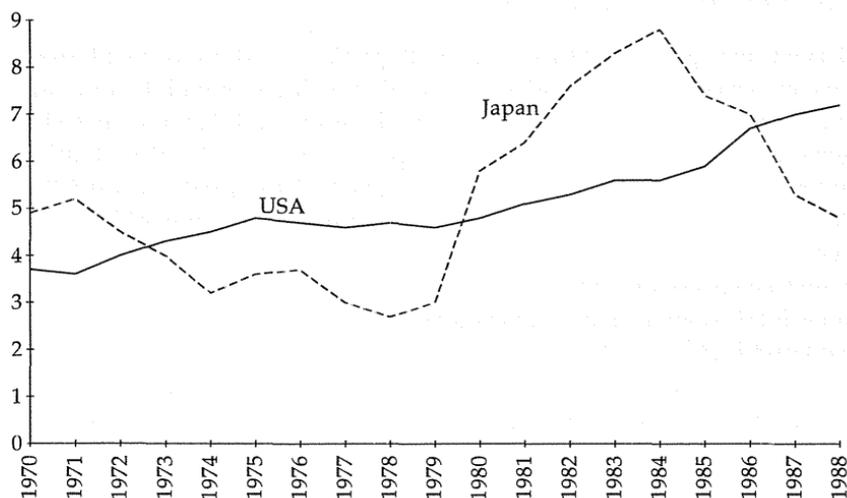


Abb. 5: Ausländischer Aktienbesitz in Japan und den USA (%)

Quelle: FRENCH und POTERBA (1990: 36).

Diese unterschiedliche Reaktion ausländischer und inländischer Anleger führt allerdings nicht zwingend zu einer Erklärung der *Bubble* als einem irrationalen Verhalten der heimischen Marktteilnehmer. Versteht man unter dem Begriff Rationalität die potentiell ertragsmaximierenden und risikominimierenden Transaktionen und Investitionen der Marktteilnehmer vor dem Hintergrund unvollständiger Märkte und bei positiven Informationskosten, so sind die nachträgliche Erkenntnis eines Finanzmarktcrashs oder das Wissen um die nicht erfüllten Ertragserwartungen keine hinreichenden Belege für eine irrationale Spekulation.

Eine Spekulation auf Kapitalwertsteigerungen, selbst eine inflationsgetriebene Flucht in die Sachwerte, stellt für die japanische Ökonomie, die erst ab der Mitte der 70er Jahre zu einer relativen Preisstabilität übergegangen ist, keineswegs ein neues oder einmaliges Phänomen dar. Wie die Abb. 6 zeigt, stiegen die Bodenpreise nicht erst ab Mitte der achtziger Jahre an. Vielmehr herrschte in Japan seit den fünfziger Jahren ein konstant hohes Wachstum der Bodenpreise mit einzelnen, sehr deutlichen Höhepunkten. Nur in der Phase von 1973 bis Mitte der 80er Jahre pendelten sich die Preissteigerungen bei relativ niedrigen Jahresraten von ca. 5 % ein.

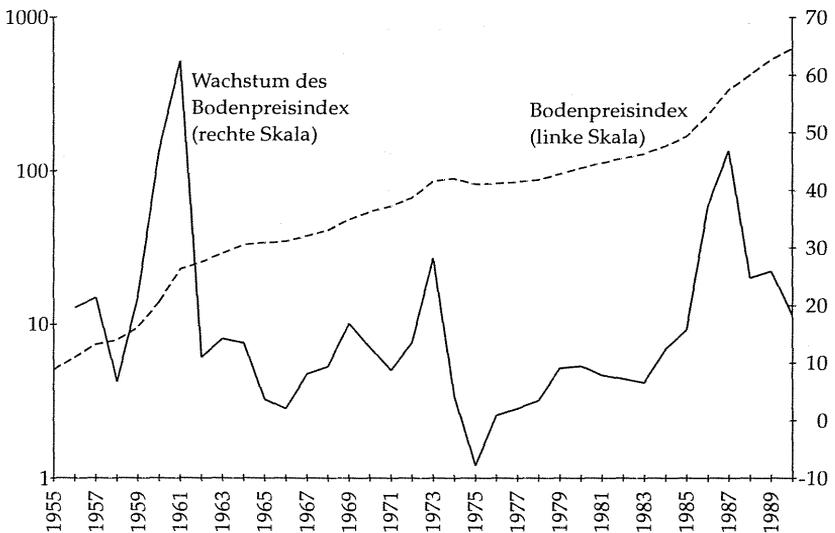


Abb. 6: Bodenpreisindex (1980 = 100) für gewerblich genutztes Land in den sechs größten Städten Japans (logarithmische Skalierung, linke Skala) und Zunahme des Index (%), rechte Skala)

Quelle: ZIEMBA (1991: 48–49).

Für das starke Engagement der japanischen Anleger in Immobilien lassen sich eine ganze Reihe von Erklärungen anführen. ITO (1992) verweist auf die niedrige Besteuerung von Boden, insbesondere von Agrarflächen,<sup>9</sup> die hohe Populationsdichte in den bebaubaren Gebieten, die Schwierigkeiten bei der Genehmigung von hohen Gebäuden usw. All diese Faktoren haben sich ab der Mitte der 80er Jahre aber nicht sonderlich geändert und dienen damit nicht zur Erklärung der Veränderungen ab 1986. Sollten die Investitionen in Immobilien als eine längerfristige Anlage geplant worden sein, so wäre eine den Preissteigerungen entsprechende Erhöhung der Renditen in der Form von Mieten notwendig, um die Kapitalerträge realisieren zu können. Für ein solches Kalkül ließe sich nur die in der Öffnung der Kapitalmärkte begründete Option auf den internationalen Finanzplatz Tōkyō anführen, die die Immobilienpreise und die Mieten im Zentrum von Tōkyō stark ansteigen ließ. Dagegen spricht jedoch nicht nur, daß die entsprechenden längerfristigen Mietsteigerungen nicht durchsetzbar waren, sondern vor allem, daß die meisten Investoren sich bereits wieder aus diesem Markt zurückgezogen hatten, bevor die notwendig gewordene schrittweise Erhöhung der Mieten hätte umgesetzt werden können.

Da sich die Erklärung der Immobilienpreisinflation über langfristige Anlagekalküle als äußerst schwierig erweist, fokussieren die meisten Erklärungen der *Bubble* auf kurzfristige Reaktionen der Marktteilnehmer nach Änderungen in der Geldpolitik. Im Zentrum der Kritik steht dabei die expansive Politik der *Bank of Japan*, die in der Folge des Plaza-Abkommens<sup>10</sup> Ende 1985 in den Devisenmarkt intervenierte und ihre (inzwischen Ziel-) Geldmenge  $M2 + CD$ <sup>11</sup> kontinuierlich erhöhte, um entsprechend der Vereinbarung gleichzeitig den Yen im Verhältnis zum Dollar aufzuwerten und durch die Ankurbelung der Binnennachfrage zum Abbau des Leistungsbilanzdefizits der USA beizutragen.

Mit den einsetzenden Schwierigkeiten der japanischen Exporteure durch die Aufwertung des Yen erreichten die Expansionsraten der Geldmenge  $M2 + CD$  ab 1987 etwa 10% und wurden in der Folge des Maeka-

---

<sup>9</sup> Selbst innerhalb von Tōkyō lassen sich daher *pro forma* agrarisch genutzte Flächen finden.

<sup>10</sup> Von den Finanzministern der G7 wurde eine koordinierte Aufwertung vor allem des Yen, aber auch der DM beschlossen, um die Überbewertung des Dollars abzubauen.

<sup>11</sup>  $M2$  umfaßt den Bargeldumlauf und die Terminguthaben der inländischen Nicht-Banken bis zur Dauer von vier Jahren. Diese Geldmenge plus den als *Certificate of Deposit* (CD) bezeichneten kurzfristigen Geldmarktpapieren verwendet die *Bank of Japan* als Zielgröße ihrer Geldpolitik.

wa-Berichtes<sup>12</sup> von zusätzlichen expansiven fiskalischen Maßnahmen und Deregulierungen begleitet. Erst ab Mitte 1989 versuchte die *Bank of Japan*, die Inflation der Vermögenswerte, die inzwischen den gesamten Markt erfaßt hatte, mit einer restriktiven Politik zu bremsen (SCHULZ 1996; vgl. Abb. 7).

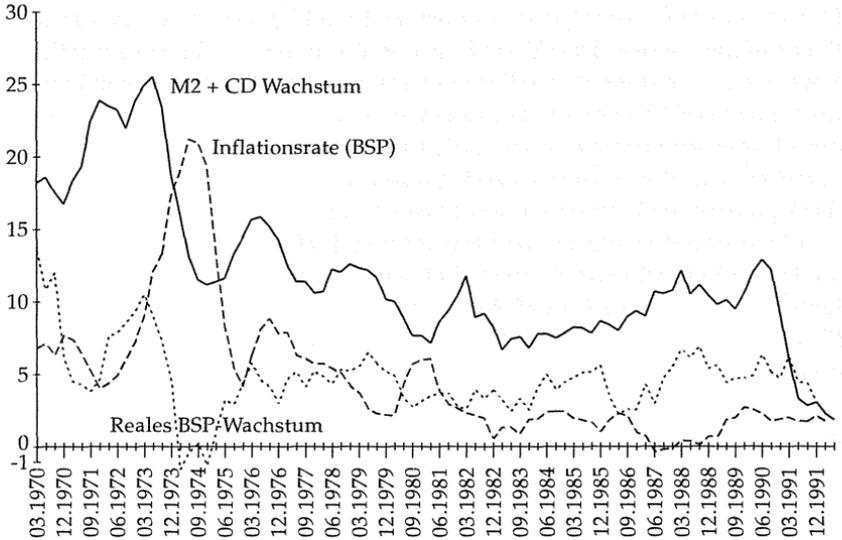


Abb. 7: Geldmengenwachstum (M2 + CD), Inflation (BSP-Deflator) und reales BSP-Wachstum (%)

Anm.: Wachstumsraten für ein Quartal im Vergleich zum gleichen Quartal des Vorjahres. M2 + CD: Berechnet als Vierteljahresdurchschnitt auf der Grundlage von Monatsdaten (Monatsende, kein Saisonausgleich). BSP-Deflator: Berechnet als Vierteljahresdurchschnitt auf der Grundlage von Monatsdaten (Durchschnitt, kein Saisonausgleich). Basiert auf dem *System of National Accounts* (SNA) der OECD.

Quelle: BANK OF JAPAN (1992) und ECONOMIC PLANNING AGENCY (1992).

Abb. 7 verdeutlicht demgegenüber, daß das Geldmengenwachstum für japanische Verhältnisse keineswegs extrem war. Die *Bank of Japan* konnte ihr geldpolitisches Verhalten 1985 neben den internationalen Pflichten auch

<sup>12</sup> Darunter sind die Vorschläge einer Kommission unter Führung des ehemaligen Zentralbankchefs Maekawa zur Ankurbelung des Binnenkonsums zu verstehen. Die Kommission und die Maßnahmen wurden notwendig, da das amerikanische Leistungsbilanzdefizit trotz der Aufwertung des Yen nicht in befriedigendem Umfang abgebaut werden konnte.

mit dem aufwertungsbedingten Rückgang des Sozialproduktwachstums bei gleichzeitig niedrigen Inflationsraten begründen. Das normale Verhalten der japanischen Kapitaleigner, auf die Gefahr einer künftigen Inflation durch eine steigende Geldmenge mit einer Verstärkung des realwertgesicherten Anteiles ihrer Portefeuilles (z. B. durch den Kauf von Immobilien) zu reagieren, kann daher auch nur als Begründung für einen kurzfristigen Höhepunkt der Kapitalpreise dienen. Es bildet keine Grundlage für eine längerfristige Krise. Das Verhalten der Kapitaleigner bei kurzfristigen Veränderungen der geldpolitischen Parameterkonstellationen soll hier jedoch nicht weiter untersucht werden, da noch eine ganze Reihe von Sonderfaktoren zu beachten wären, die für die kurzfristigen Wirkungen der Einflüsse von Wechselkurs, Geld- und Fiskalpolitik auf die Entwicklung der japanischen Ökonomie und damit der *Bubble* eine Rolle spielen.<sup>13</sup>

All diese Faktoren trugen zur Entstehung der *Bubble* bei und sind bereits vielfach untersucht worden. Sie allein sind jedoch nicht ausreichend und können insbesondere keine Erklärung für die Schärfe der Krise nach dem Platzen der *Bubble* darstellen, von dem sich die japanische Ökonomie bis heute nicht erholt hat.

Die geld- und fiskalpolitischen Schritte in der Folge des Plaza-Abkommens gingen mit einer umfassenden Liberalisierung der Finanzmärkte

---

<sup>13</sup> Unter die zahlreichen, aber durchaus widersprüchlichen Erklärungen des sich verändernden Anlageverhaltens fällt beispielsweise als einer der wichtigsten Faktoren bei Wechselkursänderungen das Kalkül der Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Industrie auf. Die von den höheren Preisen der heimischen Produkte im Ausland gedämpfte Wachstumserwartung im industriellen Bereich hätte eine Anlage in japanischen Aktien weniger attraktiv machen müssen. Umgekehrt hätten erwartete Wechselkursgewinne die längerfristigen landesspezifischen Realzinsen nach oben korrigieren müssen (FRANKEL 1991). Dies ist jedoch insbesondere deshalb fraglich, weil sich die ausländischen Anleger (s. u.) vom japanischen Markt während des Booms zurückhielten und die großen Versicherungen in Japan, teilweise Forderungen des Finanzministeriums nachkommend, konsequent in US-Papiere investierten. Auch unterschiedliche Steuerbelastungen in den nicht perfekt integrierten Kapitalmärkten können eine Ursache für mögliche Unterschiede in den Erträgen sein. Tatsächlich wurden Zinseinkünfte aus Wertpapieren für individuelle Anleger mit der Steuerreform von 1987 teurer. Ab 1988 wurde eine zwanzigprozentige Steuer auf alle Zinseinkünfte erhoben und damit die individuellen Freibeträge von 14 Millionen Yen pro Person (Familienmitglied) abgeschafft (NAGANO 1988). Eine Substitution von Bonds durch Aktien ist allerdings nur schwer zu zeigen und dürfte sich allein schon deshalb in engen Grenzen halten, da die institutionellen Anleger hiervon nicht betroffen waren. Auch wenn man nicht nur die Ertragserwartungen, sondern zusätzlich Veränderungen in der Risikoprämie berücksichtigt, lassen sich die stark ansteigenden Kapitalpreise nicht einfach aus den Fundamentaldaten erklären (UEDA 1990).

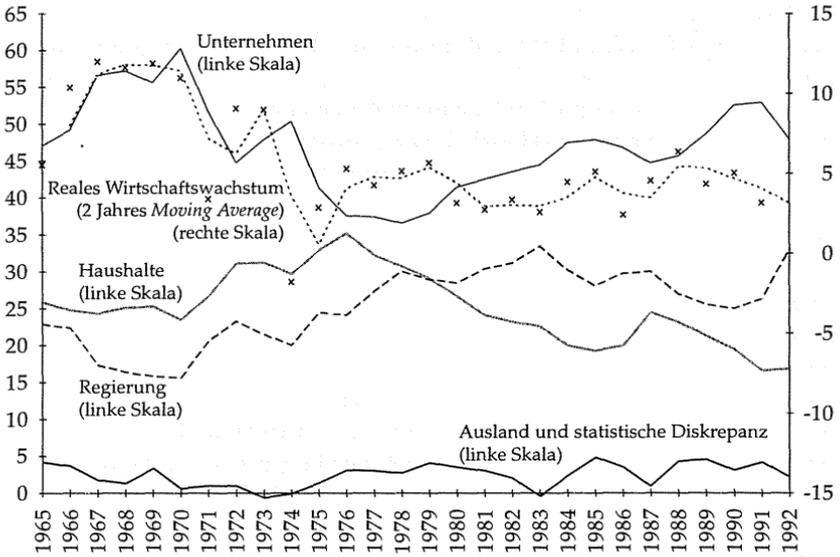


Abb. 8: Reales Wirtschaftswachstum und die Anteile der Sektoren an der nationalen Nettoinvestition (gleitender Durchschnitt) (%)

Anm.: Die Graphik stellt die Anteile der Sektoren an der Gesamtinvestition dar. Eine Addition der Anteile ergibt daher zu jedem Zeitpunkt 100. Als Deflator wurde der BSP-Deflator verwendet. Das reale Wachstum wurde als gleitender Zweijahresdurchschnitt dargestellt.

Quelle: OECD (1960–77, 1963–80, 1976–88, 1994).

einher, die bereits Anfang der 80er Jahre eingeleitet wurde. Nicht nur die Portefeuilles der privaten Anleger, die sich eine Beteiligung an den nicht realisierten Kapitalgewinnen der großen Unternehmen erhofften, wurden in Richtung eines stärkeren Aktienanteils umstrukturiert, auch die institutionellen Anleger, wie die großen Rentenversicherer, die bisher zum größten Teil auf niedrig verzinste staatliche Wertpapiere angewiesen waren, hofften, neue Kunden durch ein modernes Anlagemanagement mit einem größeren Gewicht auf Aktienkapital und Derivaten anziehen zu können. So erhöhten die privaten Haushalte ihren Aktienanteil im Portefeuille von 7,9% 1984 auf 9,9% 1988, die *Special Money Trust Funds* erhöhten ihn von 10% auf 43% und die *Pension Funds at Trust Banks* von 10% auf 25,5% (UEDA 1990: 365). Eine solche Diversifikation in den Portefeuilles in der Folge einer Liberalisierung sollte jedoch nicht zu einer *Bubble* oder gar einer länger andauernden Krise führen, da die hinzugekommenen Instrumente und Intermediäre das Volumen und die Effizienz des volkswirtschaftlichen Investitionsprozesses erhöhen müssten. Abb. 8 verdeutlicht

die Veränderung im relativen Investitionsverhalten der Sektoren vor und während der *Bubble* mit ihrer Wirkung auf das reale Wirtschaftswachstum.

Abb. 8 zeigt, daß es nach 1986 zunächst zu einer relativen Erhöhung der Investitionen der privaten Haushalte kam. Investitionen, die von der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung den privaten Haushalten zugerechnet werden, stellen vor allem Käufe von Immobilien dar.<sup>14</sup> Im Umfang der Investitionen ging damit *ceteris paribus* der Erwerb von Forderungen gegenüber dem Unternehmenssektor zurück, die nur noch im entsprechend geringeren Maße investieren konnten. Der Anstieg des Investitionsanteils der privaten Haushalte stellte vor allem eine inflationsvorbeugende Transaktion dar, die kaum zu einer Steigerung der Produktivität der Ökonomie führen konnte und somit längerfristig nicht zum Wirtschaftswachstum beitrug. Doch bereits 1987 reduzierten die privaten Haushalte ihre Investitionen<sup>15</sup> wieder, und die Unternehmen begannen, verstärkt zu investieren. Im Gegensatz zu den Phasen mit einem sehr hohen Investitionsanteil der Unternehmen in den 1960er Jahren, der zu dieser Zeit auch mit einem starken volkswirtschaftlichen Wachstum verbunden war, führten die Investitionen der Unternehmen während der *Bubble* nicht zu einem produktiven Einsatz des Kapitals. Die Investitionen wurden offenbar zu einem großen Teil für Käufe auf dem Immobilienmarkt verwendet (TSUDA 1994; vgl. Abb. 6). Ab 1991 und nach dem Platzen der *Bubble* griff die Regierung mit ihrem Haushalt ein und versuchte, die Kapitalmärkte, vor allem durch die Stützung der Immobilienwerte, zu stabilisieren.

Die Beobachtung, daß sich das Investitionsverhalten in der japanischen Ökonomie nach der Liberalisierung der Kapital- und Finanzmärkte Mitte der achtziger Jahre zwar in Richtung einer Erhöhung der nationalen Investitionsquote bewegte,<sup>16</sup> die Investitionen aber weitgehend in *Betongold* umgesetzt wurden, führte dazu, daß ein großer Teil der Erklärungen der *Bubble* letztlich auf psychologische Faktoren einer Spekulation oder auf die unkontrollierte Entwicklung von Finanzmarktinstrumenten (vor al-

---

<sup>14</sup> Von der deutschen volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung werden Investitionen der privaten Haushalte nicht gesondert von ihren Ersparnissen erfaßt.

<sup>15</sup> Hier handelt es sich um relative und nicht um absolute Investitionsanteile. Diese relative Verringerung ist damit nicht gleichbedeutend mit einer Reduktion der Investitionsquote der Haushalte. Die Haushalte traten auch weiterhin als Nachfrager auf den Immobilienmärkten auf. Ihr Investitionsanteil an der gesamten Investition wurde jedoch von den Unternehmen ab 1987 übertroffen.

<sup>16</sup> Dies muß *per se* keine negativen Auswirkungen auf die Ökonomie haben und wird nicht nur in Japan gemeinhin für eine positive Entwicklung im Allokationsprozeß gehalten.

lem von Derivaten) (KUNZE 1995), und damit auf ein Marktversagen<sup>17</sup> verwiesen. Insbesondere innerhalb des Regierungslagers und der Bürokratie setzte sich diese Überzeugung offenbar durch, was zu den entsprechenden regulativen Maßnahmen führte, die im folgenden Abschnitt kurz dargestellt werden sollen.

## 5. INSTITUTIONELLE LÖSUNGEN

Da die Entwicklung der *Bubble* mit der umfassenden Liberalisierung der japanischen Finanzmärkte einherging, richteten sich die institutionellen Maßnahmen vor allem auf eine Stützung der noch vorhandenen Strukturen der Zeit vor den Liberalisierungen der 80er Jahre.<sup>18</sup> Ein wichtiges Mittel ist dabei die Förderung der Konzentration im Bankensektor. Kleinere Institute mit vielen ausfallgefährdeten Krediten werden von den Großbanken übernommen. Inzwischen ist es sogar zu ersten Fällen einer Fusion von *City Banks* (*Mitsubishi Bank* und *Bank of Tōkyō*) gekommen. Gleichzeitig wurde vom Finanzministerium das Trennbankensystem schrittweise aufgehoben, um den Banken auch die Stützung und Übernahme von Wertpapierhandelshäusern bzw. die direkte Stützung einzelner Institute auf den Kapitalmärkten zu ermöglichen.

Außerdem wurde am 27.1.1993 ein Liquidationssystem (*saisan-shisutemu*) der Banken (insgesamt 162 Banken, selbstverständlich mit einem starken Übergewicht der *City Banks*) in Form einer gemeinsamen Abschreibungsgesellschaft (*kyōdō saiken baishū kikō*) mit einem Anfangskapital von 7,9 Mrd. Yen gegründet. Sie wurde geschaffen, um den Kreditinstituten hypothekengesicherte Forderungen abzukaufen und ihnen so die

---

<sup>17</sup> Unter einem Marktversagen ist hier zu verstehen, daß der Finanzmarkt nach der Entwicklung der neuen Instrumente nicht mehr auf ein stabiles Gleichgewicht hinstrebte. Ein Versagen der Marktmechanismen erfordert automatisch das Eingreifen einer Nicht-Markt-Instanz wie dem Staat. Die Standardbeispiele für derartig begründete Staatseingriffe sind Monopole und der Umweltschutz beim Vorhandensein von externen Effekten. Näherliegend sind hier allerdings staatliche Aufgaben bei der Organisation des Marktrahmens, wie z. B. Korruptionskontrolle oder Insidergeschäfte.

<sup>18</sup> Sogar die seit 1982 nicht mehr ausgeübte Kreditrationierung wurde ab dem 3. Quartal 1989 noch einmal angewandt. Im Juni 1991 wurde sie dann allerdings endgültig abgeschafft (HOSHI, SCHARFSTEIN und SINGLETON 1993: 66).

schrittweise Abschreibung der Verluste zu ermöglichen.<sup>19</sup> Obwohl die Gesellschaft erst am 25. März die Käufe ausfallgefährdeter Forderungen startete, hatten die *City Banks* bereits zum 1. April 1993 für durchschnittlich 50 Mrd. Yen pro Bank solche Ansprüche an die Gesellschaft verkauft. Die *City Banks* wollten ihre Gewinne von inzwischen 20 % aus dem Geschäftsjahr steuerlich kompensieren (Ende März werden die Halbjahresabschlußberichte veröffentlicht) und besaßen daher einen so großen Abschreibungsbedarf, daß die Gesellschaft auf diese Weise bis zum 1. April 1993 für 681,7 Mrd. Yen Forderungen von 35 Kreditinstituten erwarb. Die *City Banks* realisierten bei dieser Transaktion pro Bank für 10 Mrd. Yen Verluste. Dies führte dann allerdings dazu, daß die Regionalbanken sich bereits in dieser frühen Phase übervorteilt sahen und nach weiteren staatlichen Hilfen bei der Finanzierungslast der Gesellschaft riefen. Bis September 1993 hatte die Abschreibungsgesellschaft 10 Billionen Yen an Ansprüchen von den Kreditinstituten übernommen, ohne allerdings nennenswerte Verkäufe von Forderungen oder Immobilien vorweisen zu können (SCHULZ 1996).

Der Vorteil einer solchen Gesellschaft als Abschreibungsintermediär liegt darin, daß die Finanzinstitute ihre ausfallgefährdeten Forderungen einfach und in der Höhe ihrer steuerpflichtigen Gewinne abschreiben können, ohne sie vollständig wertberichtigen zu müssen. Dabei greift die Konstruktion auf die vorhandenen Strukturen innerhalb der *keiretsu* [Unternehmensgruppen] zurück und unterstützt weitere Zentralisierungstendenzen. Ansprüche von Nicht-Banken innerhalb eines *keiretsu* werden von den jeweiligen Banken übernommen. Die Forderungen, vor allem Hypotheken, werden dabei zu einem gutachterlich geschätzten Marktpreis gekauft. Dabei erleiden die Unternehmen natürlich einen (Buch-)Verlust, der dann wiederum von der Bank teilweise gestützt wird (*shien-son* [Beteiligungsverlust]). Die Bank als neuer Inhaber der Forderung verkauft sie dann an die Gesellschaft weiter. Die *Umbuchungen* werden damit von der Hoffnung getragen, daß die Grundstückspreise schnell wieder ansteigen (GERN 1993).

Solange die Gesellschaft jedoch keine Forderungen oder Grundstücke in nennenswertem Umfang weiterverkaufen kann, sind die Abschreibungsmöglichkeiten über diese Gesellschaft begrenzt und bedrohen weiter die Preise auf den Immobilienmärkten. Entsprechend sind inzwischen

---

<sup>19</sup> Ein Beispiel: Eine Forderung von ehemals 1 Milliarde Yen wird von der Gesellschaft für 600 Millionen Yen gekauft. Den Verlust trägt die Bank aus ihren steuerlich wirksamen Risikorückstellungen. Die Mittel für den Kauf werden der Gesellschaft wiederum durch einen Kredit zu der Zeit günstigen langfristigen *prime rate* der Banken mit einer Frist von drei bis fünf Jahren zur Verfügung gestellt.

die verfallenden Bodenpreise auch auf das Vermögen der privaten Haushalte durchgeschlagen, die Wertverluste von über 30% ihrer nicht-gewerblichen Grundstücke gegenüber 1991 hinnehmen mußten (*Economist* 8.7.1995: 83). Die staatlichen Stützungsmaßnahmen für die Immobilien- und Kapitalmärkte entwachsen daher auch immer mehr dem eher verdeckten Bereich der Konjunktur- und Infrastrukturprogramme, die sich auf die Landesentwicklung und Bautätigkeiten konzentrieren. Da inzwischen auch das Kapital der staatlichen Postsparkassen<sup>20</sup> direkt für Stützungsmaßnahmen auf den Aktienmärkten eingesetzt wird, wird auch die direkte Sozialisierung der Verluste immer offensichtlicher.<sup>21</sup>

## 6. DIE BUBBLE ALS FOLGE EINES LÄNGERFRISTIGEN TRANSFORMATIONSPROZESSES

Mit der Liberalisierung der Finanzmärkte seit Anfang der 80er Jahre kam es zu einer deutlichen Verschiebung der Gewichte in der japanischen Investitionsfinanzierung. Unternehmen, die bisher auf die Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit durch Bankkredite oder die eigenen Erträge angewiesen waren (SUZUKI 1983; TSURU 1993), besaßen jetzt die zusätzliche

<sup>20</sup> Dies ist gleichbedeutend mit dem Einsatz des Schattenbudgets der japanischen Regierung im Rahmen des *Fiscal Investment and Loan Programs* (FILP).

<sup>21</sup> Besonders deutlich macht diesen Übergang vom Einsatz institutionell-politischer Mittel zum Einsatz öffentlicher Gelder die Einschätzung des Präsidenten des Finanzsystemstabilisierungsausschusses (*Kinyū Shisutemu Antei-ka Iinkai*), eines beratenden Organs des Finanzministeriums, genauer der *Kinyū Seido Chōsakai* [Finanzsystemuntersuchungsausschuß], Tachi Ryūichirō, in einem Interview der Asahi Shinbun AERA (Übersetzung durch den Verfasser):

Eigentlich sollen die Geldinstitute als erstes aus eigener Kraft ihre Probleme bewältigen. Genauso wie die sonstigen Industriezweige sollten sie stark rationalisieren. Sie scheinen jedoch keine Bemühung in dieser Richtung zu machen. Das ist die allgemeine Meinung in Japan. Auch ich vertrete diese Meinung. Aber die Schulden sind leider so groß, daß dieser Prozeß über Rationalisierungen allein noch fünf bis sechs Jahre dauern würde. Während dessen wachsen die Schulden weiter. Deswegen muß man sie durch ein spezielles System unterstützen. Ich sehe die Konzeptentwicklung einer solchen Methode zur Unterstützung als die Hauptaufgabe unseres Ausschusses an. Als erstes ist die Förderung der Integration und der Fusion über die aktive Nutzung des Unterstützungssystems durch die Geldinstitute denkbar. In diesem Stadium sollte eine finanzielle Hilfe je nach dem Bedarf geleistet werden. [...] Als weitere Möglichkeit ist der Bankrott auf Befehl, wie in den USA, durchaus denkbar. Diese amerikanische Methode können wir auch berücksichtigen. Bei den gigantischen Schulden halte ich persönlich die Problembewältigung ohne öffentliche Mittel für unmöglich (Iso 1995: 9).

Möglichkeit, neue Investitionsprojekte durch die Neuemission von Aktien oder Schuldverschreibungen ohne die Beteiligung einer der Großbanken durchzuführen. Abb. 9 zeigt, wie rege beispielsweise die Möglichkeit der Finanzierung durch Eigenkapitalerhöhung wahrgenommen wurde.

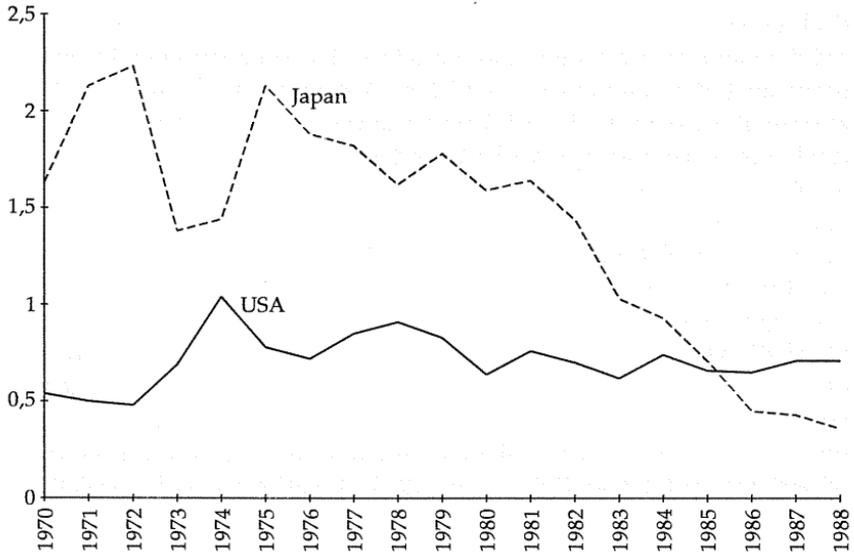


Abb. 9: Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital amerikanischer und japanischer Unternehmen

Quelle: FRENCH und POTERBA (1990: 36).

Ein solcher Befund ist zunächst unproblematisch, da die Zunahme der Wahlmöglichkeiten im Portfolio der Unternehmen und der privaten Haushalte die Effizienz der Investitionsentscheidungen durch eine genauere Anpassung an die Präferenzen, durch eine Verringerung der Reaktionszeiten und durch eine Reduzierung der Transaktionskosten vermindern mußte. So sind beispielsweise die Kapitalkosten bei der Vermittlung durch Banken als Intermediäre üblicherweise höher, da die inflexibel administrativ festgelegten Reservehaltungspflichten, die Pflicht zu einer Kapitaldeckung ihrer ausstehenden Forderungen und die relative Kreditilliquidität für die Banken höhere Kosten bei der Refinanzierung verursachen, die an die Kunden weitergegeben werden. Außerdem sind die Administrationswege der wenig spezialisierten und auf vielen Märkten agierenden Banken häufig länger und inflexibler.

Für die japanischen Unternehmen stellte sich die Finanzierungssituation vor der Liberalisierung noch komplizierter dar, als dies bei einer aus-

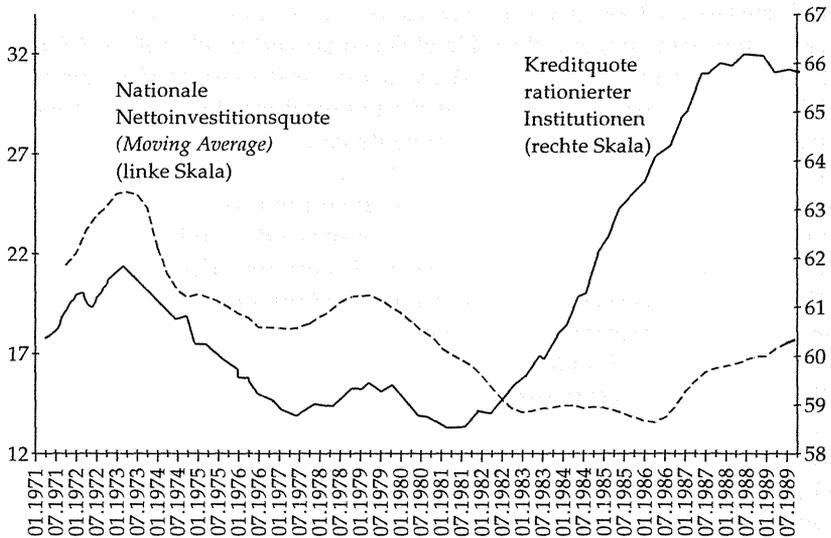


Abb. 10: Nationale Nettoinvestitionsquote (linke Skala) und Kreditquote von Window Guidance betroffener Institute (überwiegend City Banks) (rechte Skala) (%)

Anm.: Die *Investitionsquote* ist das Verhältnis von Nettoinvestitionen und BSP. Zur Darstellung wurden die gleitenden Jahresdurchschnitte der Quartalsdaten herangezogen. Die *Kreditquote* ist das Verhältnis der Industriekredite, die von der Bank of Japan in das System der Window Guidance (City Banks, Long-term Credit Banks, Trust Banks, Regional Banks) einbezogen wurden, zu den Industriekrediten aller Kreditinstitutionen.

Quelle: ECONOMIC PLANNING AGENCY (1992); BANK OF JAPAN (1992). Für die Kreditquote vgl. HOSHI, SCHARFSTEIN und SINGLETON (1993: 76).

schließlich oder überwiegenden Bankenfinanzierung ohnehin der Fall gewesen wäre. Den Kreditinstituten wurden von der Bank of Japan die meisten wichtigen Zinssätze vorgeschrieben, und sie mußten deshalb gleichzeitig bezüglich des zu vergebenden Kreditvolumens rationiert werden.<sup>22</sup> Abb. 10 verdeutlicht den großen Einfluß, den die Kreditvergabe kreditrationierter Banken auf die nationale Investition bis 1981 hatte. Der Anteil der Darlehen von kreditrationierten Banken an den gesamten Industriekrediten lag während des gesamten Zeitraums über 58%. Während der restriktiven Geldpolitik nach der ersten Ölkrise und zwischen 1979 und 1980

<sup>22</sup> In bezug auf die Kreditrationierung durch das Bankensystem kann argumentiert werden, daß Banken grundsätzlich Kredite rationieren, da der Preismechanismus für die Kreditvergabe versagt (JAFFEE 1971, STIGLITZ und WEISS 1981, STIGLITZ 1992a, STIGLITZ 1992b).

reduzierte sich diese Quote jedoch erheblich. Die rationierten Intermediäre waren gezwungen, ihre Finanzierungen einzuschränken (HOSHI, SCHARFSTEIN und SINGLETON 1993). Der starke Anstieg seit Anfang der 80er Jahre demonstriert demgegenüber die Entwicklung dieser Institutionen, nachdem die rationierenden Instrumente kaum noch auf sie angewandt wurden.

Ein Unternehmen mit hervorragenden Investitionsprojekten, aber einem nur geringen *Cash flow*, sah sich deshalb insbesondere in Phasen restriktiver Geldpolitik großen Problemen bei der Realisierung der Projekte gegenüber. Entsprechend wird der *Cash flow* bei kreditrationierten Unternehmen zu einer wesentlichen Komponente für die Wahl von Investitionsvorhaben. Die intern vorhandenen liquiden Mittel erhöhen nicht nur die Reaktionszeiten auf Investitionsmöglichkeiten, sie ermöglichen sie häufig erst.

Durch das Fehlen leistungsfähiger Kapitalmärkte boten sich während der Phasen restriktiver monetärer Politik nur die Substitution durch Handelskredite und der Zugriff auf das Kapital der großen Versicherungsgesellschaften an. Unternehmen, die zu größeren Unternehmensgruppen (*keiretsu*) gehörten, werden dadurch deutlich bevorzugt (HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN 1991). Erstens gehören sämtliche großen Versicherungsgesellschaften zu einem der *keiretsu*, und zweitens ist es innerhalb von Unternehmensgruppen mit einem wesentlich geringeren Risiko verbunden, Handelskredite zu vergeben. Selbst bei der Verteilung der vorhandenen Kreditsumme rationierter Banken sind Unternehmen aus Unternehmensgruppen im Vorteil, da die Kreditinstitute in Phasen einer Liquiditätsbeschränkung aufgrund stark ausgeprägter Risikoaversion Unternehmen für ihre Kredite auswählen, deren Geschäftssituation und -verhalten ihnen aus einem ständigen *Monitoring* (Schuldnerüberwachungs-)Prozeß (s. u.) am besten bekannt sind. Dies war offenbar innerhalb der *keiretsu*, zu denen ja auch die *City Banks* gehören, am stärksten der Fall, denn die Unternehmen eines *keiretsu* erwiesen sich deutlich weniger von Liquiditätsbeschränkungen beeinflusst und konnten so auch in Phasen verstärkter Rationierung Investitionsmöglichkeiten wahrnehmen (HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN 1990). HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN (1990) zeigen beispielsweise, daß Unternehmen, die keiner Gruppe angehörten, bei einer Verringerung ihres *Cash flow* ihre Investitionen um die Hälfte der Abnahme des *Cash flow* verringerten, während *keiretsu*-Unternehmen ihre Investitionen nur um 5 % reduzierten.

Der enge Zusammenhang zwischen der Bankenfinanzierung der japanischen Ökonomie und der Organisation in Unternehmensgruppen hat einige Folgen für die Allokationsstruktur und Risikoverteilung in Japan. Das Kalkül der Banken ist nicht primär auf eine Maximierung der Erträge aus den von ihnen finanzierten Investitionsprojekten ausgerichtet. Sie er-

wirtschaften ihre Gewinne aus den Margen zwischen Depositen- und Kreditzinsen und sind nicht an den möglichen über- oder unterdurchschnittlichen Erträgen ihrer Kreditnehmer beteiligt. Sie unterliegen als Intermediäre daher keinem direkten Zinsrisiko, ihre Sorge muß sich vielmehr auf das Kreditrisiko, d. h. auf die Sicherheit des Rückflusses ihrer Forderungen, richten. Nur beim Konkurs ihres Schuldners müssen sie ihre Ertrags-erwartungen einschließlich (eines Teiles) ihrer Forderungen abschreiben. Eine dem Kalkül von Banken als Intermediären entsprechende Investitionsstruktur einer Ökonomie wird daher eher auf (das Kreditvolumen erhöhende) Umsätze und (die Kreditsicherheit erhöhende) konkursfreie Strukturen mit geringerem Wettbewerb als auf Effizienz und Ertrag orientiert sein.

Da in Japan die Großbanken gleichzeitig den Kern der (Finanzierungs-) Struktur der Unternehmensgruppen bilden, wirkt ein solches, nicht zwingend der Rentabilität verschriebenes Kalkül bis in die Entscheidungsstrukturen der großen Unternehmen hinein. Abschnitt 3 hat gezeigt, daß die ausgewiesenen und ausgeschütteten Erträge um ganz erhebliche Beträge zu korrigieren sind, bevor man ein realistisches Bild des Kapitalwertes dieser Unternehmen erhält. Der an die Kapitaleigentümer ausgeschüttete Anteil bildete dabei eher eine Restkategorie. Die mit den geringen Ausschüttungen verbundene Akkumulation von Kapital und die mit der Umsatzorientierung verknüpfte potentielle Ineffizienz der Unternehmen in einem *keiretsu* machte es deshalb auch notwendig, daß sich die Unternehmen gegenüber anderen Teilnehmern vor zu harter Konkurrenz in Krisensituationen und nach außen vor feindlichen Übernahmen<sup>23</sup> durch das gegenseitige Halten von Aktienpaketen versicherten. HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN (1990) zeigen für eine Stichprobe von 125 Firmen aus den Jahren 1978 bis 1985, daß Unternehmen, die zu *keiretsu* gehören, nach Krisen und kostenintensiven Veränderungen in der Unternehmensstruktur schneller wieder ihr Investitions- und Umsatzniveau regenerierten und im Durchschnitt auch während einer Unternehmenskrise keine Deinvestition vornehmen mußten. Auf diese Weise werden zwar Konkurse verhindert, aber es stellt sich die Frage, inwieweit ein solches Verhalten die Effizienz der *keiretsu* reduzierte, die auf diese Weise auch eine ganze Reihe ineffizienter Unternehmen stützten. Konkurse und Firmenübernahmen in einer Krise führen zwar zu erheblichen Anpassungskosten, sie bilden aber auch ein zentrales Element der Konkurrenz und damit der Effizienz einer Marktwirtschaft. Die Nachteile erwachsen in einem solchen Fall den japa-

<sup>23</sup> In den USA bildeten feindliche Übernahmen (*hostile takeover*) insbesondere in den 80er Jahren ein wichtiges Element der Konkurrenz der Kapitalgesellschaften um das knappe Kapital der Anleger.

nischen Privathaushalten, deren Einkommen aus Löhnen und realisierten Kapitalerträgen niedriger ausfallen, als dies notwendig wäre.

Gleichzeitig besitzt eine solche Banken-Unternehmensstruktur allerdings auch erhebliche Vorteile für die privaten Haushalte, ohne die das japanische Wirtschaftswunder kaum denkbar gewesen wäre. In stabilen Unternehmensstrukturen ohne jene Kosten, die Konkurse mit sich bringen, wie die Vernichtung von Kapital, von Informationsstrukturen, von menschlichem *Know-how* am Arbeitsplatz, und ohne hohe Suchkosten der Arbeitnehmer nach dem Verlust des Arbeitsplatzes liegen auch erhebliche Wirtschaftspotentiale, die die privaten Haushalte, sofern man ihnen Risikoaversion unterstellt, entschädigen können. Ebenso erfüllen die Banken auch eine direkte positive Rolle als Institution. Auf unvollkommenen Märkten und bei Berücksichtigung von Informationskosten sorgen Banken für die Reduzierung von Kosten beispielsweise durch Bündelung von Informationen über ihre Kunden.<sup>24</sup> DIAMOND (1984 und 1991) verweist auf die Reduzierung von Kosten bei der Kontrolle der investierenden Kreditnehmer, wenn Kapitaleigentümer den Unternehmen das Kapital nicht direkt, sondern vermittelt über eine Bank zur Verfügung stellen, die die Kreditnehmer in einem Prozeß des *Screening* (Bonitätsprüfung) auswählt und

<sup>24</sup> Banken als Finanzintermediäre lassen sich auch in Modellen mit allgemeinen *Principal-Agent*-Problemen als Vermittler verwenden. Ein Beispiel sei hier genannt:

Entsprechend MYERS und MAJLUF (1984) werden Manager lohnende Investitionsprojekte dann nicht wahrnehmen, wenn sie dafür aufgrund von Liquiditätsbeschränkungen aus ihrem *Cash flow* eine Kapitalerhöhung durch neue Aktien unter folgenden Bedingungen in Kauf nehmen müßten: Sind sich das Management eines Unternehmens und die vorhandenen sowie die potentiellen Kapitaleigentümer der Informationsasymmetrien zwischen den vollständig informierten Managern (*Agents*) und den unvollständig informierten Kapitaleigentümern (*Principals*) bewußt, werden die Alt-Aktionäre (die bisherigen Aktionäre) versuchen, das Management auf die Vertretung der Interessen der Alt-Aktionäre festzulegen. Dies fällt um so leichter, wenn sich die Manager unter den Aktionären befinden. Gelingt dies, wird sich das Management vor allem im Interesse der Alt-Aktionäre verhalten. Da ein besonders vielversprechendes Investitionsprojekt dementsprechend möglichst vollständig den Alt-Aktionären zugute kommen sollte, wird es ohne eine zusätzliche Emission von Aktien finanziert werden. Schlechtere Projekte können mit neuen Investoren geteilt werden. Eine Neuemission spricht daher für ein schlechtes Projekt und führt zu entsprechend höheren Finanzierungskosten, die dem Projekt unangemessen sein können. Banken, die mit den Unternehmen sowohl über Kreditverträge als auch über Aktienbesitz verbunden sind, könnten diese informationsbedingte Einschränkung des Modigliani-Miller Theorems (der Äquivalenz der Investitionsfinanzierung durch Aktien oder Verschuldung) überbrücken helfen.

durch *Monitoring* während der Laufzeit kontrolliert.<sup>25</sup> Dies kann auch für den kontrollierten Schuldner Vorteile haben, da er durch die Anreize zu sichereren Anlagen mit der Zeit ein höheres *Credit Rating* (Bonitätsgrad) erwirbt und dadurch niedrigere Zinskosten erreichen kann. Außerdem werden im Rahmen des *Monitoring* nicht nur Geschäftsinformationen an die Bank geliefert, er erhält unter Umständen auch Informationen von der Bank, die ja mit einer Reihe von weiteren Unternehmen verbunden ist.

Somit haben Finanzsysteme mit einer starken Bankenorientierung Vorteile, die sie gegenüber kapitalmarktorientierten Finanzsystemen konkurrenzfähig machen können, obwohl das längerfristige Gleichgewicht einer solchen Ökonomie sich höchstens zufällig mit der reinen (Kapital-)Marktlösung decken wird.<sup>26</sup> In bezug auf die Verarbeitung von exogenen Schocks, als dessen Ergebnis die *Bubble* häufig interpretiert wird (Abschnitt 4), dürfte ein bankenorientiertes Finanzsystem jedoch aufgrund der längerfristigen Geschäftsbeziehungen und der starken Konkursaversion sogar Vorteile haben. Die *Bubble* wird daher hier auch als das Ergebnis einer Transformationsphase gedeutet, die die grundsätzliche Struktur des Finanzsystems verändert hat.

In direkter Konkurrenz zu offenen Kapitalmärkten werden sich die Kostennachteile der Banken in bezug auf das Forderungsvolumen und die Risikostruktur auswirken (HODDER 1988). So werden innerhalb einer informationstheoretischen Argumentation sehr gute und sehr schlechte Schuldner keine Anreize haben, sich einem *Monitoring* durch die Banken als Finanzintermediäre zu unterziehen. Für die Besten würde es nur höhere Kosten bedeuten, da sie sich aufgrund ihrer Bonität auch ohne *Monitoring* zu günstigen Bedingungen verschulden können. Besonders angesehene ältere Unternehmen werden ihren Risikobonus und Informationsvorsprung direkt und zu geringeren Kosten auf den Kapitalmärkten umsetzen können. Für unsichere Schuldner sind die entsprechenden Bankkredite dagegen kaum erhältlich, da sie, trotz möglicherweise spektakulärer Gewinnaussichten, bereits beim *Screening* durchfallen würden. Sie werden sich nach Fi-

---

<sup>25</sup> In einem *Screening*-Prozeß werden potentielle und gegenwärtige Schuldner in bezug auf ihre Kreditwürdigkeit eingeteilt. *Monitoring* setzt demgegenüber langfristige Beziehungen voraus, da der mit dem *Monitoring* verbundene Kontrollprozeß darauf ausgerichtet ist, die Unternehmen bei ihren laufenden Investitionsentscheidungen in Richtung der sichersten Projekte bei gleichwertigen Erträgen zu drängen.

<sup>26</sup> Die Argumente zu den Vor- und Nachteilen einer Banken- versus Kapitalmarktfinanzierung sind selbstverständlich noch wesentlich vielfältiger. Insbesondere für den Vergleich mit den europäischen Finanzsystemen sind folgende Beiträge interessant: CABLE (1985), FRANKS und MAYER (1990), MAYER (1987), NEUBERGER und NEUMANN (1991), PI und TIMME (1993), ZYSMAN (1983).

finanzierungsmöglichkeiten für Risikokapital durch Instrumente wie *Junk bonds*<sup>27</sup> umsehen müssen, deren hohe Kapitalkosten sie aus den erhofften Erträgen ihrer Marktlücke decken können. Dagegen werden vor allem neue Unternehmen mit sicheren Vorhaben und ältere Unternehmen mit einem ungünstigen Geschäftsverlauf in der jüngeren Vergangenheit auf Bankkredite zurückgreifen. Beide Unternehmen sind auf die positive Bonität, die sich aus dem *Monitoring* der Banken ergibt, angewiesen und werden die damit verbundenen Kosten zu tragen bereit sein.

Den allgemeinen Trend, die teureren oder komplizierteren Bankkredite durch andere Kapitalquellen zu substituieren, stellt bereits die Abb. 9 dar. Besonders interessant ist jedoch die Verhaltensweise der Firmen aus den *keiretsu*, da sie die primären Schuldner der *City Banks* sind. Die Tab. 2 zeigt die Veränderungen in der Investitionsfinanzierung für Mediane der Unternehmen, die in *keiretsu* organisiert sind, auf.

	1977	1986
Tobin's $q$ (for all assets)	1.32	1.68
(Investment)/(Capital)	0.07	0.19
(Market value of debt)/(Market value of equity)	1.26	0.37
(Borrowing from group)/(Total bank borrowing)	0.31	0.29
(Total bank borrowing)/(Total debt)	0.93	0.88
(Borrowing from group)/(Total debt)	0.28	0.22
(Total bank borrowing)/(Capital)	1.75	1.01
(Borrowing from group)/(Capital)	0.51	0.30

Tab. 2: Unternehmenscharakteristik von Median-Unternehmen der Unternehmensgruppen (*keiretsu*)

Quelle: HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN (1990a: 112).

Selbst die Median-Unternehmen reduzierten ihre Verschuldung deutlich. Sie verringerten bei den Investitionen, die sie nach wie vor durch Kredite finanzierten, den Anteil der Kredite, den sie bei Banken aufnahmen, und den Anteil, den sie innerhalb der Gruppe aufnahmen. Die deutliche Abwendung von den alten Strukturen wird um so deutlicher, wenn man die *Performance* der Unternehmen hinzunimmt, die ihre Gruppen-Bank-Kreditquote reduzierten. Während die Unternehmen, die ihre Gruppen-Ver-

<sup>27</sup> *Junk bonds* wurden in den USA der 80er Jahre mit einem eigenen Markt berühmt, auf dem risikoreiche, aber hoch verzinsliche Wertpapiere auch wenig bekannter Unternehmen gehandelt wurden. Auf derartige Finanzierungsmöglichkeiten wird ein großer Teil der Investitions- und Innovationsdynamik der US-Ökonomie zurückgeführt.

bindlichkeiten reduzierten, von 1977 bis 1986 ein reales jährliches Wachstum von 6 % erreichten, lagen jene, die ihre Gruppen-Verschuldung steigerten, bei einem Wachstum von unter 1 % (HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN 1990a). Ebenso konnten HOSHI, KASHYAP und SCHARFSTEIN (1993) feststellen, daß Unternehmen, die ein hohes Eigenkapital besaßen, sich von den Banken abwendeten, während solche, die zu *keiretsu* gehörten, bei überdurchschnittlich hohem  $q$ , d. h. bei einer hohen Marktbewertung, eine unterdurchschnittlich niedrige Bankschuldenquote besaßen. Entsprechende Unternehmen, die keiner Gruppe angehörten, aber am Markt ebenfalls hohe Preise (ausweislich eines hohen  $q$ ) erzielten, wiesen dagegen überdurchschnittlich hohe Bankschuldenquoten auf. Für die Unternehmen mit unterdurchschnittlichem  $q$  galt das Umgekehrte. Die Banken haben offensichtlich im Verlaufe der 80er Jahre die *guten* Unternehmen der *keiretsu* verloren und *schlechtere* aus diesen Unternehmensgruppen behalten oder hinzugewonnen.<sup>28</sup> Immerhin konnten sie aber aus der Gruppe der unabhängigen Unternehmen zahlreiche hochbewertete Unternehmen anziehen oder halten.

In einer direkten Konkurrenz zu weitgehend unregulierten Kapitalmärkten wäre also zu erwarten, daß die Banken mit dem Verlust von guten Schuldnern schrumpfen. Da die Liberalisierung der 80er Jahre jedoch auch die Beschränkungen in den Kreditvergabemöglichkeiten der Banken betraf, konnten sie konkurrierend ihren Bestand an Forderungen ausbauen. Abb. 10 verdeutlicht den starken Anstieg der Kreditquote vormals rationierter Banken. Da die japanischen *City Banks* bis in die Mitte der 80er Jahre auf regulierten Märkten und mit der *Bank of Japan* als Zentralbank im Hintergrund agierten, sahen sie sich weder hohen Kapitaldeckungspflichten als Sicherheit gegen das Kreditrisiko gegenüber, noch hatten sie bei ihrem Schwergewicht auf Großkunden hohe Verwaltungs- und *Monitoring*-Kosten. Erst der Vorstoß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) von 1988, die eine Kapitaldeckungspflicht international agierender Banken von 8 % bis zum Jahr 1993 vorschrieb (TIROLE 1994: 474), und der relative Rückgang der Großkunden aus den *keiretsu* brachten hier eine Wende.

Die *City Banks* konnten deshalb im Laufe der 80er Jahre ihre Kreditvergabe bei niedrigen Kapitalkosten auch international ausdehnen (IWAMI

<sup>28</sup> Auch die *Cross Holdings* der japanischen Unternehmen, die, wenn sich Aktien von relativ schlechteren Unternehmen darunter befinden, mit erheblichen Kosten verbunden sein können, werden inzwischen reduziert. Zwischen 1991 und 1994 verkauften an der Börse geführte Nicht-Finanzunternehmen für 7,1 Billionen Yen Aktien, und im ersten Quartal 1995 kamen noch einmal für 340 Milliarden Yen verkaufte Aktien hinzu (*Economist* 3.6.1995: 83).

1993 und 1994). Da die Kreditinstitute gegenüber den neuen Kunden entsprechend ihrem risikoorientierten Kalkül auf die Sicherung ihrer Forderungen achten mußten, vergaben sie Kredite gegen Immobiliensicherheiten oder für Bauvorhaben. Die gängige institutionelle Trennung zwischen Marktrisiken (einschließlich Zinsrisiken) und Kreditrisiken, bei der die Banken ausschließlich die Kreditrisiken tragen sollen, erwies sich damit, ausweislich der *Bubble*, als unzulänglich. Volkswirtschaftlich ist die Herausnahme der Banken aus den Marktrisiken kaum möglich, da die Illusion der Wertsicherheit, beispielsweise von Hypotheken, in der Krise ebenso schnell zerstört werden kann, wie ihre vermeintlich sicheren Buchwerte auf die aktuellen Marktwerte abgeschrieben werden müssen.<sup>29</sup>

## 7. SCHLUSS

Durch eine Reihe von Studien ist gezeigt worden, daß die realen Erträge aus einer Kapitalanlage in japanischen Aktien trotz der stark steigenden Preise seit dem Beginn der Finanzmarktliberalisierungen 1982 nicht niedriger lagen als in vergleichbaren Ländern. Die Untersuchung der PERs (*Price/Earning Ratios*) machte jedoch gleichzeitig deutlich, daß die Realisierung dieser Erträge mit der Akzeptanz von verschiedenen Besonderheiten im Investitions- und Gewinnausschüttungsverhalten der japanischen Unternehmen verbunden war. So kamen den Aktionären die Erträge aus ihren Kapitalanlagen nur zu einem kleinen Teil durch ausgeschüttete Dividenden zugute, der ganz überwiegende Teil der realen Erträge bestand aus Kapitalzuwachsen. Da die Unternehmen in einem wesentlich geringeren Maße als beispielsweise in den USA zur Bilanzierung und somit zur Ausschüttung ihrer Gewinne gezwungen sind, verblieb ein größerer Teil der Erträge im Unternehmen und wurde von den Eigentümern in der

---

<sup>29</sup> HELLWIG (1994) fordert denn auch eine Reorientierung der staatlichen Bankenregulierung. Es sollten weniger die Einleger gegen ein Risiko immunisiert werden, als vielmehr eine effiziente volkswirtschaftliche Risikoallokation angestrebt werden.

Such a reorientation of banking regulation seems the more important since in the past the very concern of regulators with the risklessness of deposits seems to have been a source of distortions that actually have enhanced the interest rate risk exposure of banks and other institutions: in certain jurisdictions, regulatory restrictions on lending have led to concentrations of activities on safe home mortgages and other real-estate related lending where interest-induced valuation risks are particularly high. Government provision of cheap deposit insurance has effectively subsidized 'risk free' demand and savings deposits relative to other forms of finance (HELLWIG 1994: 1385).

Form von Kapitalgewinnen realisiert. Vor allem aber wurden die Aktienpreise durch die Investitionen der Unternehmen in Aktienpakete anderer Unternehmen und durch die umfangreichen Investitionen in Immobilien in die Höhe getrieben. Beides führte zwar zu einer weiteren Reduzierung der ausgeschütteten Gewinne, aber zumindest im letzteren Fall auch zu einer Erhöhung des Vermögens aus Kapitalgewinnen.

Die *Bubble* und die sich anschließende dauerhafte Krise sind daher keine Folge eines irrationalen Anlageverhaltens der japanischen Kapitaleigentümer. Die Orientierung auf Kapitalgewinne wurde ihnen von den Marktbedingungen in der japanischen Ökonomie der 80er Jahre vorgegeben. Auch die japanische Geld- und Fiskalpolitik ist im engeren Sinne trotz ihrer expansiven Ausrichtung in der Folge des Plaza-Abkommens nicht als Ursache zu betrachten. Sie kann nur als Auslöser der *Bubble* angesehen werden.

Die Ursachen der *Bubble* und der folgenden Krise sind vielmehr in der Strukturveränderung des japanischen Finanzsystems zu suchen, das in den 80er Jahren von einer Investitionsfinanzierung durch Großbanken zu einer Konkurrenz zwischen Banken und offenen Kapitalmärkten überging. Die bankenorientierte Investitionsfinanzierung bildete durch ihre Umsatzorientierung und gesamtwirtschaftliche Risikoverteilung ein wesentliches Element des hohen Wachstumstempos der japanischen Ökonomie seit den frühen 60er Jahren. Die japanischen Banken waren, sofern sie nicht direkt an den Gewinnen der Investitionsprojekte beteiligt waren und ihnen die *Bank of Japan* einen Teil des Risikos als *Lender of last resort* (Kreditgeber der letzten Instanz) abnahm, vor allem an einer Ausdehnung ihres Geschäftsbereichs durch Kreditvergabe interessiert. Solange die Großbanken über ihre Einbindung in Unternehmensgruppen auch an den Erträgen bzw. an der Kontrolle der Gruppenunternehmen beteiligt waren und die *Bank of Japan* es sich vorbehielt, direkt das Volumen der Kreditvergabe der Banken zu beschränken, führte diese relative Vernachlässigung der Rentabilität von Investitionen zu keinem krisenhaften inflationären Problem. Diese Form der Investitionsfinanzierung wurde erst zu einem volkswirtschaftlichen Problem, als in größerem Umfang alternative Finanzierungsquellen zur Verfügung standen und sich die *Bank of Japan* aus der direkten Kontrolle der Banken zurückzog, ohne dabei allerdings andere Beschränkungen des Bankensystems, wie beispielsweise die Kapitaldeckungspflicht, deutlich zu erhöhen.

Die Folgen für die japanische Investitionsfinanzierung waren weitreichend. Während sich die Finanzierungs- und Kontrollmöglichkeiten zwischen den Großbanken und den Unternehmensgruppen dadurch lockerten, daß die Unternehmen ihren Kapitalbedarf zunehmend auf den freien Kapitalmärkten deckten, versicherten sich diese Unternehmen jedoch gleichzeitig durch den gegenseitigen Kauf von Aktienpaketen vor der

jetzt ertragsorientierten Kontrolle auf den liberalisierten Kapitalmärkten. Die Banken schöpften ihre weniger restringierten Finanzierungsmöglichkeiten durch eine erweiterte Kreditvergabe aus und ersetzten den Wegfall ihrer *guten*, durch einen *Monitoring*-Prozeß mit ihnen verbundenen Kunden aus den *keiretsu* durch neue Kunden, bei denen sie jetzt, entsprechend ihrem risikoorientierten Kalkül, auf Projekte mit einer hohen Realwertsicherung, typischerweise in Form von Immobilienprojekten, setzten. Da dabei das Investitionsrisiko zwar für die einzelne Bank reduzierbar war, nicht aber für die Volkswirtschaft als Ganzes, führte die auf Immobilien orientierte Fehlallokation auf den Kapitalmärkten letztlich zu einem restriktiven Eingreifen des *Lenders of last resort* (der Zentralbank) und damit zum Platzen der *Bubble*.

Damit haben sich die Probleme der japanischen Ökonomie bei ihrem Übergang zu liberalisierten Finanzmärkten deutlich verschärft. Die privaten Haushalte, die mit ihren Depositen und Steuerabgaben die letzten Finanziere der Zentralbank und jeder fiskalpolitischen Stützungsmaßnahme sind, haben gleichzeitig das Vertrauen in die Allokationsfunktion der neuen Kapitalmärkte und in die alten Bankenstrukturen verloren. Sie stellen den Kapitalmärkten daher kaum neues Kapital zur Verfügung und weigern sich gleichzeitig, das nach wie vor wichtigste Finanzierungsinstrument der japanischen Ökonomie, das Bankensystem, durch umfassende und direkte Verlustübernahmen wieder handlungsfähig zu machen. Da volkswirtschaftlich die Verlustübernahme in der einen oder anderen Form unvermeidlich ist und ein funktionstüchtiges Finanzsystem die Grundbedingung für eine effiziente Allokation bildet, sollten sich die staatlichen Rettungsmaßnahmen nicht auf verdeckte Finanzierungen, weitere Immobilienkäufe und eine Stärkung der Strukturen aus der Zeit vor den Liberalisierungen konzentrieren, sondern versuchen, durch die offene Analyse und allgemein zugängliche Strukturierung des japanischen Finanzsystems neues Vertrauen bei gleichzeitigen klar umrissenen Verlustübernahmen zu schaffen.

#### LITERATURVERZEICHNIS

- ANDO, Albert und Alan J. AUERBACH (1988): The Corporate Cost of Capital in Japan and the US: A Comparison. In: SHOVEN, John B. (Hg.): *Government Policy Toward Industry in the United States and Japan*. Cambridge (Mass.): Cambridge University Press, S. 21–50.
- ANDO, Albert und Alan J. AUERBACH (1988a): The Cost of Capital in the United States and Japan: A Comparison. In: *Journal of Japanese and International Economies* 2, 2, S. 134–158.

- ANDO, Albert und Alan J. AUERBACH (1990): The Cost of Capital in Japan: Recent Evidence and Further Results. In: *Journal of Japanese and International Economies* 4, 4, S. 323–350.
- ARON, Paul (1988): *Japanese P/E Multiples: The Shaping of a Tradition*. New York: Daiwa Securities America.
- BANK OF JAPAN (Hg.) (1992): Economic Statistics Monthly. In: *Nikkei NEEDS Database Tape 1992*. Tōkyō.
- BOONE, Peter und Jeffrey D. SACHS (1988): *Japanese Structural Adjustment and the Balance of Payments*. Cambridge (Mass.): NBER.
- CABLE, John (1985): Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. In: *Economic Journal* 95, S. 118–132.
- DIAMOND, Douglas W. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: *Review of Economic Studies* 51, S. 393–414.
- DIAMOND, Douglas W. (1991): Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. In: *Journal of Political Economy* 99, S. 689–721.
- ECONOMIC PLANNING AGENCY (Hg.) (1992): Annual Report on National Accounts. In: *Nikkei NEEDS Database Tape 1992*, Tōkyō.
- Economist* (London): *Japanese Finance and Economics*, 3.6.1995, S. 83.
- Economist* (London): *Japanese Finance: Grim*, 17.6.1995, S. 82.
- Economist* (London): *Japanese Property: Crumbling*, 8.7.1995, S. 83.
- FRANKEL, Jeffrey A. (1991): Quantifying Capital Mobility in the 1980s. In: BERNHEIM, D. und John B. SHOVEN (Hg.): *National Saving and Economic Performance*. Chicago: Chicago University Press, S. 227–270.
- FRANKS, Julian und Colin MAYER (1990): Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK. In: *Economic Policy* 10 (April 1990), S. 189–231.
- FRENCH, Kenneth R. und James M. POTERBA (1990): *Are Japanese Stock Prices too High?* Cambridge (Mass.): NBER (Working Paper; 3290).
- GERN, Klaus-Jürgen (1993): Noch keine Überwindung der Bankenkrise in Japan. In: *Weltwirtschaft* 1/93, S. 61–69.
- HAYASHI, Fumio und Tōru INOUE (1991): The Relation between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms. In: *Econometrica* 59, S. 731–753.
- HELLWIG, Martin F. (1994): Liquidity Provision, Banking, and the Allocation of Interest Rate Risk. In: *European Economic Review* 38, 7, S. 1363–1389.
- HILPERT, Hanns Günther (1992): Konjunkturentwicklung Japans 1992 und 1993. In: *Japan – Analysen und Prognosen* (Ifo-Institut, München) 76, S. 1–15.
- HODDER, James E. (1988): Corporate Capital Structure in the United States and Japan: Financial Intermediation and Implications of Financial De-

- regulation. In: SHOVEN, John B. (Hg.): *Government Policy Toward Industry in the United States and Japan*. Cambridge (Mass.): Cambridge University Press, S. 241–264.
- HOSHI, Takeo und Anil KASHYAP (1990): Evidence on q and Investment for Japanese Firms. In: *Journal of Japanese and International Economies* 4, 4, S. 371–400.
- HOSHI, Takeo, Anil KASHYAP und David SCHARFSTEIN (1990): *The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan*. Cambridge (Mass.): NBER (Working Paper; 3435).
- HOSHI, Takeo, Anil KASHYAP und David SCHARFSTEIN (1990a): Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships. In: HUBBARD, Glenn R. (Hg.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago: University of Chicago Press, S. 105–126.
- HOSHI, Takeo, Anil KASHYAP und David SCHARFSTEIN (1991): Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. In: *Quarterly Journal of Economics* 106, S. 33–60.
- HOSHI, Takeo, Anil KASHYAP und David SCHARFSTEIN (1993): *The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan*. Cambridge (Mass.): NBER (Working Paper; 4421).
- HOSHI, Takeo, David SCHARFSTEIN und Kenneth J. SINGLETON (1993): Japanese Corporate Investment and Bank of Japan Guidance of Commercial Bank Lending. In: SINGLETON, Kenneth J. (Hg.): *Japanese Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press, S. 63–94.
- International Statistical Yearbook* (1994): CD-ROM 1994. DSI-Data Service, Rheinberg.
- ISO, Yōsuke (1995): Ginkō yomi o kezuru no ga zentei da [Banken: Eine Verkleinerung ist notwendig]. In: *Asahi Shinbun AERA* 31.7.1995, S. 7.
- ITO, Takatoshi (1992): *The Japanese Economy*. Cambridge (Mass.): MIT Press.
- IWAMI, Toru (1993): *The Internationalization of the Yen and Key Currency Questions*. Tōkyō: University of Tokyo, Research Institute for the Japanese Economy.
- IWAMI, Toru (1994): *Internationalization of the Japanese Banking Revisited*. Tōkyō: University of Tokyo, Research Institute for the Japanese Economy.
- JAFFEE, Dwight M. (1971): *Credit Rationing and the Commercial Loan Market*. New York: Wiley.
- Japan Times* (Tōkyō): 30.10.1992, S. 14.
- KUNZE, Stephan (1995): *Equity-linked Bond Financing in Japan: The Impact of Cross-Share Holdings and the Main Bank Relationship*. Tōkyō: University of Tokyo (unveröffentlicht).

- MAYER, Colin (1987): The Assessment: Financial Systems and Corporate Investment. In: *Oxford Review of Economic Policy* 3, S. 1–16.
- MYERS, Stewart C. und N. S. MAJLUF (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors Do Not Have. In: *Journal of Financial Economics* 11, S. 187–221.
- NAGANO, Atsushi (1988): Japan. In: PECHMAN, Joseph (Hg.): *World Tax Reform: A Progress Report*. Washington (DC): Brookings Institution, S. 155–161.
- NEUBERGER, Doris und Manfred NEUMANN (1991): Banking and Antitrust: Limiting Industrial Ownership by Banks? In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 147, S. 188–199.
- OECD: *National Accounts*, verschiedene Jahrgänge.
- PI, Lynn und Stephen G. TIMME (1993): Corporate Control and Bank Efficiency. In: *Journal of Banking and Finance* 17, 2–3, S. 515–530.
- SCHULZ, Martin (1996): *Monetäre Wirtschaftspolitik und gesamtwirtschaftliche Finanzierung in Japan*, Inaugural-Dissertation, Berlin: FU Berlin.
- SHOVEN, John B. und Toshiaki TACHIBANAKI (1988): The Taxation from Income of Capital in Japan. In: SHOVEN, John B. (Hg.): *Government Policy Toward Industry in the United States and Japan*. Cambridge (Mass.): Cambridge University Press, S. 51–96.
- STIGLITZ, Joseph E. (1992a): Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies. In: *European Economic Review* 36, S. 296–306.
- STIGLITZ, Joseph E. (1992b): Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment. In: ROUMASSET, James A. und Susan BARR (Hg.): *The Economics of Cooperation. East Asia Development and the Case for Pro-Market Intervention*. Boulder: Westview Press, S. 15–38.
- STIGLITZ, Joseph E. und Andrew WEISS (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: *American Economic Review* 71, 3, S. 393–410.
- SUZUKI, Yoshio (1983): Changes in Financial Asset Selection and the Development of Financial Markets in Japan. In: *BOJ, Monetary and Economic Studies* 1, 2, S. 29–53.
- TACHIBANAKI, Toshiaki und Atsuhiko TAKI (1991): Shareholding and Lending Activity of Financial Institutions in Japan. In: *BOJ, Monetary and Economic Studies* 9, 1, S. 23–59.
- TIROLE, Jean (1994): On Banking and Intermediation. In: *European Economic Review* 38, S. 469–487.
- TOBIN, James (1969): A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 1, February, S. 15–29.
- TSUDA, Kazuo (1994): Japanese Banks in Deregulation and the Economic Bubble. In: *Japanese Economic Studies* 22, 3–4, S. 122–154.

- TSURU, Shigeto (1993): *Japan's Capitalism: Creative Defeat and Beyond*. Cambridge (Mass.): Cambridge University Press.
- UEDA, Kazuo (1990): Are Japanese Stock Prices too High? In: *Journal of Japanese and International Economies* 4, 4, S. 351–370.
- WOOD, Christopher (1992): *The Bubble Economy*. London: MacMillan.
- ZIEMBA, William T. (1991): Land and Stock Prices in Japan. In: ZIEMBA, William T., Warren BAILEY und Yasushi HAMAŌ (Hg.): *Japanese Financial Market Research*. North Holland: Elsevier, S. 45–68.
- ZIEMBA, William T. und Sandra L. SCHWARTZ (1991): The Growth of the Japanese Stock Market, 1949–90 and Prospects for the Future. In: *Managerial and Decision Economics* 12, S. 183–195.
- ZYSMAN, John (1983): *Governments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Oxford: Martin Robertson.