

# Finanzsystem und institutionelles Umfeld als Determinanten der wirtschaftlichen Leistungs- fähigkeit: Österreich im Ländervergleich<sup>1</sup>

Friedrich Fritzer<sup>2</sup>

Empirischen Studien zufolge würde die österreichische Wirtschaft von stärkerer Finanzmarktintegration merklich profitieren (Guiso et al., 2004). Vor diesem Hintergrund beleuchtet die vorliegende Arbeit in einem Ländervergleich ausgewählte Aspekte der Finanzmarktstruktur und des institutionellen Umfelds der österreichischen Wirtschaft und bewertet das Ausmaß, in dem diese Faktoren das Wirtschaftswachstum beeinflussen.

In vielen Ländern des Euroraums zeigt sich im Vergleich zu den USA und dem Vereinigten Königreich bei börsennotierten Unternehmen eine sehr starke Konzentration der Eigentümerstruktur, die in Österreich besonders ausgeprägt ist. Empirische Erkenntnisse weisen jedoch darauf hin, dass sich eine allzu hohe Eigentümerkonzentration negativ auf die Leistungsfähigkeit von Unternehmen auswirkt (z. B. Gugler, 1999). Eine Methode, dieser starken Konzentration entgegenzuwirken bzw. zu einer breiteren Streuung von Eigentumsverhältnissen beizutragen, ist die Anwendung strenger Anlegerschutzbestimmungen. In den letzten Jahren wurde der Anlegerschutz in Österreich zwar bereits deutlich verbessert, die diesbezüglichen Bestimmungen müssen jedoch gesichert und im Bedarfsfall verschärft werden.

Ein weiterer wichtiger Punkt im Hinblick auf vorliegende Fragestellung ist die Entwicklung der Risikokapitalmärkte, die eine entscheidende Rolle für Innovation und Produktivität spielen. Die liquidesten Wagniskapitalmärkte sind nicht zufällig in den Ländern mit den am höchsten entwickelten Börsenplätzen – etwa den USA, dem Vereinigten Königreich oder den Niederlanden. Der österreichische Risikokapitalmarkt ist im internationalen Vergleich sehr klein. Für die Förderung von Risikokapital als Finanzierungsform bedarf es einer Vertiefung des heimischen Aktienmarktes, da dieser den Risikokapitalgebern Exitmöglichkeiten bietet.

Laut einigen – ursprünglich von Barth et al. (2004) entwickelten und für den gegebenen Zweck aktualisierten – Indikatoren für Aufsichtsbefugnis, Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde und Förderung des privaten Monitoring (Beobachtung durch den Privatsektor) scheinen die regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen in Österreich durchaus geeignet, die Effizienz und Stabilität des Bankensektors zu gewährleisten: (1) In Österreich werden der Aufsichtsbehörde relativ große Befugnisse eingeräumt. (2) Diese Befugnisse werden durch angemessene Bestimmungen ergänzt, die zur Offenlegung verlässlicher, umfassender und zeitnaher Daten verpflichten (privates Monitoring) und schließlich (3) im Ländervergleich ist die österreichische Finanzmarktaufsicht relativ unabhängig von Einflussnahme seitens der Politik und des Bankensektors (Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde).

## 1 Einleitung

Das österreichische Finanzsystem wird zunehmend von politischen Entwicklungen bestimmt, die auf europäischer und internationaler Ebene – durch die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank (EZB) oder die Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) – initiiert werden. Ein Beispiel dafür ist der von der Europäischen Kommission zur Förderung der Finanzmarktintegration in Europa beschlossene Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP). Dieser umfasst 42 Maßnahmen, die zunächst

auf europäischer Ebene verabschiedet wurden und nun auf nationaler Ebene umgesetzt werden müssen. Von den in diesem Zusammenhang verabschiedeten 21 EU-Richtlinien<sup>3</sup> sind drei bislang noch in keinem der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) in nationales Recht umgesetzt worden, nämlich die Transparenzrichtlinie, die Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Europäische Kommission, 2006).

Vor kurzem legte die Europäische Kommission ein Weißbuch zur Finanz-

Wissenschaftliche  
Begutachtung:  
Markus Knell,  
OeNB.

<sup>1</sup> Übersetzung aus dem Englischen.

<sup>2</sup> Ich danke Ernest Gnan, Patrick Darlap, Karin Hrdlicka, Markus Knell und Helene Schuberth für ihre ausführlichen Kommentare zu dieser Studie. Mein Dank gilt auch den Teilnehmern an einem in der OeNB zu diesem Thema abgehaltenen Seminar, das wertvolle Anregungen für zukünftige Arbeiten lieferte.

<sup>3</sup> Die restlichen 21 FSAP-Maßnahmen sind nicht verbindliche Empfehlungen.

dienstleistungspolitik vor (Europäische Kommission, 2005), das neue Prioritäten für den Zeitraum von 2005 bis 2010 absteckt. Als Schwerpunkte nennt das Weißbuch die Konsolidierung des bisher Erreichten, die Überwachung der Umsetzung der FSAP-Maßnahmen auf nationaler Ebene und die Verbesserung der Zusammenarbeit im Aufsichtswesen (Kasten 1 im Anhang). Sowohl der FSAP als auch das Weißbuch dienen dem in der so genannten Lissabon-Strategie festgelegten Ziel der EU, bis zum Jahr 2010 zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu werden – „einem Wirtschaftsraum der fähig ist, ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum mit mehr und besseren Arbeitsplätzen und einem größeren sozialen Zusammenhalt zu erzielen.“

Zusätzlich veröffentlichte die EZB vor kurzem erstmals Indikatoren, die der Beobachtung der Finanzmarktintegration im Euroraum dienen sollen (EZB, 2005a). Die EZB verfolgt die Finanzmarktintegration nicht nur aus der Wachstumsperspektive, sondern auch vom Standpunkt der Geldpolitik, da stark integrierte Finanzsysteme zu einer reibungslosen und effektiven Umsetzung der Geldpolitik beitragen.

Die OECD startete vor kurzem eine Initiative zur quantitativen Erfassung der Auswirkungen der Regulierung von Finanzsystemen auf das Wirtschaftswachstum (OECD, 2006). Bedauerlicherweise wird die Quantifizierung von Wachstumseffekten durch das Fehlen geeigneter Daten wesentlich erschwert.<sup>4</sup> Aus diesem Grund überlegen die OECD, die Europäische Kommission und die EZB gegenwärtig den Aufbau einer Datenbank für neue

Finanzsystemindikatoren, das heißt, Variablen, die über die in der empirischen Literatur üblicherweise verwendeten Indikatoren hinausgehen. So hat die EZB jüngst eine Reihe von Messgrößen veröffentlicht, die verschiedene Dimensionen des Finanzsystems beschreiben, darunter auch einige, die in der empirischen Literatur nur selten Verwendung finden (EZB, 2005b sowie Kasten 2 im Anhang).

Der vorliegende Beitrag ist auch in diesem Forschungsbereich anzusiedeln. Er beleuchtet einige Aspekte des österreichischen Finanzsystems und vergleicht diese mit anderen Ländern des Euroraums und Referenzländern (wie etwa den USA). Da zu den neuen Finanzmarktindikatoren noch kaum Literatur existiert, sind einige Einschränkungen unvermeidlich.

Die Studie präsentiert zunächst einige wenige, ausgewählte Aspekte, die bedeutende Determinanten des institutionellen Umfelds einer Volkswirtschaft darstellen. Zweitens wird untersucht, welchen Einfluss das institutionelle Umfeld (auf der Mikroebene) auf die Effizienz der Ressourcenallokation bzw. (auf der Makroebene) auf die gesamtwirtschaftliche Leistungskraft ausübt. Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems werden allerdings nicht analysiert. Drittens ist diese Untersuchung als qualitative Evaluierung auf Basis verfügbarer empirischer Ergebnisse konzipiert, da in dem vorliegenden Sample nur eine sehr begrenzte Anzahl an Ländern vertreten ist und institutionelle Daten über einen längeren Zeitraum nicht zur Verfügung stehen.

Die vorliegende Studie baut zum Teil auf Arbeiten der EZB auf (Hartmann et al., 2005). Die in Kapitel 2

<sup>4</sup> Die OECD-Studie evaluiert regulatorische Variablen, die im Wesentlichen ein Maß für den Wettbewerb darstellen (z. B. Marktzutritt ausländischer Banken).

angeführten neuen Daten stammen aus einer Befragung nationaler Behörden (siehe auch Hartmann et al., 2005). Der dabei verwendete Fragebogen wurde in Anlehnung an eine von der Weltbank durchgeführten Erhebung gestaltet (Kasten 3 im Anhang).

Abschnitt 2.1 beschreibt den breiten theoretischen Zusammenhang zwischen Finanzsystemen und Wirtschaftswachstum. Der Einfluss der Unternehmensführung (Corporate Governance), des jeweiligen Rechtssystems und der geltenden Aufsichtsregeln auf das Wirtschaftswachstum wird besonders hervorgehoben. In Abschnitt 2.2 werden Unterschiede zwischen der Größe eines Finanzsystems und seiner Struktur behandelt. Abschnitt 2.3 untersucht den möglichen wachstumsfördernden Effekt verstärkter Finanzmarktintegration in Europa und Abschnitt 2.4 analysiert schlussendlich ausgewählte Fragen zu Finanzmarktstruktur und dem institutionellen Umfeld, die die wirtschaftliche Leistungskraft wesentlich beeinflussen: z. B. Unterschiede in der Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen (Abschnitt 2.4.1), jüngste Entwicklungen in Gesellschaftsrecht und Regulierung (Abschnitt 2.4.2) sowie die bescheidene Größe des Risikokapitalmarktes in Österreich und den meisten anderen Ländern des Euroraums (Abschnitt 2.4.3). Kapitel 3 beinhaltet die Schlussfolgerungen aus der Analyse.

## **2 Theoretische und empirische Zusammenhänge zwischen Finanzsystem und Wirtschaftsleistung**

### **2.1 Kurzbetrachtung der theoretischen Grundlagen**

Das Finanzsystem beeinflusst das Wirtschaftswachstum über (1) die Allokation der Ersparnisse auf Investitionsprojekte, (2) die für die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen verbrauchte Menge an Ressourcen (d. h. über die Effizienz des Finanzsystems) und (3) seinen direkten Einfluss auf die Sparquote einer Volkswirtschaft. Kanal 1 verbessert die Kapitalproduktivität, während die Kanäle 2 und 3 Einfluss auf den Steady-State-Kapitalstock und damit auf die Wirtschaftsleistung haben.<sup>5</sup>

Da die Erbringung von Finanzdienstleistungen Kosten verursacht, absorbieren Finanzsysteme notwendigerweise ein gewisses Maß an Ressourcen (Kanal 2). Allerdings kann der Ressourcenverbrauch – etwa aufgrund des Bestehens eines Monopols und/oder ineffizienter Regulierung – höher als unbedingt notwendig ausfallen. In einem solchen Fall sind die Abläufe innerhalb des Finanzsystems ineffizient, da sie das gesamtwirtschaftliche Wachstumspotenzial nicht bestmöglich fördern.

Der direkte Einfluss von Finanzsystemen auf die Sparquote (Kanal 3) kann sowohl negativ als auch positiv sein. Einerseits führen Finanzsysteme die Ersparnisse von Einzelpersonen zusammen und verbessern damit die Wachstumsaussichten z. B. durch die potenzielle Finanzierung von Großpro-

<sup>5</sup> Die Beschreibung der einzelnen Kanäle orientiert sich an Pagano (1993). Das Thema wird aus der Perspektive der endogenen Wachstumstheorie behandelt, da neoklassische Modelle Wachstum durch exogene Faktoren erklären (z. B. durch exogen angenommenen technologischen Fortschritt oder das Wachstum des Arbeitskräfteangebots).

jekten, die andernfalls nicht verwirklicht werden könnten. Andererseits kann die risikosenkende Funktion von Finanzsystemen die privaten Haushalte auch zu einer Reduzierung des Vorsorgesparens veranlassen, da weniger Notwendigkeit besteht, sich gegen Liquiditätsschocks abzusichern. Die Reduktion des Sparens führt gleichzeitig zu einer Abnahme der Investitionen in rentable, wachstumsfördernde Projekte, die eine längerfristige Bindung von Kapital nach sich ziehen.

Finanzsysteme verbessern aber auch die Effizienz der Kapitalallokation (Kanal 1) durch die Bereitstellung von Informationen, ihre risikostreuende Funktion und indirekt durch rechtliche Rahmenbedingungen und sonstige regulierende Maßnahmen, die dem Investorenschutz dienen und Anreize zur Einhaltung von Finanzverträgen schaffen. Dies sollte die vollständige Ausschöpfung des Wachstumspotenzials einer Volkswirtschaft erleichtern.

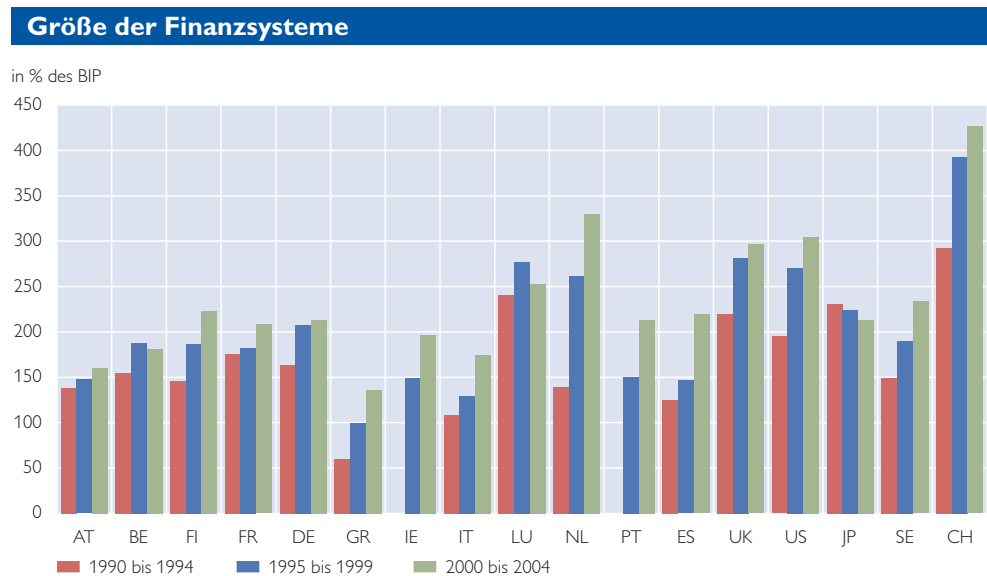
Gute Corporate Governance kann zur Milderung von Interessenkonflikten zwischen der Unternehmensführung und den Aktionären beitragen. Institutionen spielen dabei eine wesentliche Rolle, da sie die rechtlichen Rahmenbedingungen und Aufsichtsregeln vorgeben, die die Qualität der für Investoren wichtigen Informationen bestimmen. So analysieren etwa Rechnungsprüfer die Informationsinhalte, die an Investoren weitergegeben werden, wobei aufsichtsrechtliche Bestimmungen oftmals die Bekanntheit von Informationen fordern, die andernfalls nicht offen gelegt werden

würden. Ein gutes Rechtssystem fördert die Übertragung von Kontrolltätigkeiten von den Investoren auf das Management, was die Beilegung von Streitfällen erleichtert und damit für die Entwicklung der Finanzmärkte von besonderer Bedeutung ist. Durch den rechtlichen Rahmen und spezifische Aufsichtsregeln werden jene Parameter vorgegeben, auf deren Grundlage Finanzsysteme funktionieren. Diese Rahmenbedingungen sind allerdings nicht unabänderlich, sondern den wechselnden Einflüssen verschiedener Interessengruppen unterworfen. Das bedeutet also, dass die Einflussnahme eines Finanzsystems auf die Wirtschaftsleistung über Corporate Governance-Kodizes, Gesetze, Institutionen und die Politik erfolgt.

## 2.2 Größe des Finanzsystems und der Finanzstruktur

Die Größe eines Finanzsystems kann als Summe der Bankkredite an den privaten Sektor plus Aktienmarktkapitalisierung und Wert der Schuldverschreibungen des privaten Sektors – jeweils im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) – berechnet werden. Hinsichtlich der relativen Größe des Finanzsystems liegt Österreich hinter vielen anderen Industriestaaten zurück. So erreicht das österreichische Finanzsystem – relativ betrachtet – etwa nur die halbe Größe der Finanzsysteme des Vereinigten Königreichs bzw. der USA und nur etwa ein Drittel der Größe des schweizerischen Finanzsystems.

Grafik 1



Quelle: EZB (2005b) auf Basis von BIZ, Eurostat, International Financial Statistics des IWF, World Federation of Exchanges und Berechnungen der EZB.

Anmerkung: Als Indikator wird die Summe der Bankkredite, der Aktienmarktkapitalisierung und der inländischen Schuldverschreibungen des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP herangezogen. Gemäß Definition des IWF gelten als Banken alle Finanzinstitutionen, die Verbindlichkeiten in Form von per Scheck übertragbaren oder auf sonstige Art und Weise zur Leistung von Zahlungen verwendbaren Einlagen halten. Laut IWF weisen Bankkredite für Schweden im Jahr 2001 einen Zeitreihenbruch auf. Die Marktkapitalisierung ist als Gesamtwert der an inländischen Börsen notierten inländischen Aktien definiert. Für die Niederlande und Portugal sind Daten bis 2001 verfügbar. In den Daten Luxemburgs sind keine Schuldverschreibungen enthalten.

Es lässt sich mit ziemlicher Sicherheit behaupten, dass ein größeres Finanzsystem positiv mit Wirtschafts- und Produktivitätswachstum zusammenhängt.<sup>6</sup> Eine der einflussreichsten Studien, in der dieser empirische Zusammenhang nachgewiesen wurde, stammt von King und Levine (1993). Es kommt jedoch nicht nur auf die Größe des Finanzsystems an.

Banken erbringen andere Dienstleistungen als Aktienmärkte. So sind Aktienmärkte in der Regel besser geeignet, risikoreichere, aber auch ertragsstärkere Projekte zu finanzieren. Levine und Zervos (1998) konnten den spezifisch von Aktienmärkten ausgehenden Wachstumsimpuls auch empirisch belegen. Die Frage, ob Börsen oder Banken einen günstigeren Ein-

fluss auf das Wirtschaftswachstum haben, wurde bisher unterschiedlich beantwortet. Der Zusammenhang zwischen Finanzstruktur und Wirtschaftswachstum scheint auch viel zu komplex zu sein, als dass man ihn auf eine klare Dichotomie – Banken oder Wertpapierbörse – reduzieren könnte. Ein interessantes empirisches Ergebnis wurde vor kurzem von Carlin und Mayer (2003) publiziert. Die Autoren weisen nach, dass die Finanzstruktur eine wesentliche Determinante der Wirtschaftsstruktur einer Volkswirtschaft ist. Sie argumentieren, dass marktorientierte Finanzsysteme und Systeme mit wenig konzentrierter Eigentümerstruktur risikoreiche Aktivitäten im Bereich Forschung und Entwicklung begünstigen. Bankenorien-

<sup>6</sup> Die Kausalität ist aber nicht notwendigerweise einseitig, d. h., die Entwicklung der Finanzwirtschaft kann entweder der Realwirtschaft vorauslaufen oder ihr folgen.

tierte Systeme und Systeme mit konzentrierten Eigentumsverhältnissen gehen hingegen mit längerfristigem, weniger innovativem Investorenverhalten einher.<sup>7</sup> Vor einer eingehenderen Untersuchung der strukturellen Merkmale des Finanzsystems des Euroraums erfolgt nun eine allgemeine Beurteilung des Potenzials der europäischen Finanzwirtschaft das Wirtschaftswachstum zu beschleunigen.

### 2.3 Finanzmarktintegration und Wirtschaftswachstum

Baele et al. (2004) kamen nach einer Bestandsaufnahme der im Euroraum bereits erreichten Finanzmarktintegration zu dem Schluss, dass diese je nach Finanzsektor sehr unterschiedlich ist. So sind die Geldmärkte bereits weitgehend integriert, während sich das Privatkundengeschäft der Banken (Retail) am anderen Ende des Spektrums befindet.<sup>8</sup> Die Schlussfolgerung des Berichts bestätigt, dass die Integration des Retail-Geschäfts der Banken in den Ländern des Euroraums noch lange nicht abgeschlossen ist. Der Integrationsgrad der Aktienmärkte scheint gering, aber im Zunehmen begriffen zu sein.

Guiso et al. (2004) quantifizierten die Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf das Wirtschaftswachstum

und kamen zu dem Schluss, dass die potenziellen Vorteile einer tiefer gehenden Finanzmarktintegration in Europa beträchtlich seien (in der Sachgütererzeugung etwa zwischen 0,6 bis 0,7 Prozentpunkte zusätzliches Wachstum pro Jahr). Allerdings wären in den einzelnen Ländern – je nach dem bereits erreichten Ausmaß an Finanzmarktintegration und/oder der Qualität der jeweiligen Institutionen – die Wachstumseffekte unterschiedlich ausgeprägt. Eine weitere Vertiefung der in Europa bereits relativ weit fortgeschrittenen Finanzmarktintegration sollte demnach das Wirtschaftswachstum fördern können.

Für die österreichische Volkswirtschaft lieferte die Studie von Guiso et al. zumindest zwei bemerkenswerte Ergebnisse: Erstens gehört Österreich in einer Simulation, die die Auswirkungen einer Weiterentwicklung des europäischen Finanzsystems auf den Stand des Referenzlandes USA quantifiziert, zu jenen Ländern, die von einer solchen Weiterentwicklung beträchtlich profitieren würden (knapp unter 1 Prozentpunkt zusätzliche jährliche Produktionssteigerung in der Sachgütererzeugung bzw. 0,2 Prozentpunkte mehr BIP-Wachstum).<sup>9</sup> Das Vereinigte Königreich und die Niederlande haben hingegen – durchaus nicht

<sup>7</sup> Rajan und Zingales (2003) zufolge begünstigt die Währungs- und Finanzmarktintegration in Europa die Weiterentwicklung des Finanzsystems, da Konkurrenz von außen die Tendenz etablierter Unternehmen, den Zugang zu Finanzsystemen zu behindern, abschwächt. Murinde et al. (2004) fanden Hinweise darauf, dass sich das EU-Finanzsystem teilweise einer Variante des angelsächsischen Modells annähert, was eine starke Inanspruchnahme von Innenfinanzierung sowie direkter Finanzierung über Aktien- und Anleihemärkte bedeutet, während Bankkredite an Bedeutung verlieren. Für eine vollkommene Konvergenz wäre allerdings vermutlich eine Anpassung der Aufsichts-, Rechts- und Steuersysteme des Euroraums erforderlich.

<sup>8</sup> Die EZB veröffentlichte vor kurzem einen Bericht über Indikatoren zur Finanzmarktintegration für den Euroraum (EZB, 2005a), der jährlich aktualisiert werden soll. Die statistischen Indikatoren dazu werden halbjährlich aktualisiert und ohne Berichtsteil auf der EZB-Website veröffentlicht.

<sup>9</sup> Die Arbeit von Guiso et al. (2004) simuliert die Auswirkungen, die eine Weiterentwicklung des Finanzsystems (Bankkredite an den privaten Sektor und Aktienmarktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP) auf das US-amerikanische Niveau, hinsichtlich der Wirtschaftsleistung der Sachgütererzeugung hätte. Da die Sachgütererzeugung rund 20% der Gesamtproduktion darstellt, beträgt die Auswirkung auf das BIP-Wachstum etwa 0,2 Prozentpunkte (wobei angenommen wird, dass eine stärkere Finanzmarktintegration keine Auswirkungen auf die nicht verarbeitenden Gewerbe hat).

überraschend – mit den in Europa modernsten Finanzsystemen von einer Weiterentwicklung am wenigsten Vorteile zu erwarten. Zweitens ist Österreich (gemeinsam mit Deutschland) eines jener Länder, die am meisten profitieren würden, wenn exogene institutionelle Determinanten, von denen man annimmt, dass sie die Entwicklung des Finanzwesens beeinflussen, auf den höchsten EU-Standard angehoben würden. Zu den institutionellen Messgrößen, die Guiso et al. (2004) berücksichtigen, zählen Indikatoren zur Durchsetzung der Rechtsvorschriften, Dauer und Kosten von Gerichtsverfahren und Gläubigerrechte.<sup>10</sup> Allerdings muss erwähnt werden, dass die institutionellen Messgrößen, auf die Guiso et al. zurückgreifen, eher nicht den neuesten Gegebenheiten entsprechen. Die Indikatoren für die Gläubigerrechte wurden von La Porta et al. (1998) übernommen und die Indikatoren für die Durchsetzung der Rechtsvorschriften stammen aus La Porta et al. (2003); die Indikatoren für Effizienz und Kosten von Gerichtsverfahren basieren auf Djankov et al. (2003) und auf der „Doing Business“-Datenbank der Weltbank. Seit der Entwicklung dieser Messgrößen haben sich die institutionellen Rahmenbedingungen zum Teil gewandelt (siehe auch Abschnitt 2.4 zu anderen Indikatoren, die die Entwicklung der institutionellen Qualität im Zeitverlauf evaluieren.

Eine weitere empirische Studie, die die wachstumsfördernden Effekte einer Abschaffung regulatorischer Hürden nachweist, stammt von Demirgüç-Kunt et al. (2003). Die Autoren meinen, dass Vorschriften zur Regelung des Marktzutritts von Banken sowie Vorgaben in der Führung der Bankgeschäfte und sonstige Vorschriften, die die Banken bei der Ausführung ihrer Geschäfte einschränken, die Nettozinsmargen in die Höhe treiben. Damit wird die Aufgabe des Finanzsystems, die verfügbaren Mittel der effizientesten Verwendung zuzuführen, erschwert.<sup>11</sup> De Ávila (2003) sowie Dehejia und Lleras-Muney (2003) untersuchten ihrerseits die Wachstumseffekte der Harmonisierung und Liberalisierung der Rechtsvorschriften für das Bankwesen in der EU und in den USA. Ähnlich wie Demirgüç-Kunt et al. (2003) kamen sie zu dem Schluss, dass die erfolgten Deregulierungen positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum hatten. Laut EZB (2005b) ist das Bankwesen in Luxemburg und Finnland am wenigsten reguliert, während Österreich hinsichtlich der Restriktivität der Vorschriften im Bankensektor mit den meisten anderen Ländern des Euroraums vergleichbar ist. Das in der Studie verwendete Maß für diese Restriktivität gibt an, inwieweit es Banken gestattet ist, neben dem Einlagen- und Kreditgeschäft auch Provisionsgeschäfte zu betreiben.

<sup>10</sup> Guiso et al. (2004) lassen in ihrer Simulation exogene institutionelle Faktoren auf den maximalen EU-Standard ansteigen, da politische Entscheidungsträger die Entwicklung des Finanzwesens nicht direkt, sondern nur über exogene institutionelle Faktoren, die ihrerseits die Entwicklung des Finanzwesens bestimmen, beeinflussen können.

<sup>11</sup> Das Sample der von ihnen untersuchten Länder umfasst allerdings auch Entwicklungsländer, wo die Bankenmärkte im Vergleich zu den höher entwickelten europäischen Volkswirtschaften möglicherweise weniger stark dem Wettbewerb geöffnet sind.

## 2.4 Ausgewählte Aspekte der Finanzstruktur und des institutionellen Umfelds, die die Wirtschaftsleistung beeinflussen

### 2.4.1 Eigentümerstruktur von börsennotierten Unternehmen

Die Eigentümerstruktur von an der österreichischen Börse notierten Unternehmen ist – ähnlich wie in anderen Ländern des Euroraums – viel stärker konzentriert als in den USA oder im Vereinigten Königreich. Nach Gugler et al. (2004) besitzen an der österreichischen Börse die Hauptaktionäre in der Regel mehr als 50% der Marktkapitalisierung des betreffenden Unternehmens (ähnlich wie in Deutschland), während in den

USA und im Vereinigten Königreich der Konzentrationsgrad nur zwischen 10% und rund 20% beträgt (Tabelle 1). Auch bezüglich der Identität der kontrollierenden Eigentümer gibt es erhebliche Unterschiede. In den USA und im Vereinigten Königreich sind die kontrollierenden Eigentümer vorwiegend institutionelle Investoren (in den USA von den größten 500 Unternehmen; kleinere Unternehmen befinden sich großteils in Familienbesitz). An der österreichischen Börse werden hingegen Anteile – wie an den meisten anderen Börsen des Euroraums – meist von anderen Unternehmen gehalten.

Tabelle 1

Land	Anzahl der gelisteten Unternehmen	Größter Hauptaktionär <sup>1</sup>		Familienbesitz <sup>2</sup>	Finanzinvestoren <sup>2</sup>	Nicht-finanzielle Anleger <sup>2</sup>	Staatsbesitz <sup>2</sup>	Streu- besitz <sup>2</sup>
		Mittelwert	Median					
Vereinigtes Königreich	687	16,00	11,78	17,9	37,0	15,1	1,8	28,2
Irland	24	17,62	12,20	29,2	20,8	16,7	8,3	25,0
USA	größten 3.070	21,89	16,83	47,3	25,9	14,6	0,9	11,3
USA	größten 500	15,75	10,95	12,4	43,2	18,6	0,2	42,6
Dänemark	40	23,13	15,00	25,0	12,5	25,0	2,5	35,0
Finnland	34	26,90	20,70	5,9	17,6	38,2	23,6	14,7
Schweden	54	28,33	25,00	16,7	38,9	33,3	3,7	7,4
Österreich	30	59,37	54,50	6,7	23,3	53,3	16,7	0,0
Deutschland	240	54,01	51,72	26,7	15,4	48,8	7,0	2,1
Schweiz	66	45,63	48,00	33,3	10,6	42,4	4,6	9,1
Japan	1.036	15,08	8,85	5,9	6,6	58,1	0,2	29,2
Belgien	41	44,54	43,00	9,8	34,1	53,7	0,0	2,4
Frankreich	187	48,88	50,00	25,1	17,6	51,3	2,3	3,7
Griechenland	5	52,44	51,00	0,0	0,0	80,0	20,0	0,0
Italien	57	45,24	47,52	3,5	40,4	47,4	3,4	5,3
Niederlande	66	27,13	16,00	6,1	13,6	43,9	6,1	30,3
Portugal	10	42,48	51,35	0,0	20,0	30,0	50,0	0,0
Spanien	59	37,76	29,10	1,7	23,7	57,6	8,5	8,5

Quelle: Gugler et al. (2004).

<sup>1</sup> Mittlerer Anteil bzw. Median-Anteil der größten Aktionäre gelisteter Unternehmen.

<sup>2</sup> Anteil der Unternehmen, die direkt von der Eigentümerart kontrolliert werden.

Weiters ist die Streuung des Aktienbesitzes (d. h. der Gesamtwert der im Besitz von Kleinaktionären befindlichen Anteile) in den USA und im Vereinigten Königreich viel höher als in Österreich und anderen Ländern des Euroraums, wo der Streubesitz in den meisten Fällen unter 10%<sup>12</sup> liegt, während er in den USA (bei den 500 größten Unternehmen) etwa 40% und im Vereinigten Königreich fast 30% beträgt. Auf makroökonomischer Ebene gibt es keine klaren Hinweise darauf, ob die in den Ländern des Euroraums bestehende hohe Konzentration von Unternehmensanteilen und der geringe Streubesitz die Wirtschaftsleistung negativ beeinflussen. Untersuchungen auf Unternehmensebene weisen allerdings daraufhin, dass eine hohe Konzentration des Eigentums eher negative Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg und die Größe des Kapitalmarktes hat.<sup>13</sup>

So zeigte z. B. Gugler (1999) anhand eines Samples österreichischer Firmen, dass konzentriertes Eigentum die Unternehmensleistung (gemessen an der Gewinnmarge und dem internen Zinsfuß) negativ beeinflusst. Als wirtschaftspolitische Empfehlung schlägt er einen besseren Schutz der Kleinaktionäre gegenüber den großen sowie mehr Transparenz im Unternehmensbereich vor. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die von Gugler verwendeten Daten auf zwei Samples

österreichischer Firmen aus dem Beobachtungszeitraum 1991 bis 1994 bzw. 1975 bis 1994 basieren. Seit Mitte der Neunzigerjahre (Abschnitt 2.4.2 a) hat sich aber die Qualität der Corporate Governance in Österreich verbessert.

Die Zweckmäßigkeit von Guglers Vorschlag, den Aktionärsschutz zur Erhöhung des Unternehmenserfolgs zu stärken, wird auch empirisch bestätigt. So entwickelten Gompers et al. (2003) anhand eines Samples von etwa 1.500 deutschen Großunternehmen in den Neunzigerjahren einen Governance-Index, der die folgenden Aspekte beinhaltet: Bekenntnis zur Corporate Governance, Aktionärsrechte, Transparenz, Einfluss des Managements, der Aufsichtsräte und der Wirtschaftsprüfer. Sie stellten fest, dass man mit einer Anlagestrategie, die auf Unternehmen mit den meisten Aktionärsrechten setzt und jene mit den geringsten Aktionärsrechten meidet, überdurchschnittliche Erträge erzielt hätte. Daraus lässt sich schließen, dass ein – nur schwachen Kontrollen – unterzogenes Management dazu neigt, sich auf Kosten der Aktionärsinteressen persönliche Vorteile zu verschaffen. Drobetz et al. (2003) erstellten für deutsche Unternehmen ein Corporate Governance-Rating und belegten einen positiven Zusammenhang zwischen diesem Rating und dem Unternehmenswert,

<sup>12</sup> Finnland, Dänemark und die Niederlande bilden hier eine Ausnahme. Der Streubesitz sinkt auch in den USA, wenn mehr als die 500 größten Unternehmen berücksichtigt werden.

<sup>13</sup> Berle und Means (1932) argumentieren, dass es angesichts einer hohen Streuung für Aktionäre wenig Anreiz gibt, Einfluss auf ein Unternehmen auszuüben, da ein Verkauf der Unternehmensanteile einfacher ist, als die mit einem (kleinen) Unternehmensanteil verbundenen Aktionärsrechte erfolgreich zur Beeinflussung der Unternehmensführung einzusetzen. Zur Milderung dieser „Trittbrettfahrerproblematik“ in der Unternehmenskontrolle kann die Präsenz großer Aktionäre erforderlich sein. Die Autoren konnten auch zeigen, dass der Unternehmenserfolg mit zunehmender Konzentration der Besitzanteile steigt, wenn dieser ursprünglich niedrig war. Erst wenn eine kritische Grenze überschritten wird, kommt es häufiger zu einem negativen Einfluss auf den Unternehmenserfolg, da die Anreize für sehr große Aktionäre, private Vorteile zu suchen, überhand nehmen. Franks und Mayer (2001) vertreten daher den Standpunkt, dass die Frage, ob die Vorteile von Trittbrettfahrern die Vorteile einer individuellen Kontrollausübung überwiegen, hauptsächlich empirisch zu beantworten ist.

wobei der Unternehmenswert kausal durch das Rating beeinflusst wird. Bei der Interpretation von aggregierten Indizes für Corporate Governance ist jedoch Vorsicht angebracht, da die Gewichtung einzelner Indexbestandteile nichts darüber aussagt, ob diese Komponenten zueinander in einer komplementären oder substitutiven Beziehung stehen.

Man könnte argumentieren, dass die Marktkräfte schließlich zu einer strengeren Kontrolle der Unternehmensleitungen führen würden, sobald die Aktionäre erkennen, dass sich jene ein Übermaß an persönlichen Vorteilen verschaffen. Davis (2002) beispielsweise meint, dass die wachsende Bedeutung institutioneller Investoren im Euroraum zu verstärkter Unternehmenskontrolle führen könnte. Wie Unternehmenskontrolle tatsächlich ausgeübt wird, variiert je nach Anlegergruppe. So unterscheiden sich z. B. Aktienunternehmen, die hauptsächlich im Familienbesitz sind, institutionelle Investoren (Lebensversicherungsgesellschaften, Pensions- und Investmentfonds), staatliche Investoren und kleine Einzelaktionäre diesbezüglich alle voneinander. Institutionelle Investoren halten normalerweise keine großen Unternehmensbeteiligungen, haben aber dennoch entscheidenden Einfluss auf Managemententscheidungen und beobachten in der Regel auch die Unternehmensleistung genau. Die zunehmende Forcierung privater Pensionsvorsorge in vielen Ländern Europas, wird die Rolle institutioneller Investoren als Aktionäre zusätzlich stärken.

Es ist allerdings zweifelhaft, ob diese Entwicklungen – ohne entsprechende Anpassung des aufsichtsrechtlichen Rahmens – tatsächlich ein erfolgssteigerndes System herbeiführen können. So untersuchten z. B. Gugler

et al. (2004) anhand einer Vielzahl von Ländern Unternehmen mit gegenseitiger Kapitalbeteiligung und Unternehmenspyramiden und kamen zu dem Schluss, dass eine Konzentration der Eigentumsverhältnisse für den Unternehmenserfolg von geringerer Bedeutung ist als ein starker gesetzlicher Aktionärsschutz.

Zum heutigen Zeitpunkt liegen noch keine soliden empirischen Ergebnisse vor, die den negativen Einfluss einer starken Eigentümerkonzentration auf den wirtschaftlichen Unternehmenserfolg eindeutig belegen würden. Worauf allerdings mit Nachdruck verwiesen werden kann, ist, dass ein erhöhter Schutz der Minderheitsaktionäre für die Förderung des Unternehmenserfolgs (und möglicherweise auch die Effizienz der Kapitalallokation) entscheidend ist.

#### **2.4.2 Institutionen schaffen Gesellschaftsrecht und wenden es an, überwachen Finanzmarktakteure und definieren Offenlegungsstandards**

##### *a) Corporate Governance-Praxis wurde verbessert*

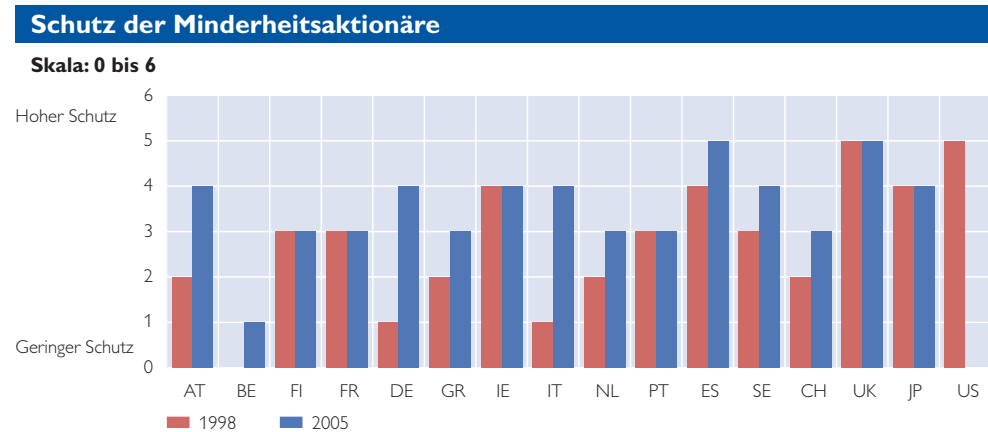
Konsumenten- und Anlegerschutz, Gesellschaftsrecht und Offenlegungsnormen sind in den Ländern des Euroraums teils verpflichtende Richtlinien, teils unverbindliche Empfehlungen. Sie legen den institutionellen Rahmen in dem sich Finanzsysteme bewegen fest, sind aber nicht in Stein gemeißelt. Die politischen Entscheidungsträger müssen die bestehenden gesetzlichen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen laufend überprüfen, um sie an tiefgreifende Änderungen anzupassen bzw. um Schwachstellen zu beheben. Unternehmenskonkurse in der jüngeren Vergangenheit (wie im Fall des Parmalat-Konzerns im Jahr 2003) haben zusätzliche Maßnahmen im Aufsichtsbereich

und eine Debatte über die Qualität unterschiedlicher Corporate Governance-Systeme nach sich gezogen. Die jüngste Insolvenz eines Finanzdienstleisters in Österreich führt vor Augen, dass auch in Österreich Fälle von Fehlverhalten im Unternehmenssektor vorkommen können.<sup>14</sup>

Was ist aber unter guter Corporate Governance zu verstehen? Gute Corporate Governance kann zur Abschwä-

chung potenzieller Interessenkonflikte zwischen Management und Investoren beitragen. Ein Maß für gute Corporate Governance ist der von La Porta et al. (1998) entwickelte Index zum Schutz von Kleinanlegern („minority shareholder protection index“). Dieser Index misst konkret, inwieweit Minderheitsaktionäre vor opportunistischem Verhalten seitens des Managements geschützt sind.

Grafik 2



Quelle: La Porta et al. (1998) für das Jahr 1998 betreffende Daten. Aktualisierung im Juni 2005 auf Basis von Daten der OECD Corporate Governance and Company Law Database.

Anmerkung: Dieser Index basiert auf der Summe der quantifizierten Angaben in den folgenden Bereichen: 1) Briefwahlmöglichkeit bei der Hauptversammlung; 2) Verbot der Blockierung des Verkaufsrechts vor einer Hauptversammlung; 3) kumulatives Stimmrecht oder proportionale Vertretung; 4) Schutzmechanismus für Minderheitsaktionäre („oppressed minorities mechanism“); 5) Vorkaufsrecht der Aktionäre bei Neuemission von Aktien; Wert jeweils 1, wenn zutreffend, andernfalls 0; 6) Kapitalanteil zur Einberufung einer außerordentlichen Aktionärsversammlung; Wert 1, wenn der Mindestkapitalanteil weniger als 20 % beträgt, andernfalls 0. Die Indexskala reicht von 0 bis 6, wobei niedrigere Werte weniger Kleinaktionärsrechte bedeuten. Die Aktualisierung für das Jahr 2005 ist für die USA noch nicht verfügbar. Die zugrunde liegenden Daten wurden ursprünglich von der OECD publiziert. Diese Darstellung entspricht jedoch nicht notwendigerweise der offiziellen Meinung der Regierungen der Mitgliedstaaten.

Grafik 2 zeigt, dass sich der Schutz der Minderheitsaktionäre in Österreich seit der Indexerstellung durch La Porta et al. (1998) beträchtlich verbessert hat (höhere Werte stehen für mehr Rechte von Kleinanlegern). Österreich zählt im Euroraum zu den Ländern mit dem stärksten Schutz von Kleinanlegern. Trotz der in den letzten Jahren erfolgten Verbesserung des Schutzes für Minderheitsaktionäre liegt dieser in den Ländern des Euroraums immer noch geringfügig unter dem gesetzlichen Schutz, den Aktio-

näre im Vereinigten Königreich und in den USA genießen (in dieser Arbeit wird davon ausgegangen, dass sich die Kleinaktionärsrechte in den USA seit 1998 zumindest nicht verschlechtert haben). Aktionärsrechte stehen in direktem Zusammenhang mit dem Entwicklungsstand der Finanzmärkte. Es überrascht daher nicht, dass das Vereinigte Königreich und die USA in dem in dieser Studie verwendeten Ländersample die Länder mit den am weitesten entwickelten Aktienmärkten sind.

<sup>14</sup> Im November 2005 ging die Amis Financial Consulting AG in Konkurs.

Tabelle 2

Jüngste Änderungen im Gesellschaftsrecht und im Bereich der Regulierung					
Land	Verpflichtende Einhaltung des Corporate Governance-Kodex („comply or explain“) <sup>1</sup>	Ausgestaltung der Wirtschaftsprüfung <sup>2</sup>	Verbesserung der Transparenz <sup>3</sup>	Abschwächung potenzieller Interessenkonflikte <sup>3</sup>	Rolle unabhängiger Mitglieder der Geschäftsleitung <sup>4</sup>
Österreich		+			
Portugal				+	
Griechenland		+	+	+	+
Belgien		+		+	+
Italien			+	+	+
Finnland					
Dänemark					
Schweden					
Deutschland	+		+		
Frankreich			+		
Niederlande	+	+	+		
Spanien	+	+	+	+	
Japan		+	+		+
Irland		+			
USA		+	+	+	+
Vereinigtes Königreich			+		

Quelle: OECD (2004).

<sup>1</sup> Gelistete Unternehmen müssen sich zur Einhaltung des Corporate Governance-Kodex verpflichten. Im Fall einer Abweichung besteht öffentliche Erläuterungspflicht.

<sup>2</sup> Regelungen, die verhindern, dass Jahresabschlüsse Investoreninteressen verletzen.

<sup>3</sup> Interessenkonflikte zwischen Unternehmensführung und Eigentümern.

<sup>4</sup> Nicht Geschäftsführende Direktoren gewährleisten Investoreninteressen in Bereichen potenzieller Interessenkonflikte.

Anmerkung: + bedeutet, dass im Zeitraum der Erhebung (2002, 2003) gesetzliche oder aufsichtsrechtliche Änderungen erfolgten.

Neben dem erhöhten Aktionärschutz weisen die jüngsten Änderungen im Gesellschaftsrecht der Länder des Euroraums noch weitere gemeinsame Merkmale auf (Tabelle 2). So versuchen die Länder des Euroraums erstens, die Überwachung der Vorstandsebene zu verbessern und bei der Bestellung von Vorstandsmitgliedern strengere Auswahlkriterien anzuwenden. Zweitens gibt es die Tendenz, durch die Entwicklung von Normen, wie beispielsweise strengere Offenlegungsbestimmungen, Unternehmen den Zugang zu Kapital zu erleichtern. Man könnte meinen, dass zur Förderung von Transparenz keine Vorschriften von außen nötig sind, sondern dass

sich diese von selbst durchsetzt, wenn Unternehmen sich dadurch leichter Zugang zu Kapital verschaffen können. Allerdings gibt es Studien, die zeigen, dass die Erfüllung von unverbindlichen Transparenzstandards sehr zögerlich vor sich geht (OECD, 2004). Kleinaktionäre sind von dieser Tendenz stärker betroffen, da sie normalerweise schlechter informiert sind als institutionelle Anleger und daher am stärksten der Gefahr des Marktmissbrauchs ausgesetzt sind. Die dritte allgemeine Tendenz, die sich im Euroraum beobachten lässt, ist das Bestreben, die Verantwortlichkeit des Managements gegenüber den Aktionären zu erhöhen. Viertens versuchen die politischen Ent-

scheidungsträger die Umsetzung guter Corporate Governance zu forcieren.<sup>15</sup> So sind österreichische Unternehmen die im Prime-Market der Wiener Börse gelistet sind seit Anfang 2004 dazu gezwungen offen zu legen, ob sie den österreichischen Corporate Governance-Kodex befolgen und, falls nicht, eine diesbezügliche Erklärung („comply or explain“) abzugeben. (Diese Neuerung ist in Tabelle 2 noch nicht erfasst.) Diese Regelung ist natürlich vergleichsweise „harmlos“, da jenen Unternehmen, die den Kodex ignorieren, keine ernststen Sanktionen drohen.

Insgesamt haben die politischen Entscheidungsträger in Österreich und anderen Ländern des Euroraums die Rahmenbedingungen der Corporate Governance in den letzten Jahren verbessert, einerseits durch die Einbindung von Großaktionären in die effektive Überwachung des Vorstands, andererseits durch die gleichzeitige Beschränkung der Möglichkeiten sich übermäßigen persönlichen Nutzen zu verschaffen. Ein bedeutendes Hindernis auf dem Weg zur Förderung des Unternehmenserfolgs ist jedoch die große Vielfalt an Gesetzen und Vorschriften sowie an – meist freiwilligen – Corporate Governance-Kodizes in den Ländern des Euroraums (OECD, 2004 bzw. die OECD Corporate Governance and Company Law Database.)<sup>16</sup>

b) *Österreichische Regelungen im Bereich der Bankenaufsicht scheinen für das Wachstum günstig zu sein*

Vom Standpunkt der wirtschaftlichen Effizienz aus sollte der Finanzsektor einer strengeren Regulierung unterworfen sein als andere Märkte, wie etwa Gütermärkte. Denn erstens können Finanzkrisen extrem hohe Kosten verursachen, da sie sich potenziell sehr schnell sowie auch auf die Realwirtschaft ausbreiten. Laut Caprio et al. (2003) betrug z. B. die fiskalischen Kosten, hervorgerufen durch die Bankenkrise, die Japan in den Neunzigerjahren erschütterte, mehr als 20% des BIP. Auch Europa ist gegen Grobinsolvenzen im Bankensektor nicht gefeit, wie die Bankenkrise in Finnland (1991 bis 1994), Italien (1990 bis 1995) und Spanien (1977 bis 1985) bewiesen.<sup>17</sup> Zudem nutzen (fast) alle privaten Haushalte Finanzdienstleistungen im Retail-Bereich und sind dadurch von Insolvenzen im Bankensektor ebenfalls betroffen.<sup>18</sup> Zweitens herrschen vor allem im Finanzmarkt-bereich häufig asymmetrische Informationsverhältnisse vor, wobei zu meist die Investoren gegenüber dem Management den geringeren Informationsstand haben. Wenn keine Mechanismen eingerichtet sind, die diese Informationsrückstände für Investoren ausgleichen (Anreizmechanismen, Vorschriften oder Gesetze), laufen diese Gefahr benachteiligt zu werden.

<sup>15</sup> Zu diesem Zweck kann härter oder weniger hart durchgegriffen werden: Am einen Ende der Skala steht die rechtliche Durchsetzung eines verbindlichen Corporate Governance-Kodex. Ein weniger rigoroser Ansatz könnte darin bestehen, die Einhaltung eines nicht rechtsverbindlichen Corporate Governance-Kodex von börsennotierten Unternehmen zu fordern. Der Corporate Governance-Kodex könnte natürlich auch einfach als grundlegendes – aber freiwilliges – Element gesehen werden.

<sup>16</sup> Die OECD Corporate Governance and Company Law Database wird der Öffentlichkeit in Kürze zugänglich gemacht werden.

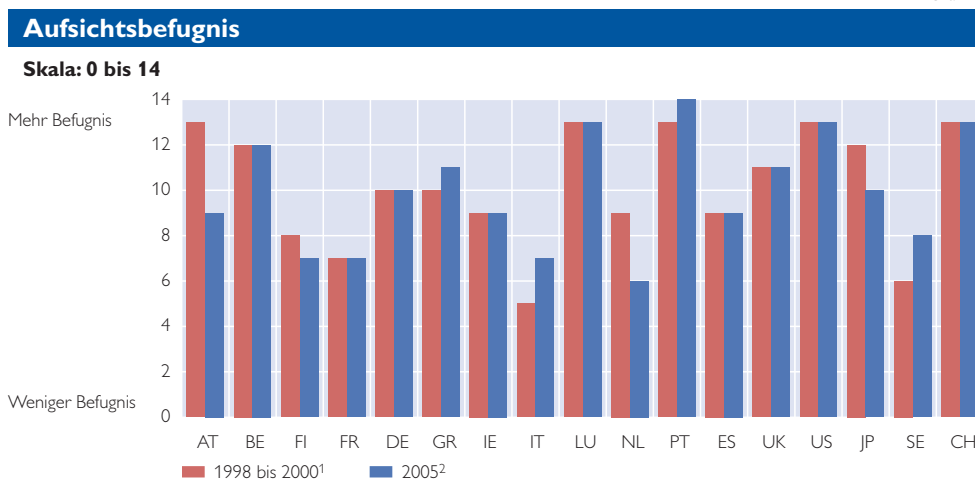
<sup>17</sup> Gemäß Schätzungen von Caprio et al. (2003) lagen in diesen Ländern die – den Steuerzahlern erwachsenen – Kosten allerdings viel niedriger als im Fall der japanischen Bankenkrise der Neunzigerjahre.

<sup>18</sup> Das Einlagensicherungssystem kann diese Gefahr in gewissem Maße abfedern.

Die OECD arbeitet gegenwärtig an einem Projekt, das den Einfluss der Regulierung der Finanzsysteme auf das Wirtschaftswachstum (OECD, 2006) abschätzen soll. Die vorläufigen Ergebnisse weisen darauf hin, dass ein

Aufsichtsrahmen, der den Wettbewerb im Finanzsektor fördert, das Wirtschaftswachstum günstig beeinflusst.<sup>19</sup> Allerdings sind Wettbewerbsbestimmungen nur ein Aspekt des gesetzlichen und aufsichtlichen Umfelds.

Grafik 3



Quelle: Erhebung der Weltbank bei nationalen Aufsichtsbehörden (1998 bis 2000). Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten nationaler Behörden (2005).

<sup>1</sup> 1998 bis 2000: Für BE fehlte Beantwortung von Frage 11.6 (Wert 0 angenommen).

<sup>2</sup> FR, IT, NL, IT, SE: Weltbank-Survey 2004 aufgrund fehlender Fragebogenbeantwortung.

Anmerkung: Der Index fasst Informationen zu den folgenden Kategorien zusammen (zugewiesene Werte ja=1, nein=0):

1) Fragen zu Prüfwesen/Geschäftsführung: A) Können Vertreter der Aufsichtsbehörde Prüfberichte auch ohne Genehmigung der Bank mit den externen Bankenprüfern besprechen? B) Sind Wirtschaftsprüfer gesetzlich dazu verpflichtet, Fälle von Fehlverhalten seitens der Geschäftsleitung an die Aufsichtsbehörde zu melden? C) Kann die Aufsichtsbehörde externe Bankenprüfer wegen Fahrlässigkeit gerichtlich belangen? D) Kann die Aufsichtsbehörde Banken zur Änderung ihrer internen Organisationsstruktur zwingen?

2) Fragen zur Offenlegung und zur Disziplin: A) Werden außerbilanzielle Posten gegenüber der Aufsichtsbehörde offen gelegt? B) Kann die Aufsichtsbehörde die Geschäftsleitung anweisen, Rückstellungen für bereits eingetretene/potenzielle Verluste zu bilden? C) Kann die Aufsichtsbehörde Beschlüsse der Geschäftsleitung über die Auszahlung von Dividenden, Bonussen oder sonstigen Managementprovisionen aufheben? D) Kann die Aufsichtsbehörde sich über die Rechte von Bankaktionären hinwegsetzen und eine Bank für zahlungsunfähig erklären? E) Kann die Aufsichtsbehörde aufgrund des Bankengesetzes die Eigentumsrechte einer Problembank zum Teil oder zur Gänze außer Kraft setzen?

3) Fragen zu Bankenumstrukturierung und -reorganisation:

Ist die Aufsichtsbehörde oder eine andere Regierungsstelle berechtigt: A) Aktionärsrechte außer Kraft zu setzen? B) Den Vorstand abzuberufen und neu zu bestellen? C) Mitglieder der Geschäftsleitung abzuberufen und neu zu bestellen?

Um abzuschätzen, inwieweit die rechtlichen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen in den Ländern des Euroraums geeignet sind, die Effizienz im Bankensektor zu fördern bzw. das Wirtschaftswachstum positiv zu beeinflussen, könnten Indikatoren in den drei folgenden Bereichen herangezogen werden: *Aufsichtsbefugnis* („supervisory power“), *Unabhängigkeit der*

*Aufsichtsbehörde* („supervisory independence“) und *privates Monitoring* (d. h., Regeln oder Anreizmechanismen, die die Beobachtungsaktivität bzw. Beobachtungsmöglichkeiten des Privatsektors verstärken bzw. erleichtern). Letzterer Indikator gibt an, wie leicht Private die Güte von Banken überwachen können. Die drei Indikatoren basieren auf einem von der Weltbank erstellten

<sup>19</sup> Fritzer (2004) legte ein ähnliches Ergebnis vor. In einem Ländervergleich erwies sich eine Konzentration im Bankensektor als schädlich für das Wirtschaftswachstum.

Fragebogen. Aktualisierte Daten zu diesen Indikatoren wurden von den nationalen Aufsichtsbehörden übermittelt (siehe auch Kasten 3). Nach Untersuchungen von Barth et al. (2004) scheinen diese drei Indikatoren Schlüsselgrößen für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit und der Stabilität des Bankensektors zu sein.

Der hier angewandte Indikator zum Bereich *Aufsichtsbefugnis* misst, inwieweit Aufsichtsbehörden Maßnahmen zur Vermeidung oder Behebung von Problemen im Bankensektor setzen können. Insbesondere wird berücksichtigt, ob Maßnahmen gegen externe Bankenprüfer, Bankvorstände und Aktionäre ergriffen werden können. Dabei wird auch der Ermessensspielraum der Aufsichtsbehörde bei der Ergreifung von Maßnahmen berücksichtigt.

Gemäß dieser Methodologie hatte Österreich zur Zeit der Weltbank-Erhebung (1998 bis 2000 und 2001; die Zahlen für 2001 sind in Grafik 3 nicht enthalten) eine Bankaufsichtsbehörde mit ziemlich umfangreichen, überdurchschnittlichen Aufsichtsbefugnissen. Gemäß den von den nationalen Behörden 2005 übermittelten Daten sind die Aufsichtsbefugnisse in Österreich nun geringfügig schwächer.<sup>20</sup> Im April 2002 wurde die Finanzmarktaufsicht (FMA) als integrierte Allfinanzaufsicht für den Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor gegründet. Auf der neuen rechtlichen Grundlage verfügt die Aufsichtsbehörde also über ein größeres Maß an Aufsichtskompetenzen (Bank-, Versicherungs- und Wertpapierwesen),

was allerdings von dem Indikator zur Abbildung der Aufsichtsbefugnis nicht erfasst wird. Diese erweiterten Kompetenzen sind aufgrund der wachsenden Rolle von Finanzkonglomeraten von zunehmender Bedeutung. Es scheint also, dass der zuvor beschriebene Indikator zum Teil wichtige finanzsystemische Entwicklungen vernachlässigt. Auch andere Aspekte werden von dem Indikator nicht abgedeckt: So hat die FMA z. B. erhöhte Vollstreckungsgewalt (sie ist befugt, Rechtsbescheide zu erlassen und Verwaltungsstrafen zu verhängen).<sup>21</sup> Die FMA hat derzeit – laut den zuvor dargestellten Berechnungen – beispielsweise mehr Aufsichtsbefugnisse als die Behörden in Frankreich, Italien, Schweden und den Niederlanden; die Behörden in der Schweiz, in Luxemburg, Portugal und in den USA haben allerdings mehr Befugnisse als die FMA.

In der Literatur wird manchmal in Frage gestellt, ob umfangreichere Aufsichtsbefugnisse notwendigerweise der Wirtschaftsleistung zuträglich sind. Schließlich besteht auch die Möglichkeit eines Missbrauchs dieser Befugnisse durch die Aufsichtsbehörde. Barth et al. (2004) liefern auf Basis eines länderübergreifenden Vergleichs empirische Nachweise für die negativen Auswirkungen allzu großer Aufsichtsbefugnisse auf die Wirtschaftsleistung.

Der in der Literatur befundene negative wirtschaftliche Einfluss allzu umfangreicher Aufsichtsbefugnisse kann durch ein hohes Ausmaß an Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde und

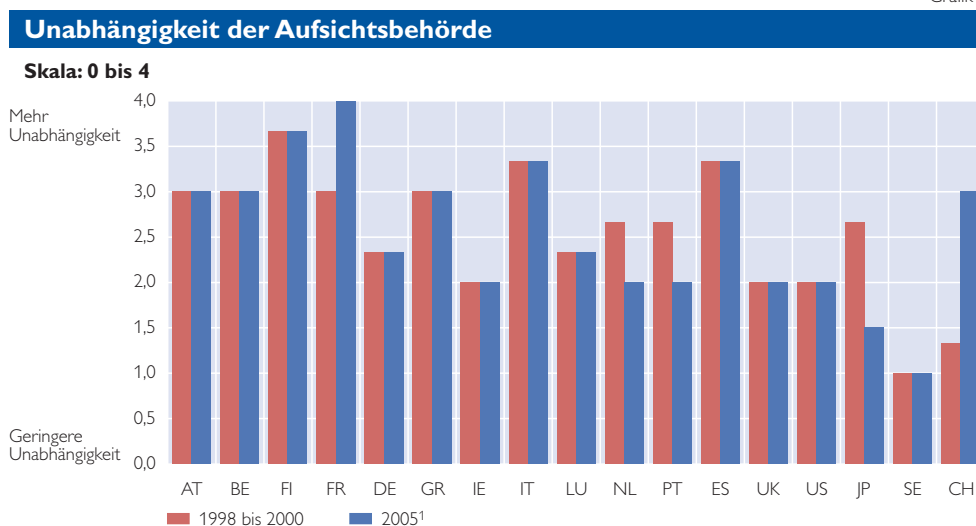
<sup>20</sup> Insbesondere die Sanktionsmöglichkeiten der Aufsichtsbehörde (die Befugnis, die Bildung von Rückstellungen zu fordern; die Möglichkeit, Aktionärsrechte außer Kraft zu setzen; Punkt 2) B) und D) sowie Punkt 3) der Anmerkung zu Grafik 3) wurden in gewissem Ausmaß gelockert.

<sup>21</sup> Vonseiten der Oesterreichischen Nationalbank wird betont, dass die vorliegende Erhebung nicht alle rechtlichen und aufsichtsrelevanten Veränderungen abbildet, die zur Ausweitung der Aufsichtsbefugnisse und Unabhängigkeit der neu eingerichteten österreichischen Finanzmarktaufsicht beigetragen haben mögen.

privates Monitoring (d. h. Regelungen zur Erleichterung der Kontrolle durch den Privatsektor) ausgeglichen werden. Barth et al. (2004) untersuchten den Einfluss von Bankenaufsichtsbehörden auf Finanzierungshindernisse für eine Stichprobe von 5.000 Unternehmen in 49 Ländern, und stellten fest, dass die Schaffung einer von staatlichem und bankseitigem Einfluss unabhängigen Aufsichtsbehörde die negativen Folgen einer – wie zuvor erwähnten – „übermächtigen“ Aufsicht mildert.

Der Index für die Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde misst das Ausmaß, in dem diese frei von Einflussnahmen seitens der Politik und des Bankensektors agieren kann. Je besser Aufsichtsbehörden z. B. vor von Banken angestregten Klagen geschützt sind, umso höher ist ihre Unabhängigkeit. Die entsprechende Indexskala reicht von 0 (sehr geringe Unabhängigkeit) bis 4 (sehr hohe Unabhängigkeit).

Grafik 4



Quelle: Erhebung der Weltbank bei nationalen Aufsichtsbehörden (1998 bis 2000). Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten nationaler Behörden (2005).

<sup>1</sup> FR, IE, IT, NL, PT: Weltbank-Survey 2004 aufgrund fehlender Fragebogenbeantwortung.

Anmerkung: Der Index beinhaltet Angaben über 1) die Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde gegenüber der Politik (Unabhängigkeit von der Regierung) und 2) die Unabhängigkeit gegenüber dem Bankensektor, d. h. Schutz vor von Banken angestregten Klagen. Zu 1) wurden die Antworten auf folgende Fragen berücksichtigt: A) Wem gegenüber ist die Aufsichtsbehörde rechenschaftspflichtig? B) Auf welchem Weg wird/werden der Leiter der Aufsichtsbehörde/weitere Mitglieder der Geschäftsleitung bestellt? C) Auf welche Weise wird/werden der Leiter der Aufsichtsbehörde/weitere Mitglieder der Geschäftsleitung abberufen?

Österreich zählt zu den Ländern, in denen das Ausmaß an Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde relativ hoch ist.<sup>22</sup>

Der Index zur Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde besteht aus drei Bestandteilen, deren Bewertung ein

höheres Maß an subjektiver Einschätzung notwendig machen (Unabhängigkeit von der Regierung, Unabhängigkeit vom Bankensektor, Rechenschaftspflicht der Aufsichtsorgane). Daher ist der Index mit einem größeren Maß an Unsicherheit behaftet. Dennoch zeigt

<sup>22</sup> Es ist jedoch anzumerken, dass bei der Bewertung der Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde ein größerer Ermessensspielraum gegeben ist als beispielsweise beim Indikator zum Bereich Aufsichtsbefugnis (Grafik 3).

Grafik 4 klar, dass die Unabhängigkeit der österreichischen Finanzmarktaufsicht überdurchschnittlich hoch ist.<sup>23</sup>

Trotz der Bewertungsschwierigkeiten lässt sich also feststellen, dass die österreichische Aufsichtsbehörde laut diesem Index jedenfalls ein hohes Maß an Unabhängigkeit genießt, das mit der Situation in Belgien oder auch Spanien vergleichbar ist. Weniger Unabhängigkeit besteht z. B. in Schweden, in den USA, im Vereinigten Königreich sowie in Irland.

Bankaufsichtsbehörden, die die Offenlegung korrekter Informationen

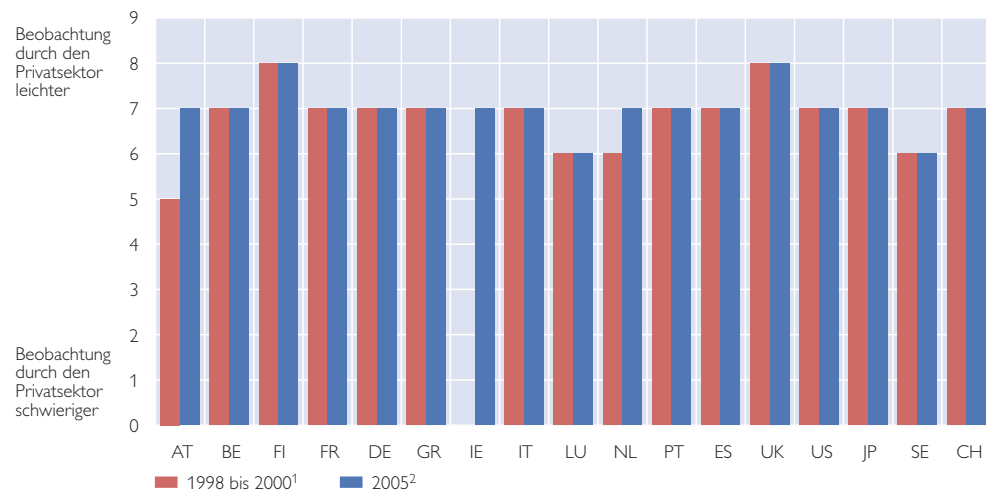
erzwingen und oder Anreize zur freiwilligen Offenlegung stärken, tragen häufig auch zum Abbau von Finanzierungshindernissen bei, die die Tätigkeit der Unternehmen und deren wirtschaftlichen Erfolg hemmen. Siehe in diesem Zusammenhang z. B. Barth et al. (2004), die empirisch nachweisen konnten, dass Regulierungen, die eine Beobachtung der Banken durch den Privatsektor fördern oder erleichtern, Hand in Hand mit einem effizienteren Bankensektor einhergehen (niedrigere Nettozinsmargen, weniger notleidende Kredite).<sup>24</sup>

Grafik 5

### Index des privaten Monitoring

#### Bankdienstleistungen

Skala: 0 bis 9



Quelle: Erhebung der Weltbank bei nationalen Aufsichtsbehörden (1998 bis 2000). Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Daten nationaler Behörden (2005).

<sup>1</sup> Für IE ist kein Wert für 1998 bis 2000 aufgrund fehlender Antworten vorhanden.

<sup>2</sup> FR, IT, NL, PT, SE, CH: Weltbank-Survey 2004 aufgrund fehlender Werte.

Anmerkung: Der Index fasst Informationen zu den folgenden Kategorien zusammen (zugewiesene Werte: ja=1, nein=0): 1) Sind externe unabhängige Bankenprüfer vorgeschrieben? 2) Verfügen die zehn größten Banken alle über ein Rating? 3) Existiert ein eigenes Einlagensicherungssystem? 4) Detailliertheitsgrad der Bankenbuchhaltung? 5) Werden außerbilanzielle Posten offen gelegt? 6) Legen die Banken die von ihnen für das Risikomanagement eingesetzten Verfahren offen? 7) Gelten nachrangige Verbindlichkeiten als Bestandteil des Kapitals?

Zu 4) Detailliertheitsgrad der Bankenbuchhaltung (ja=1, nein=0): A) Enthält die Gewinn- und Verlustrechnung aufgelauene aber nicht bezahlte Forderungen an Zinsen/Kapital, wenn ein Kredit notleidend ist? B) Müssen konsolidierte Bilanzen für Banken und etwaige Nichtbanken-Finanztöchter erstellt werden? C) Sind die Mitglieder der Geschäftsleitung für fehlerhafte/irreführende Informationen rechtlich haftbar?

<sup>23</sup> Siehe auch Fußnote 21.

<sup>24</sup> Auch die Entwicklung von Aktienmärkten scheint durch die Verbesserung der Beobachtung durch den Privatsektor positiv beeinflusst zu werden (La Porta et al., 2003).

Ein dritter Indikator ist das Maß für die Förderung des privaten Monitoring (Beobachtung durch den Privatsektor), das die Haftung der Direktoren für die Bekanntgabe korrekter Informationen, den Anteil von Banken mit einem Rating eines Landes und die Zuverlässigkeit der Ratingagenturen bewertet. Die diesbezügliche Indexskala reicht von 0 bis 9. Je höher der Indexwert, umso mehr Informationen müssen veröffentlicht werden, was die Beobachtung der Banken durch den privaten Sektor erleichtert.

Für Österreich hat sich der Index für die Förderung des privaten Monitoring gegenüber der Weltbank-Erhebung 2001, in der die von 1998 bis 2000 gesammelten Daten enthalten sind, wesentlich verbessert. Laut den jüngsten Zahlen sind die Möglichkeiten für ein privates Monitoring etwa gleich gut wie in den anderen Ländern des in dieser Studie verwendeten Samples.

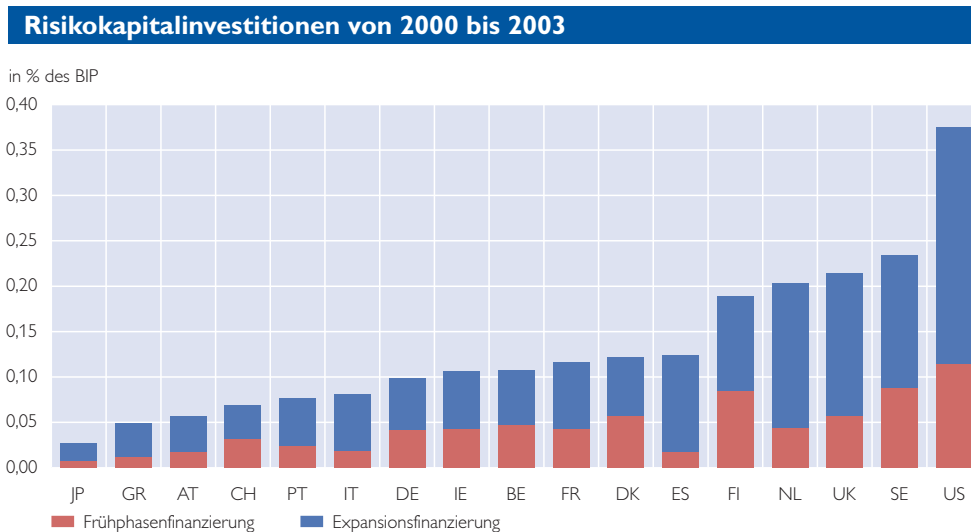
Die genannten Messgrößen für *Aufsichtsbefugnis*, *Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde* und die *Förderung des privaten Monitoring* deuten darauf hin, dass der aufsichtsrechtliche Rahmen in Österreich durchaus zur Förderung

der Effizienz des Bankensektors geeignet ist. Laut dem Index für Aufsichtsbefugnis gehört Österreich zu jenen Ländern, die der Aufsichtsbehörde ein relativ hohes Maß an Kompetenzen gewähren. Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern und Referenzländern ist die österreichische Aufsichtsbehörde relativ unabhängig von politischem Einfluss und Interventionen seitens der Banken (wie der Indikator für die Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde zeigt). Der Indikator des privaten Monitoring weist schließlich darauf hin, dass ausreichend Mechanismen zur Förderung der Offenlegung zuverlässiger, umfassender und zeitnaher Informationen vorhanden sind.

### 2.4.3 Mangel an Risikokapital

Unternehmensgründungen sind eine wichtige Quelle für Innovationen und damit eine Triebfeder für das Wirtschaftswachstum. Junge Hightech-Firmen finden in Volkswirtschaften mit gut entwickelten Risikokapitalmärkten besonders günstige Bedingungen vor.

Grafik 6



Quelle: OECD basierend auf Daten von EVCA (Europa); NVCA (USA); Asian Venture Capital Journal (The 2003 Guide to Venture Capital in Asia).

Die Niederlande und Finnland sind die einzigen Länder des Euroraums mit relativ gut entwickelten Risikokapitalmärkten, die größtmäßig etwa jenem des Vereinigten Königreichs entsprechen (Grafik 6). Das besonders bescheidene Volumen des österreichischen Risikokapitalmarktes könnte sich als Hemmschuh für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Landes erweisen. Ein Grund für die relative Unterentwicklung des Risikokapitalmarktes in Österreich könnte die kleine und illiquide Wiener Börse sein, die Risikokapitalgebern zu wenige Möglichkeiten für einen Ausstieg aus Engagements bietet. Die Weiterentwicklung des österreichischen Risikokapitalmarktes scheint auch durch mangelnde Nachfrage gehemmt zu werden. Weiters wird die Liquidität der Risikokapitalmärkte im Euroraum auch durch die uneinheitlichen Steuersysteme eingeschränkt.

### 3 Schlussfolgerungen

Das Finanzsystem fördert die Wirtschaftsleistung durch die Bereitstellung von Informationen, verstärkte Anreizmechanismen und eine Streuung des Risikos. Zuverlässigere Informationen ermöglichen bessere Investitionsentscheidungen, und Risikodiversifizierung fördert Investitionen in ertragsstarke, aber auch risikoreiche Projekte. Weiters kommt es zu einer Lockerung der Finanzierungsrestriktionen über Kredite und Aktienemissionen, wenn das Rechtssystem den Unternehmern bessere Anreize zur Rückzahlung von Verbindlichkeiten bietet.

Die vorliegende Studie behandelt ausgewählte Fragen zur Finanzstruktur und dem institutionellen Umfeld der österreichischen Wirtschaft (im Ländervergleich) und bewertet, wie weit

diese Aspekte den wirtschaftlichen Erfolg begünstigen.

Die Beseitigung der verbleibenden Hindernisse für eine weitere Finanzmarktintegration (z. B. im Retail-Banking) könnte die Wirtschaftsleistung erhöhen, wenn gleichzeitig sichergestellt wird, dass die Verbraucher ausreichend Wahlmöglichkeiten erhalten – etwa durch größere Transparenz der Bedingungen, zu denen Finanzdienstleistungen erbracht werden. Die Europäische Kommission hat durch die Einrichtung einer Expertengruppe zur Feststellung bestehender Probleme im Zusammenhang mit Konsumentenmobilität, Abschlussgebühren etc. bereits Schritte zur Förderung der Integration im Einzelkundengeschäft der Banken unternommen.

Laut empirischen Untersuchungen würde Österreich von einer weiteren Entwicklung des Finanzwesens beträchtlich – in Form zusätzlichen Wirtschaftswachstums – profitieren (Guiso et al., 2004).

Die am höchsten entwickelten Finanzsysteme, wie sie in den USA, dem Vereinigten Königreich und den Niederlanden bestehen, verfügen auch über die liquidesten Risikokapitalmärkte. Diese sind für die Innovation und damit die Produktivität von entscheidender Bedeutung. Der österreichische Markt für Risikokapital zählt im internationalen Vergleich zu den kleinsten und sollte gefördert werden. Für diesen Zweck muss die Liquidität von Aktienmärkten, die Risikokapitalgebern Ausstiegsmöglichkeiten bieten, erhöht werden. Des Weiteren sollte das Steuersystem überdacht und erforderlichenfalls geändert werden, um eine steuerliche Gleichbehandlung verschiedener Anlagearten sicherzustellen sowie grenzüberschreitende Investitionen und damit die Entwicklung der Risikokapitalmärkte zu fördern.

Das Eigentum an börsennotierten Unternehmen ist in Österreich und zahlreichen anderen Ländern des Euro-raums (verglichen mit den USA und dem Vereinigten Königreich) stark konzentriert. Auf dem österreichischen Aktienmarkt ist die Eigentumskonzentration besonders ausgeprägt. Die Ergebnisse empirischer Untersuchungen weisen darauf hin, dass auf Mikroebene eine allzu hohe Konzentration des Eigentums negative Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg hat (siehe z. B. Gugler, 1999).

Ein natürlicher Ansatz zur Erzielung einer stärkeren Streuung und damit einer geringeren Konzentration des Eigentums ist die Förderung des Anlegerschutzes. Obwohl dieser in Österreich in den vergangenen Jahren bereits stark verbessert wurde, muss er auch weiterhin abgesichert und erforderlichenfalls weiter verstärkt werden.

Corporate Governance-Kodizes sollten rechtsverbindlich sein und nicht nur auf freiwilliger Basis beruhen, da freiwillige Selbstverpflichtungen offenbar nur in bescheidenem Umfang eingegangen werden.

Gesamtindikatoren, wie sie ursprünglich von Barth et al. (2004) – Aufsichtsbefugnis, Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde, privates Monitoring – entwickelt und für den vorliegenden Zweck aktualisiert wurden, deuten darauf hin, dass die rechtlichen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen in Österreich durchaus zur Förderung der Effizienz und der Stabilität des Bankensektors geeignet sind: 1) Österreich scheint zu jenen Ländern zu gehören, die der Aufsichtsbehörde ein beträchtliches Maß an Befugnissen gewähren. 2) Die Kompetenz der Aufsichtsbehörde wird durch ausreichende Mechanismen zur Förderung der Offenlegung zuverlässiger, umfassender und zeitnaher Informationen (privates Monitoring) ergänzt. 3) Die österreichische Aufsichtsbehörde ist im Vergleich zu jenen anderer Länder ziemlich unabhängig von politischem Einfluss und Interventionen seitens des Bankensektors (Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörde).

## 4 Anhang

Kasten 1

### Finanzdienstleistungspolitik in Europa: FSAP und Weißbuch

Nach der Einführung des Euro konzentrierte sich die Aufmerksamkeit der Politik auf die Schaffung eines einheitlichen liquiden Finanzmarktes, der Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung sowie die Konkurrenzfähigkeit der europäischen Wirtschaft steigern sollte. Im Jahr 1999 beschloss die Europäische Kommission einen Aktionsplan zur Förderung des raschen Übergangs zu einem einheitlichen Markt für Finanzdienstleistungen, den so genannten **Aktionsplan für Finanzdienstleistungen – FSAP** – (Europäische Kommission, 1999). Der FSAP umfasst insgesamt 42 Maßnahmen in Form von Richtlinien und unverbindlichen Empfehlungen. Er ist eine bedeutende Initiative mit weit reichenden Auswirkungen auf den Finanzdienstleistungssektor und die europäische Wirtschaft. Die Maßnahmen betreffen eine Vielzahl von Bereichen: Buchführung und Rechnungsprüfung (6 Maßnahmen), Bank- und Finanzkonglomerate (3), Gesellschaftsrecht und Corporate Governance (7), Finanzmarktinfrastruktur (3), Versicherungen und Betriebspensionen (6), Versicherungssektor und Wertpapiermärkte (1), Finanzdienstleistungen und Zahlungsverkehr für Privatkunden (8), Wertpapiere und Investmentfonds (7) und Steuerwesen (1). Die meisten dieser Maßnahmen wurden bereits von den europäischen Institutionen (Europäisches Parlament, Europäischer Rat) beschlossen und genießen damit die Unterstützung der Politik und – indirekt – auch jene der betroffenen Branchen. Die Mehrzahl der auf EU-Ebene erlassenen Richtlinien muss jedoch von den Mitgliedstaaten erst in nationales Recht umgesetzt werden. Zur Überwachung und Förderung der Umsetzung der beschlossenen FSAP-Richtlinien soll bis 2008 ein Evaluierungsverfahren durchgeführt werden.

Im **Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005 bis 2010)** sind die Gesamtzielsetzungen der Finanzdienstleistungspolitik bis 2010 angeführt (Europäische Kommission, 2005). Diese umfassen: a) die Konsolidierung des bisher Erreichten, b) die Vollendung bisher noch nicht umgesetzter Vorhaben, c) die Verbesserung der Zusammenarbeit und Konvergenz im Aufsichtsbereich und d) den Abbau der verbleibenden wirtschaftlich bedeutenden Barrieren. Zu diesem Zweck führt das Weißbuch etwa 72 konkrete Aufgaben oder Tätigkeiten an (Anhang 1 des Weißbuchs). Dazu zählen Ex-ante-Evaluierungen bei der Vorbereitung neuer Vorschläge, Ex-post-Evaluierungen von Maßnahmen, die Entwicklung und Beurteilung einer effizienten regulatorischen und aufsichtlichen Struktur für Finanzdienstleistungen und die Förderung der Integration des Retail-Banking-Sektors. Viele dieser Aufgaben wurden zur Vermeidung bürokratischer Verzögerungen und zur effizienteren Implementierung an Fachausschüsse delegiert.

Kasten 2

### Wesentliche Datenquellen für die Finanzsystemanalyse:

#### Entstehung einer neuen Datenlandschaft

Der Wandel des europäischen Finanzwesens bringt auch im Bereich der Datenerfassung und wirtschaftspolitischen Analysen neue Herausforderungen mit sich. Ursprünglich wurden bei der länderübergreifenden Evaluierung des Zusammenhangs zwischen Finanzwirtschaft und Wachstum nur **Größenindikatoren** (z. B. die Aktienmarktkapitalisierung und Bankkredite im Verhältnis zum BIP) berücksichtigt. Als Datenquelle dienten dabei meist die International Financial Statistics des IWF (die z. B. auch in dem Klassiker von King und Levine, 1993, Verwendung fanden).

Neben den Größenindikatoren existieren jedoch noch weitere wichtige Determinanten der wirtschaftlichen Leistungskraft. Die **Effizienz** des Bankensektors (z. B. Nettozinsmargen), der **Wettbewerb im Bankensektor** (z. B. Marktzutrittsbedingungen für Banken), die **Eigentumsverhältnisse** (z. B. öffentliches und privates Eigentum) und das **institutionelle Umfeld** (z. B. das Ausmaß des gesetzlichen Schutzes von Eigentumsrechten) spielen ebenfalls eine Rolle. Beck et al., 2001 haben eine Finanzstrukturdatenbank aufgebaut, die für eine Vielzahl von Ländern statistische Daten aus diesen Bereichen enthält. Dies ist gegenwärtig vermutlich die umfassendste Sammlung von Finanzsystemindikatoren für Ländergruppen. Zum Thema **Regulierung des Bankensektors** (z. B. Indikatoren für die Bankenaufsicht) haben Barth et al., 2006 vor kurzem auf Grundlage einer von der Weltbank für einen Länderquerschnitt durchgeführten Erhebung eine Datenbank erstellt. Indikatoren für **Corporate Governance** (z. B. Gläu-

biger- bzw. Anlegerschutz oder Struktur der Unternehmensleitung), die von einzelnen Autoren für den Zusammenhang von Finanzwesen und Wachstum als relevant erachtet werden, wurden bisher nicht in einer Datenbank zusammengeführt. Kommerzielle Anbieter bieten Unternehmensdaten zur Struktur der Unternehmensleitung, zur Entlohnung von Führungskräften etc. an (für Deutschland und Österreich z. B. „Hoppenstedt Firmeninformation“). Die bekannten Indikatoren von La Porta et al., 1998 zur Messung des Anleger- und Gläubigerschutzes sind nur punktuell – für das Ende der Neunzigerjahre – verfügbar. Die OECD hat vor kurzem eine so genannte Corporate Governance and Company Law Database mit einer Vielzahl von Daten zur Corporate Governance in OECD-Ländern zur Verfügung gestellt. Diese Datenbank ist sicherlich eine nützliche Informationsquelle zu den Themen Gesellschaftsrecht und Corporate Governance. Für die Analyse der Zusammenhänge zwischen Finanzwesen und Wachstum müssen jedoch darauf aufbauend eigene Indikatoren erstellt werden.

Was im Augenblick noch fehlt, ist eine Datenbank, die die meisten der zuvor genannten Indikatoren zusammenführt (sowie weitere Indikatoren, die in einzelnen Studien als für die Analyse der Leistungsfähigkeit des Finanzsystems wichtig erkannt wurden). Problematisch ist auch, dass viele bedeutende, in Forschungsprojekten verwendete Indikatoren nicht aktualisiert werden (z. B. Indikatoren für aufsichtliche Rahmenbedingungen und Corporate Governance) und damit für weitere Untersuchungen nur von beschränktem Wert sind. Die **EZB** hat vor kurzem im Rahmen einer Forschungsagenda den **Aufbau einer Datenbank mit Indikatoren für finanzsystemische Variablen** gestartet, die zur Strukturierung der Leistungsbeurteilung von Finanzsystemen verwendet werden kann (siehe z. B. EZB, 2005b). Zu diesen Indikatoren, die auch regelmäßig aktualisiert werden sollen, zählen 1) die Größe der Kapitalmärkte und die Finanzstruktur, 2) Finanzinnovation, 3) Transparenz und Information, 4) Corporate Governance, 5) das Rechtssystem, 6) Regulierung, Aufsicht und Finanzmarktstabilität, 7) Wettbewerb, Offenheit und Finanzmarktintegration und 8) wirtschaftliche Freiheit sowie politische und sozioökonomische Faktoren. Diese Datenbank könnte sich für die Beurteilung des europäischen Finanzsystems als besonders relevant erweisen, da der Rahmen für und die Auswahl der Indikatoren insbesondere auf eine Beurteilung industrialisierter Länder mit relativ hoch entwickelten Finanzsystemen abgestimmt sind.

Kasten 3

### Daten zur Regulierung des Bankensektors

Die Indikatoren zur Regulierung des Bankensektors, basieren auf einem Fragebogen, der ursprünglich von der Weltbank entwickelt wurde. Dieser wurde im Frühjahr 2005 zu Aktualisierungszwecken an die Bankaufsichtsbehörden der Länder des Euroraums, der USA, des Vereinigten Königreichs und Japans versandt. Bis zum November 2005 hatten alle nationalen Behörden Rückmeldung erstattet. Für die Niederlande, Portugal und Schweden konnten die aktuellsten Daten allerdings nicht eingebaut werden, da Auskünfte zu einigen Fragen fehlten.

Die Werte für das Jahr 2005 wurden von den folgenden nationalen Aufsichtsbehörden geliefert:

Österreich:	Finanzmarktaufsicht, Oesterreichische Nationalbank
Belgien:	Commission Bancaire, Financière et des Assurances
Finnland:	Rahoitustarkastus – Finansinspektionen
Deutschland:	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Griechenland:	Bank von Griechenland (Banking Supervision Department)
Irland:	Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
Luxemburg:	Commission de Surveillance du Secteur Financier
Portugal:	Banco de Portugal
Spanien:	Banco de España
Vereinigtes Königreich:	Banking Supervision Authority
USA:	Office of the Comptroller of the Currency
Japan:	Financial Services Agency
Schweden:	Finansinspektionen
Schweiz:	Eidgenössische Bankenkommission

FINANZSYSTEM UND INSTITUTIONELLES UMFELD  
 ALS DETERMINANTEN DER WIRTSCHAFTLICHEN LEISTUNGSFÄHIGKEIT:  
 ÖSTERREICH IM LÄNDERVERGLEICH

*Im Anschluss findet sich eine detaillierte Darstellung zur Konstruktionsweise der Indikatoren. Da der Fragebogen von der Weltbank übernommen wurde, ist der folgende Abschnitt gänzlich in Englisch abgefasst (lediglich die Fragen, ohne Beschreibung der Konstruktion der Indikatoren wurde an die nationalen Aufsichtsbehörden versandt).*

Indicator	Economic meaning and/or remarks	Correlation with economic performance/ efficiency	Time span of data availability
<b>Regulation and supervision</b>			
Index of bank supervisory power	<p>The Index of bank supervisory power measures the extent to which official supervisors have the authority to take specific actions to prevent and correct problems in the banking industry. The composition of official supervisory power is built on the broad categories of auditing/management, disclosure and discipline. Values to the answers of the questions are quantified according to the answers yes=1 and no=0 and then summed up to yield the index. The index is on a scale from 0 to 14 with higher numbers indicating more supervisory power.</p> <p><i>Questions on auditing/management:</i>                      Can supervisors meet external auditors to discuss the report without bank approval?                      Are auditors legally required to report misconduct by managers/directors to the supervisory agency?                      Can legal action against external auditors be taken by supervisors for negligence?                      Can supervisors force banks to change the internal organisational structure?</p> <p><i>Question on disclosure:</i>                      Are off-balance sheet items disclosed to supervisors?</p> <p><i>Questions on discipline:</i>                      Can the supervisory agency order directors/management to constitute provisions to cover actual/potential losses?                      Can the supervisory agency suspend director's decision to distribute:                      a) dividends                      b) bonuses                      c) management fees                      Can the supervisory agency supersede bank shareholder rights and declare a bank insolvent?                      Does banking law allow the supervisory agency to suspend some or all ownership rights of a problem bank?                      Regarding bank restructuring and reorganisation: Can the supervisory agency or any other government agency do the following:                      a) supersede shareholder rights                      b) remove and replace management                      c) remove and replace directors</p>	rather (+)	<p>Current data based on replies from national supervisory authorities</p> <p>World Bank Survey (released March 9, 2004)</p> <p>World Bank Survey 1998–2000 (released March 16, 2001)</p>

Indicator	Economic meaning and/or remarks	Correlation with economic performance/ efficiency	Time span of data availability
Index of bank supervisory independence	<p>The index of overall independence measures to whom the supervisor is accountable. The components are (1) independence vs. the political sphere (independence from government) and (2) independence vs. banks, i.e. the protection against lawsuits from banks (values assigned: yes=1, no=0).</p> <p>Values for independence vs. the political sphere are assigned according to the answers below as 1=low, 2=medium, 3=high independence.</p> <p>1.1 To whom are supervisors accountable? 1.2 How is/are the head of the supervisory agency/other directors appointed? 1.3 How is/are the head of the supervisory agency/other directors removed?</p> <p>The overall index is the mean of the values assigned to responses to 1.1, 1.2, 1.3 plus the value assigned to (2) the independence vs. banks. Hence the index is on a scale from 0 to 4.</p>	(+)	<p>Current data based on replies from national supervisory authorities</p> <p>World Bank Survey (released March 9, 2004)</p> <p>World Bank Survey 1998–2000 (released March 16, 2001)</p>
Private monitoring index	<p>The private monitoring index is the sum of the values assigned to the following items: 1) whether an external certified auditor is required, 2) the percentage of rated top 10 banks (values assigned: 1 if all are rated, 0 otherwise), 3) whether there is an explicit deposit insurance scheme, 4) the comprehensiveness of bank accounting, 5) whether off-balance sheet items are disclosed to the public, 6) whether banks disclose risk management procedures to the public, 7) whether subordinated debt is allowable (required) as part of capital (1 if yes, 0 otherwise). Values assigned to items 1, 3, 5, 6 and 7 are 1 (if answer is yes) or 0 (if answer is no).</p> <p>The comprehensiveness of bank accounting (item 4) is the sum of the values (yes=1, no=0) assigned to the following questions: Does the income statement contain accrued but unpaid interest/principal while loan is non-performing? Are consolidated accounts covering bank and any non-bank financial subsidiaries required? Are directors legally liable for erroneous/misleading information?</p> <p>The higher the index the more the supervisory authorities force the banking sector to disclose information to the public (scale 0 to 9), i.e. 0 = monitoring of banks by the private sector is very difficult due to missing voluntary and mandatory disclosure, 9 = the ease of monitoring of banks by the private sector is high.</p>	(+)	<p>Current data based on replies from national supervisory authorities</p> <p>World Bank Survey (released March 9, 2004)</p> <p>World Bank Survey 1998–2000 (released March 16, 2001)</p>

## Literaturverzeichnis

- Baee, L., A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet. 2004.** Measuring Financial Integration in the Euro Area. ECB Occasional Paper Series 14. April.
- Barth, J. R., G. Caprio und R. Levine. 2004.** Bank regulation and supervision: what works best? In: Journal of Financial Intermediation 13, 205–248.
- Barth, J. R., G. Caprio und R. Levine 2006.** Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern. Cambridge University Press: New York.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt und R. Levine. 2001.** The Financial Structure Database. In: Demirgüç-Kunt, A. und R. Levine (Hrsg.). Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Market, and Development. Cambridge, Mass.: The MIT Press. 17–80.
- Berrer, H., B. Felderer, I. Fortin, C. Helmenstein, A. Kleissner, W. Polasek und T. Slavova. 2004.** Die Bedeutung von (Eigen-)Kapitalmärkten für dynamische Volkswirtschaften Europas. Eine vergleichende empirische Studie. Studie im Auftrag des Kuratoriums für den Kapitalmarkt. IHS. Jänner.
- Berle, A. und G. Means. 1932.** The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.

- Caprio, G., D. Klingebiel, Luc Laeven und Guillermo Noguera. 2003.** Banking Crises Database. An Update of the Caprio-Klingebiel Database (1996, 1999). Auf der Webseite der Weltbank verfügbar.
- Carlin, W. und C. Mayer. 2003.** Finance, investment, and growth. In: *Journal of Financial Economics* 69. 191–226.
- Davis, E. P. 2002.** Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector. In: *Economic Systems* 26. 203–229.
- De Ávila, D. R. 2003.** Finance and Growth in the EU: New Evidence from the Liberalisation and Harmonisation of the Banking Industry. In: *European Central Bank Working Paper Series* 266.
- Dehejia, R. und A. Lleras-Muney. 2003.** Institutions, Financial Development, and Pathways of Growth. In: *NBER Working Paper* 9551.
- Demirgüç-Kunt, A., L. Laeven und R. Levine. 2003.** Regulations, Market Structure, Institutions and the Cost of Financial Intermediation. In: *NBER Working Papers* 9890.
- Djankov, S., R. La Porta, F. López-de-Silanes und A. Shleifer. 2003.** Courts. In: *Quarterly Journal of Economics* 118. 453–517.
- Drobetz, W., A. Schillhofer und H. Zimmermann. 2003.** Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum/Department of Finance. Working Paper* 2/03.
- Europäische Kommission. 1999.** Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan. 11. Mai.
- Europäische Kommission. 2005.** Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005-2010. Dezember.
- Europäische Kommission. 2006.** Single Market in Financial Services Progress Report 2004-2005. 5. Jänner.
- EZB. 2005a.** Indicators of financial integration in the euro area. September.
- EZB. 2005b.** Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen. In: *EZB-Monatsbericht*. Oktober: 79–95.
- Franks, J. und C. Mayer. 2001.** Ownership and Control of German Corporations. In: *The Review of Financial Studies* 14(4). Winter: 943–977.
- Fritzer, F. 2004.** Finanzmarktstruktur und Wirtschaftswachstum: Eine Länderquerschnittsanalyse. In: *Geldpolitik & Wirtschaft* Q2/04. OeNB. 79–94.
- Gompers, P., J. Ishii und A. Metrick. 2003.** Corporate Governance and Equity Prices. In: *The Quarterly Journal of Economics* 118. 107–155.
- Gugler, K. 1999.** Eigentümerstruktur und Profitabilität. In: *Wirtschaftspolitische Blätter* 6/1999. 583–589.
- Gugler, K., D. Mueller und B. Yurtoglu. 2004.** Corporate Governance and Globalization. In: *Oxford Review of Economic Policy* 20(1). 129–156.
- Guiso, L., T. Jappelli, M. Padula und M. Pagano. 2004.** Financial Market Integration and Economic Growth in the EU. In: *Economic Policy* 40. Oktober: 523-580.
- Hartmann, P., A. Maddaloni und S. Manganeli. 2003.** EMU and the European Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives. In: *Oxford Review of Economic Policy* 19(1). 180–213.
- Hartmann, P., A. Ferrando, F. Fritzer, F. Heider, B. Lauro und M. Lo Duca. 2005.** The Performance of the European Financial System. Mimeo.
- King, R. G. und R. Levine. 1993.** Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. In: *The Quarterly Journal of Economics* 108(3). August. 717–737.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny. 1998.** Law and Finance. In: *Journal of Political Economy* 106(6). 1113-1155.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer und R. Vishny. 2003.** What works in securities laws? In: *NBER Working Papers* 9882.

- Levine, R. und Zervos. 1998.** Stock Markets, Banks, and Economic Growth. In: The American Economic Review 88(3). Juni. 537–558.
- Murinde, V., J. Agung und A. Mullineux. 2004.** Patterns of Corporate Financing and Financial System Convergence in Europe. In: Review of International Economics 12(4). 693–705.
- OECD. 2004.** Corporate Governance: A Survey of OECD Countries. Paris.
- OECD. 2006.** Regulation of Financial Systems and Economic Growth. In: Economic Policy Reforms. Going for Growth. 115-128.
- Pagano, M. 1993.** Financial markets and growth. An overview. In: European Economic Review 37. April. 613–622.
- Rajan, R. G. und L. Zingales. 2003.** The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. In: Journal of Financial Economics 69(1). 5–50.
- Waschiczek, W. und F. Fritzer. 2000.** Rolle und Perspektiven des österreichischen Aktienmarktes. In: Berichte und Studien 4/2000. OeNB. 116–140.
- Waschiczek, W. und G. Mauerhofer. 2000.** Venture Capital in Österreich. In: Berichte und Studien 2/2000. OeNB. 154–170.