

Berthold, Norbert; Fehn, Rainer

Working Paper

Struktureller Wandel, new economy und Beschäftigungsentwicklung: welche Rolle spielen die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt?

Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, No. 53

Provided in Cooperation with:

Chair of Economic Order and Social Policy, Julius Maximilian University of Würzburg

Suggested Citation: Berthold, Norbert; Fehn, Rainer (2002) : Struktureller Wandel, new economy und Beschäftigungsentwicklung: welche Rolle spielen die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt?, Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge, No. 53, Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik, Würzburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/32504>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Bayerische Julius-Maximilians-Universität Würzburg

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

**Struktureller Wandel, „new economy“ und
Beschäftigungsentwicklung: Welche Rolle spielen
die institutionellen Rahmenbedingungen
auf dem Kapitalmarkt?**

**Norbert Berthold
Rainer Fehn**

Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge
des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre,
Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik

Prof. Dr. Norbert Berthold

Nr. 53

2002

Sanderring 2 • D-97070 Würzburg

**Struktureller Wandel, „new economy“ und Beschäftigungsentwicklung:
Welche Rolle spielen die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Ka-
pitalmarkt?**

Norbert Berthold[#]

Rainer Fehn^{}*

*Beitrag zur Tagung des Wirtschaftspolitischen Ausschusses des
Vereins für Socialpolitik „Konjunktur, Wachstum und
Wirtschaftspolitik im Zeichen der New Economy“*

Linz, 12.-14. März 2002

[#] Prof. Dr. Norbert Berthold, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik, Universität Würzburg, Sanderring 2, 97070 Würzburg, e-mail: norbert.berthold@mail.uni-wuerzburg.de

^{*} PD Dr. Rainer Fehn, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftsordnung und Sozialpolitik, Universität Würzburg, Sanderring 2, 97070 Würzburg & CESifo München, e-mail: rainer.fehn@mail.uni-wuerzburg.de

A. Einleitende Bemerkungen

Schon Schumpeter (1911) hat darauf hingewiesen, daß ein gut funktionierender Kapitalmarkt und damit eine verbesserte Kapitalallokation ein höheres Wirtschaftswachstum zur Folge haben sollte, weil er sich positiv auf den Prozeß der schöpferischen Zerstörung auswirkt, dessen reibungsloses Funktionieren gerade in Phasen starken strukturellen Wandels ein Schlüsselement für Wachstum und Wohlstand von Nationen ist. Auf der mikroökonomischen Ebene erfordert struktureller Wandel eine Vielzahl von einzelwirtschaftlichen Entscheidungen, Produktionseinheiten zu gründen, fortzuführen oder aufzugeben. Die Ausgestaltung der institutionellen Rahmenbedingungen allgemein, aber insbesondere auch auf dem Kapitalmarkt entscheidet maßgeblich darüber, ob dieser Prozeß effizient und damit langfristig wachstums- und wohlfahrtssteigernd verläuft. Sollte dies nicht der Fall sein, dann können sich daraus außerordentlich negative makroökonomische Konsequenzen ergeben. Eine solche Volkswirtschaft hinkt dann technologischen Entwicklungen hinterher, sie tut sich schwer mit einer sich rasch verändernden Umwelt und sie kann leicht in ökonomische Stagnation verfallen. Die Beschäftigungsentwicklung und damit insbesondere das Niveau an struktureller (quasi-gleichgewichtiger) Arbeitslosigkeit sind wichtige Indikatoren, ob eine solche Situation der Tendenz nach gegeben ist oder nicht.

Nicht zuletzt aufgrund der rasch voranschreitenden Globalisierung durchlaufen die hochentwickelten Volkswirtschaften eine Phase radikalen strukturellen Wandels und müssen mit einem unsichereren und volatileren wirtschaftlichen Umfeld zurechtkommen. Der sektorale strukturelle Wandel verläuft seit längerem schon dahingehend, daß der Dienstleistungssektor zu Lasten des industriellen Sektors expandiert. Außerdem hat aber gerade in den letzten die sogenannte „new economy“ massiv an Bedeutung gewonnen, also all diejenigen Bereiche, wie etwa die biotechnologischen Industrien, in denen die neuartigen Informationstechnologien eine maßgebliche Rolle spielen. Die Unternehmen versuchen sich an diese Datenänderungen anzupassen, etwa indem sie die Arbeitsorganisation verändern. Die traditionelle „fordistisch-tayloristische“ Arbeitsorganisation mit einer sehr hohen Spezialisierung der einzelnen Mitarbeiter wird zunehmend verdrängt von der sogenannten „holistischen“ Arbeitsorganisation, in welcher die Team- und Kommunikationsfähigkeit der Mitarbeiter eine wesentliche Rolle spielt und in welcher sie ein breites Set an unterschiedlichen, häufig aber zueinander komplementären Aufgaben bewältigen müssen.

Diese Phase anhaltenden und massiven strukturellen Wandels ist insbesondere an den Arbeitsmärkten der großen kontinentaleuropäischen Länder nicht spurlos vorüber gegangen. Die strukturell bedingte Sockelarbeitslosigkeit ist über die Konjunkturzyklen hinweg deutlich angestiegen. Darüber hinaus ist die politisch besonders problematische Langzeitarbeitslosigkeit immer weiter angewachsen. So ist in Deutschland mittlerweile rund jeder zweite Arbeitslose über ein Jahr draußen aus dem regulären Erwerbsleben. Für diese Gruppe von Arbeitslosen ist es besonders unwahrscheinlich, daß sie jemals wieder einer regulären Erwerbstätigkeit werden nachgehen können. Im internationalen Vergleich fällt insbesondere auch das enttäuschende Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum auf, welches Deutschland und zahlreiche andere kontinentaleuropäische Länder, aber auch etwa Japan, ab Mitte der 80er Jahre nur erzielen konnte (Tab. 1). Dies deutet darauf hin, daß es diesen Ländern weniger gut als insbesondere den angelsächsischen Ländern gelungen ist, Ressourcen von schrumpfenden Branchen in die expandierenden Bereiche des Dienstleistungssektors und der „new economy“ umzulenken.

Tab. 1: Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum im Vergleich (Ø 1986-2001 in %)

Land	Wirtschaftswachstum	Beschäftigungswachstum
Australien	3,39	1,75
USA	3,12	1,43
Kanada	2,73	1,49
Niederlande	2,87	1,96
Schweiz	1,48	0,95
Neuseeland	2,06	1,06
Japan	2,34	0,69
Irland	6,41	2,79
Norwegen	2,77	0,45
Portugal	3,46	0,76
Deutschland	2,06	0,12
UK	2,61	0,79
Dänemark	1,95	0,21
Spanien	3,23	1,61
Österreich	2,53	0,61
Frankreich	2,25	0,59
Belgien	2,39	0,59
Italien	1,99	0,03
Finnland	2,46	-0,24
Schweden	2,01	-0,18

Quellen: Garibaldi und Mauro (1999) und OECD.

Dieses Defizit hängt zumindest in Deutschland zu einem erheblichen Teil mit der hierzulande verfolgten Politikstrategie zusammen, welche sich eher als defensiv charakterisieren läßt.

Zum einen wird versucht, Arbeitsplätze in niedergehenden Sektoren möglichst lange durch Subventionen und rigide Arbeitsmarktregulierungen zu erhalten, wie etwa einen großzügig ausgebauten Bestandsschutz für die Arbeitsplatzbesitzer. Zum anderen gewährt sie denjenigen, die trotzdem ihren Arbeitsplatz verloren, eine umfassende und zeitlich so gut wie unbegrenzte Abfederung durch den Sozialstaat. Die zentralen Politikinstrumente in diesem Zusammenhang sind die Arbeitslosenversicherung, die Arbeitslosenhilfe, die Sozialhilfe und Frühverrentungen ohne entsprechende Rentenkürzungen. Eine offensive Strategie müßte hingegen darauf abzielen, vor allem möglichst günstige institutionelle Rahmenbedingungen für die Schaffung neuer Arbeitsplätze herzustellen, um so anhaltende Beschäftigungseinbußen zu vermeiden. Gerade in Phasen radikalen strukturellen Wandels ist eine solche offensive Strategie einem tendenziell strukturkonservierenden Ansatz überlegen.

Die Auswirkungen der institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt sind in diesem Zusammenhang bislang kaum beachtet worden. Dies ist insofern verwunderlich, weil sich die Frage stellt, wie der strukturelle Wandel finanziert werden soll, wenn man davon ausgeht, daß vor allem Unternehmensneugründungen und kleine Unternehmungen ihn vorantreiben und nicht etwa große Industriekonglomerate. Es gibt eine ganze Reihe von intuitiven und auch empirischen Hinweisen dahingehend, daß gerade Investitionen, Innovationen und Unternehmensneugründungen und damit gut funktionierende Kapitalmärkte wichtig sind, um das Beschäftigungswachstum in den beschäftigungspolitisch erfolgreichen Ländern während der letzten rund zwei Jahrzehnten erklären zu können. Sieht man sich etwa das Beschäftigungswachstum in den USA näher an, dann wird schnell klar, daß die USA es besser vermochten, neue Unternehmungen zu gründen und zu Wachstum zu verhelfen und dadurch den anstehenden strukturellen Wandel hin zum Dienstleistungssektor und hin zur „new economy“ zu meistern. Dadurch wurden nicht nur gering bezahlte, sondern auch hoch entlohnte Arbeitsplätze in großem Umfang geschaffen.

Der Einfluß der institutionellen Strukturen des Kapitalmarktes auf das Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum scheint insbesondere vom jeweiligen Entwicklungsstand der betroffenen Volkswirtschaft abzuhängen.¹ Ein bankendominierter Kapitalmarkt wie in vielen Ländern Kontinentaleuropas oder auch Japan ist vor allem in früheren Stadien des Wachstumsprozesses von Vorteil, während in hochentwickelten Volkswirtschaften eher ein florierender Aktien-

¹ Vgl. Rajan und Zingales (1998), Carlin und Mayer (1999), Beck, Levine und Loayza (1999), Tsuru (2000) und Wurgler (2000).

und vor allem Risikokapitalmarkt wie in den meisten angelsächsischen Ländern wachstums- und beschäftigungsfördernd ist. Unternehmungen wie etwa Apple, Compaq, Digital Equipment Corporation, Intel, Microsoft und Sun Microsystems sind alle in der Gründungsphase durch Risikokapitalgeber nicht nur mit finanziellen Mitteln, sondern auch mit entsprechender unternehmerischer Beratung unterstützt worden. Generell läßt sich empirisch feststellen, daß risikokapitalunterstützte Unternehmungen in den USA in den 90er Jahren in bezug auf die Beschäftigung weitaus schneller als die Gruppe der Fortune 500 Unternehmungen gewachsen sind, und auch die allgemeine Referenzgruppe schnell wachsender Unternehmungen in bezug auf die Beschäftigung deutlich hinter sich gelassen haben. Im Prinzip gilt das gleiche auch für Europa, nur daß hierzulande der Risikokapitalmarkt nach wie vor weitaus weniger weit entwickelt ist und daher von ihm auch nur geringere positive Beschäftigungseffekte ausgehen.² Während aber Unternehmensgründer und junge, innovative Unternehmungen in der Gründungs- und anfänglichen Wachstumsphase stark auf die Unterstützung durch Risikokapitalgeber, und damit eine bis vor kurzem spezifisch angelsächsische Kapitalmarktinstitution angewiesen war, haben traditionelle Großunternehmen gerade im industriellen Sektor dies in der Regel gar nicht nötig, weil sie bisweilen aufgrund ihrer erheblichen „free cash flows“ eher den Charakter einer Bank haben.

Der Beitrag geht der Frage nach, ob die institutionellen Strukturen auf den kontinentaleuropäischen Kapitalmärkten die mangelnde Wachstums- und Beschäftigungsdynamik hierzulande in der Phase radikalen strukturellen Wandels hin zur „new economy“ mitverursacht haben. Zu diesem Zweck ist er wie folgt aufgebaut. Zunächst einmal wird dargestellt, daß die für die externe Finanzierung von Unternehmungen relevanten institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt sich zwischen den OECD Ländern erheblich unterscheiden. Darauf aufbauend wird erläutert, über welche Kanäle sich diese institutionellen Unterschiede im strukturellen Wandel auf die Beschäftigungsperformance auswirken. Anschließend wird die für die Arbeitsmarktpformance wichtige Entwicklung des Risikokapitalmarktes im internationalen Vergleich analysiert. In einem letzten Schritt werden einige wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen gezogen.

² Vgl. u.a. CESifo (2002), Albach und Köster (1997) und BMWI (1997).

B. Kapitalangebot und gesetzlicher Schutz von externen Kapitalgebern

Eine der Schlüsselfragen in der „corporate finance“-Literatur ist die auf den ersten Blick trivial anmutende Frage, warum externe Kapitalgeber von Unternehmungen jemals ihr Geld teilweise oder sogar ganz inklusive vereinbarter Zins- oder Dividendenzahlungen zurückerhalten. Warum unterliegen also die Insider von Unternehmungen, das heißt vor allem das Management, aber auch die Arbeitnehmer, nicht regelmäßig der Versuchung, die externen Kapitalgeber auszubeuten, weil diese ja nur unter Inkaufnahme erheblicher Kosten das Kapital wieder aus der Unternehmung herausholen können, nachdem es einmal dort investiert worden ist? La Porta u.a. haben in einer Reihe von Papieren zu dieser Problemstellung in den letzten Jahren gezeigt, daß das Verhalten der Unternehmensinsider entscheidend vom gesetzlichen Schutz von externen Kapitalgebern beeinflusst wird, und daß sich dieser gesetzliche Schutz deutlich über die Ländergrenzen hinweg unterscheidet.³

Um diese Fragestellung zu formalisieren, haben La Porta u.a. (1999b) ein einfaches, aber intuitiv plausibles Modell vorgeschlagen, welches als Ausgangspunkt für die hier eigentlich interessierende, umfassendere Fragestellung geeignet ist, wie sich die unterschiedlichen institutionellen Strukturen auf den Kapitalmärkten über die Ländergrenzen hinweg auf die Beschäftigungsentwicklung auswirken. In ihrem Mikromodell gibt es einen Unternehmer, welchem der Anteil α an den „cash flows“ der Unternehmung laut Vertrag mit dem Kapitalgeber zusteht. Er beabsichtigt eine Investition im Umfang I durchzuführen, deren erwartete Rendite R beträgt, so daß der erwartete Zahlungsstrom nach Ablauf der Laufzeit des Investitionsprojektes RI lautet. Der Unternehmer verfügt über keine eigenen Mittel und muß daher das Investitionsprojekt extern finanzieren. Die Gruppe an möglichen externen Kapitalgebern weiß jedoch, daß der Unternehmer ex post in der Lage ist, den Anteil s der Gewinne sich vorab selbst einzustecken oder in der Unternehmung vorab selbst zu verkonsumieren, so daß nur der Restbetrag $(1-s)RI$ gemäß der vertraglichen Abmachung für die Aufteilung der „cash flows“ zugeteilt wird. Je besser nun aber der durch k gemessene gesetzliche Schutz der externen Kapitalgeber vor einer solchen Ausbeutungshandlung durch den Unternehmer ausfällt, desto teurer wird es für den Unternehmer, sich derart vertragswidrig zu verhalten. Zur Vereinfachung

³ Vgl. La Porta u.a. (1997), (1998), (1999a) und (1999b); siehe zu den folgenden Ausführungen auch Fehn (2001). Ein offensichtliches Argument, welche derartige Ausbeutungshandlungen der Unternehmensinsider begrenzt, ist deren Interesse an zukünftigen Kapitalzuflüssen. Dies gilt aber in allen Ländern gleichermaßen, so daß es kaum geeignet ist, die erheblichen länderspezifischen Unterschiede im diesbezüglichen Verhalten der Unternehmensinsider zu erklären.

nehmen La Porta u.a. eine quadratische Funktion an, welche die Kosten c des „Diebstahls“ für den Unternehmer beschreibt:

$$c(k, s) = 0.5 k s^2. \quad (1)$$

Weiterhin wird angenommen, daß der Unternehmer schlicht und ergreifend den Wert der ihm aus dem Projekt zufließenden Zahlungsströme maximiert, also die ihm vertraglich zustehenden Anteile an den „cash flows“ zuzüglich des vorab entwendeten Anteils, aber auch abzüglich der dadurch anfallenden Kosten:

$$U_E = \alpha(1-s)RI + sRI - 0.5ks^2 RI. \quad (2)$$

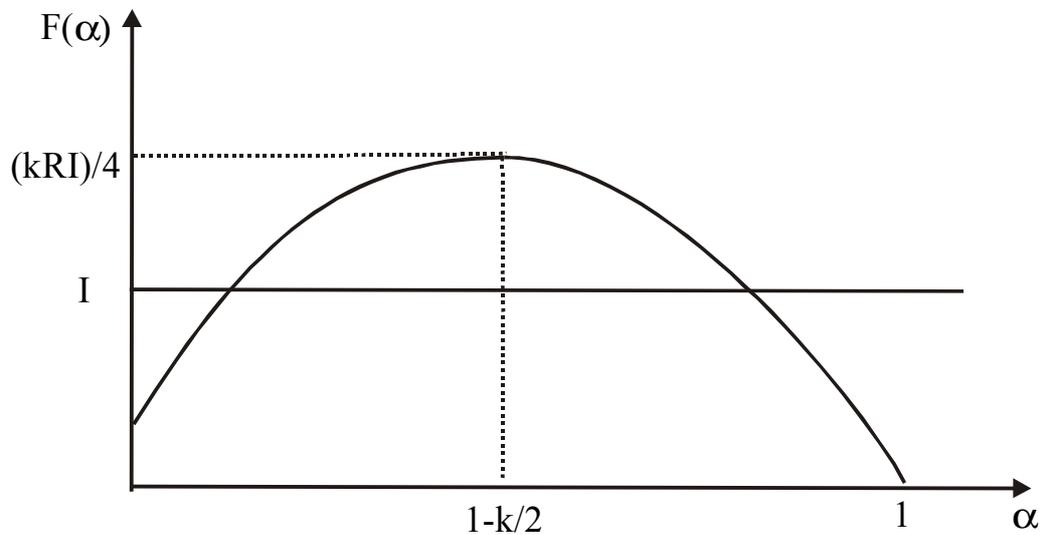
Es wird außerdem zur Vereinfachung angenommen, daß die normalisierte Kapitalrendite für externe Investoren gerade null beträgt. Der maximale Umfang an externem Kapital $F(\alpha)$, welches der Unternehmer erhält, ist dann für unterschiedliche Niveaus von α gerade so groß, daß die erwartete Rendite für die externen Kapitalgeber unter Berücksichtigung der vertragswidrigen Vorabentwendung von „cash flows“ durch den Unternehmer gerade null beträgt:

$$F(\alpha) = (1-\alpha)(1-s^*)RI = (1-\alpha) \left(1 - \frac{1-\alpha}{k}\right) RI, \quad (3)$$

wobei $s^* = (1-\alpha)/k$ den aus Sicht des Unternehmers optimalen Umfang an vorab unterschlagenen „cash flows“ für die unterstellte quadratische Kostenfunktion bezeichnet.

Abb. 1 stellt den buckelförmigen Verlauf von $F(\alpha)$ grafisch dar. Ein höherer Anteil α des Unternehmers an der Unternehmung übt zwei gegensätzliche Effekte auf das ihm maximal zur Verfügung stehende externe Kapitalangebot $F(\alpha)$ aus. Der direkte negative Effekt besteht darin, daß nur noch ein geringerer Anteil der „cash flows“ für die externen Kapitalgeber zur Verfügung steht, so daß deren Bereitschaft sinkt, dem Unternehmer Mittel bereitzustellen. Es gibt jedoch noch einen indirekten positiven Effekt, weil mit wachsendem α auch der für den Unternehmer optimale Umfang an vorweg vertragswidrig entwendeten „cash flows“ zurückgeht, wovon die externen Kapitalgeber profitieren. Die maximale Kapitalmenge, welche der Unternehmer in diesem einfachen Modell von den externen Kapitalgebern erhält, beträgt $(kRI)/4$. Dieser Betrag hängt eindeutig und wie auch intuitiv zu erwarten positiv vom Umfang des gesetzlichen Schutzes für externe Kapitalgeber k ab. Daraus folgt, daß die externen Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmungen um so besser und damit das realisierbare Set an extern finanzierten Investitionsprojekten um so größer ausfällt, desto besser externe Kapitalgeber durch die Ausgestaltung der Gesetze und durch deren effektive Durchsetzung vor einer partiellen ex post Enteignung durch die Unternehmensinsider geschützt sind.

Abb. 1: Externes Kapitalangebot bei Enteignungsproblemen



Quelle: La Porta u.a. (1999b, 15).

Aus diesen einfachen Modellüberlegungen folgt, daß der gesetzlich eingeräumte Schutz von externen Kapitalgebern vor ex post Enteignungshandlungen durch die Unternehmensleitung und dessen effektive Durchsetzung wichtig ist für den Umfang an Investitionsprojekten, welche über den regulären Kapitalmarkt und externe Kapitalgeber finanziert werden können. Von daher ist es wenig überraschend, daß eine ganze Reihe von empirisch orientierten Beiträgen in der „corporate finance“-Literatur während der letzten Jahre der Frage nachgegangen sind, wie der effektive gesetzliche Schutz von externen Kapitalgebern sich über die Ländergrenzen hinweg unterscheidet, und ob davon die reale wirtschaftliche Aktivität beeinflusst wird.⁴

Die Ergebnisse zeigen, daß zwischen den entwickelten Volkswirtschaften in diesem Punkt tatsächlich erhebliche Differenzen bestehen, und daß die gesetzliche Tradition in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle spielt. Dabei lassen sich vier Ländergruppen unterschiedlicher gesetzlicher Herkunft unterscheiden. Auf der einen Seite stehen die angelsächsischen „common law“-Länder. Von der gesetzlichen Tradition deutlich davon zu unterscheiden sind die Länder mit einer zivilrechtlichen Tradition, welche sich wiederum in drei Gruppen unterteilen lassen: eine deutsche, eine französische und eine skandinavische Ländergruppe.⁵ Diese Einteilung der Länder bezieht sich darauf, daß die Gesetzgebung und deren Durchsetzung auf

⁴ Vgl. La Porta u.a. (1997), (1998), (1999a), (1999b), Carlin and Mayer (1999) und Wurgler (2000).

⁵ Die genaue Zuordnung der Länder geht aus Tabelle 3 hervor.

Finanzmärkten jeweils gemeinsame Wurzeln aufweisen, welche häufig bis ins letzte Jahrhundert zurückreichen. Diese Gemeinsamkeiten können zum einen kolonialen Ursprung haben, oder aber auch dadurch entstanden sein, daß in der wirtschaftlichen Entwicklung aufholende Länder mehr oder wenig die Gesetzgebung von wirtschaftlichen Vorreitern einfach übernommen haben, wie es zum Teil die ostasiatischen Länder mit der deutschen Gesetzgebung auf den Finanzmärkten gemacht haben. Es ist außerdem wichtig zwischen dem effektiven gesetzlichen Schutz von Eigen- und Fremdkapitalgebern zu unterscheiden. Zum einen werden jeweils ganz verschiedene gesetzliche Schutzmaßnahmen angewandt, und zum anderen variiert das Niveau an effektivem gesetzlichem Schutz innerhalb eines Landes häufig stark, je nachdem, ob es sich um Eigen- oder um Fremdkapitalgeber handelt. Dies hat zur Folge, daß die Rangfolge der Länder und Ländergruppen in bezug auf das effektive gesetzliche Schutzniveau unterschiedlich ausfällt, wenn Eigen- oder Fremdkapitalgeber betrachtet werden.

Die folgenden Tabellen 2 und 3 zeigen die Ergebnisse der ausführlichen Analyse dieser Fragestellung durch La Porta u.a., welche mittlerweile weithin als „stylized facts“ in der „corporate finance“-Literatur angesehen werden. Es stellt sich heraus, daß vor allem die angelsächsischen Länder Eigenkapitalgeber deutlich besser als alle anderen Ländergruppen vor Ausbeutung durch die Unternehmensinsider schützen. Dies paßt gut zu der wohlbekanntem Tatsache, daß nicht nur die Kapitalisierung des Aktienmarktes und auch des Risikokapitalmarktes relativ zum Volkseinkommen, sondern auch die Anzahl an Unternehmungen und an Börsenneuzulassungen von Unternehmungen („initial public offerings“) relativ zur Bevölkerung in den angelsächsischen Ländern am höchsten ausfällt. Der bessere gesetzliche Schutz von Aktionären im allgemeinen und von Minderheitsaktionären im besonderen in den angelsächsischen Ländern steht auch in Einklang damit, daß in den angelsächsischen Ländern eine weitaus größere Streuung bei den Eigentümern der Unternehmungen gegeben ist, und daß die durch Tobin's Q gemessene Bewertung der Unternehmungen relativ zu ihren Fundamentaldaten höher als in allen anderen Ländern ausfällt. Hingegen lassen Länder, die in der französischen Rechtstradition stehen, sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgebern in der Regel den geringsten Schutz zuteil werden. Die deutschen und skandinavischen Länder sind grundsätzlich zwischen den angelsächsischen und den französischen Ländern einzuordnen.

Einen relativ zu den angelsächsischen Ländern interessanten Fall stellen diejenigen Länder dar, die in der deutschen Rechtstradition zur Gesetzgebung auf dem Kapitalmarkt stehen. Der gesetzliche Schutz von Eigenkapitalgebern fällt zwar in den „German law“-Ländern weitaus

schwächer aus, hingegen ist derjenige von Fremdkapitalgebern genauso hoch einzuschätzen wie in der angelsächsischen Ländergruppe insgesamt, und substanziell höher als bei den angelsächsischen OECD-Ländern. Erneut ergibt sich ein intuitiv einleuchtender Bezug zu den realen Gegebenheiten auf dem Kapitalmarkt, sind doch die Länder der deutschen Ländergruppe traditionell durch eine herausgehobene Stellung des Bankensektors und durch eine gewisse Dominanz der Fremdkapital- gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung gekennzeichnet.

Tabelle 2: Gesetzliche Herkunft und externer Kapitalmarkt im Überblick

	Anzahl an Unt./Bev.	IPO/Bev.	Schuldenfi- nanzierung Unt./BSP	Umfang Aktionärs- rechte ¹	Rechte FK- geber ²	Tobin's Q
English-Law Ø ³	61,66	3,01	0,75	4,3	2,4	1,2552
EL-OECD Ø ⁴	43,20	2,29	0,78	4,5	1,8	1,2812
EL-Non-OECD Ø ⁵	98,59	4,21	0,63	4,0	3,7	1,2032
French-Law Ø ⁶	12,71	0,29	0,63	2,0	1,2	1,1518
German-Law Ø ⁷	17,30	0,15	0,97	2,2	2,4	1,1536
Scandinavian-Law Ø ⁸	27,27	2,14	0,57	3,0	2,0	1,1202

1. Aktionäresrechte: Ein Index, welcher die aggregierten Aktionäresrechte widerspiegelt. Der Index wird gebildet indem 1 hinzuaddiert wird, wenn:

1. ein Land Aktionären erlaubt, per Post ihre Stimme in der Hauptversammlung abzugeben;
2. Aktionäre nicht ihre Anteile vor der Hauptversammlung hinterlegen müssen;
3. kumulatives Abstimmen erlaubt ist;
4. gesetzliche Mechanismen zum Schutz von Minderheitsaktionären vorhanden sind; oder
5. wenn der für die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung erforderliche Mindestanteil am Aktienkapital kleiner oder gleich 10 Prozent ist. Der Index liegt zwischen 0 und 5.

2. Kreditgeberrechte: Ein Index, welcher die aggregierten Kreditgeberrechte widerspiegelt. Der Index wird gebildet indem 1 hinzuaddiert wird, wenn:

1. das Land für die Reorganisation von Unternehmungen in Krisensituationen gesetzliche Restriktionen auferlegt, wie etwa die Zustimmung der Kreditgeber oder eine Minimumdividende;
2. Kreditgeber mit Sicherheiten ihre Sicherheiten in Besitz nehmen können, sobald die Reorganisation der Unternehmung gebilligt ist („no automatic stay“);
3. der Kreditnehmer nicht die Leitung der Unternehmung behält bis die Reorganisation abgewickelt worden ist;
4. Kreditgeber mit Sicherheiten grundsätzlich als erste in der Rangfolge bei der Verteilung von Erlösen aus der Zerschlagung bankrotter Unternehmungen stehen. Der Index liegt zwischen 0 und 4.

3. Ø bedeutet Durchschnitt.

4. „English-Law“-OECD-Länder: Australien, Kanada, Irland, Neuseeland, UK und USA.

5. „English-Law“-Nicht-OECD Länder: Hong Kong, Israel und Singapur.

6. „French-Law“-Länder: Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien, Mexiko, Niederlande, Portugal und Spanien.

7. „German-Law“-Länder: Österreich, Deutschland, Japan, Südkorea und Schweiz.

8. „Scandinavian-Law“-Länder: Dänemark, Finnland, Norwegen und Schweden.

Quellen: La Porta u.a. (1997), (1998), (1999b) und eigene Berechnungen.

Tabelle 3: Gesetzliche Herkunft von Ländern und externer Kapitalmarkt

Land	Anzahl an Unt./Bev.	IPO/Bev.	Schuldenfinanzierung Unt./BSP	Umfang Aktionärs-rechte	Rechte FK-geber	Tobin's Q
„English-Law“ OECD						
Australien	63,55	-	0,76	4	1	1,2345
Kanada	40,86	4,93	0,72	5	1	1,1510
Irland	20,00	0,75	0,38	4	1	1,2862
Neuseeland	69,00	0,66	0,90	4	3	1,1949
UK	35,68	2,01	1,13	5	4	1,4257
USA	30,11	3,11	0,81	5	1	1,3950
Durchschnitt Ø	43,20	2,29	0,78	4,5	1.8	1,2812
„English-Law“ Nicht-OECD						
Hong Kong	88,16	5,16	-	5	4	1,0424
Israel	127,60	1,80	0,66	3	4	1,1672
Singapur	80,00	5,67	0,60	4	3	1,4001
Durchschnitt Ø	98,59	4,21	0,63	4,0	3.7	1,2032
„French-Law“						
Belgien	15,50	0,30	0,38	0	2	1,1021
Frankreich	8,05	0,17	0,96	3	0	1,0904
Griechenland	21,60	0,30	0,23	2	1	1,4218
Italien	3,91	0,31	0,55	1	2	1,0156
Mexiko	2,28	0,03	0,47	1	0	1,3365
Niederlande	21,13	0,66	1,08	2	2	1,2213
Portugal	19,50	0,50	0,64	3	1	0,9577
Spanien	9,71	0,07	0,75	4	2	1,0691
Durchschnitt Ø	11,81	0,28	0,58	2,2	1.2	1,1445
„German-Law“						
Österreich	13,87	0,25	0,79	2	3	1,1088
Deutschland	5,14	0,08	1,12	1	3	1,2359
Japan	17,78	0,26	1,22	4	2	1,3020
Südkorea	15,88	0,02	0,74	2	3	1,0663
Schweiz	33,85	-	-	2	1	1,0550
Durchschnitt Ø	17,30	0,15	0,97	2,2	2.4	1,1536
„Scandin.-Law“						
Dänemark	50,40	1,80	0,34	2	3	1,1671
Finnland	13,00	0,60	0,75	3	1	1,0812
Norwegen	33,00	4,50	0,64	4	2	1,1450
Schweden	12,66	1,66	0,55	3	2	1,0875
Durchschnitt Ø	27,27	2,14	0,57	3,0	2.0	1,1202

Quellen: La Porta u.a. (1997), (1998), (1999b) und eigene Berechnungen.

C. Unvollkommene Kapitalmärkte und relative Veränderungen in der Arbeitsmarktperformance

Wie die Tabellen 2 und 3 zeigen, sind die angelsächsischen Länder, welche vor allem im Verlauf der 90er Jahre eine deutlich überlegene Wachstums- und Beschäftigungsperformance aufweisen, nur relativ zu den französischen und skandinavischen Ländern durch eine klar günstigere institutionelle Ausgestaltung des Kapitalmarktes gekennzeichnet, wenn man den effektiven gesetzlichen Schutz von Fremd- und Eigenkapitalgebern vor ex-post Ausbeutung durch die Unternehmensinsider Unternehmensleitung und Arbeitnehmer als Maßstab heranzieht. Damit erscheint es von vornherein plausibel anzunehmen, daß die institutionelle Ausgestaltung des Kapitalmarktes in den angelsächsischen Ländern deren Wachstums- Beschäftigungsperformance relativ zu derjenigen in den französischen und skandinavischen Ländern verbessert bei gegebenen sonstigen für die Beschäftigungsperformance relevanten institutionellen Rahmenbedingungen, wie etwa der Flexibilität des Arbeitsmarktes und der Großzügigkeit des Sozialstaates.

Hingegen ist dies relativ zu der deutschen Ländergruppe zunächst einmal unklar. Die deutschen Länder schneiden bei der Fremdkapitalfinanzierung von den institutionellen Rahmenbedingungen her tendenziell am besten ab. Dies paßt gut zu dem empirischen Faktum, daß sie bis weit in die 70er Jahre hinein eine deutlich bessere Arbeitsmarktperformance als die angelsächsischen Länder vorzuweisen hatten. Für den Vergleich zwischen der angelsächsischen und der deutschen Ländergruppe stellt sich also die Frage, was sich in der Zwischenzeit verändert hat, daß es zu einer derartigen Umkehr der Rangfolge kommen konnte. Im Zusammenhang mit der institutionellen Ausgestaltung des Kapitalmarktes kommen dafür grundsätzlich zwei eng miteinander verwobene Ursachenkomplexe in Frage. Zum einen könnte sich das ökonomische Umfeld dergestalt verändert haben, daß die institutionelle Ausgestaltung des Kapitalmarktes in den angelsächsischen Ländern dazu besser paßt als früher. Denkbare Gründe dafür sind eine größere Volatilität des wirtschaftlichen Umfelds sowie die Art und Geschwindigkeit des strukturellen Wandels. Zum anderen kommen Veränderungen in den Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt selbst dafür in Betracht, welche sich zugunsten der angelsächsischen Länder ausgewirkt haben könnten. Insbesondere gilt es hier den vor allem in den angelsächsischen Ländern während der letzten zwei Jahrzehnte rasant wachsenden Markt für Risikokapital mit in die Überlegungen einzubeziehen.

I. Verändertes wirtschaftliches Umfeld

Die hochentwickelten Volkswirtschaften durchlaufen seit einiger Zeit schon eine erneute Phase radikalen strukturellen Wandels. Dies bedeutet aber, daß der institutionellen Ausgestaltung des Kapitalmarkts eine erhöhte Bedeutung zukommt, weil er in der Lage sein muß, diesen Strukturwandel möglichst reibungslos zu finanzieren. Eine Periode radikalen strukturellen Wandels ist zwangsläufig mit einer höheren Zerstörungsrate bei alten Arbeitsplätzen verbunden, die sich etwa durch restriktivere Kündigungsschutzregelungen allenfalls verzögern, nicht aber dauerhaft verhindern läßt. Je rigider die Arbeitsmärkte aber ausgestaltet sind, desto langsamer vollzieht sich die Schaffung neuer, dauerhaft überlebensfähiger Arbeitsplätze, so daß sich rigide Arbeitsmärkte in längerfristiger Betrachtungsweise in einer solchen Situation negativ auf die Beschäftigungssituation auswirken.

Flexible und funktionsfähige Kapitalmärkte, welche sich dadurch auszeichnen, daß sie eine externe Finanzierung über den Kapitalmarkt auch von jungen Unternehmungen in sich erst entwickelnden Sektoren erlauben, können wenig dazu beitragen, die Zerstörung alter Arbeitsplätze zu verhindern. Handelt es sich um einen säkularen strukturellen Wandel, dann werden diese Arbeitsplätze auf jeden Fall sukzessive unrentabel und ein funktionsfähiger Kapitalmarkt zeichnet sich gerade dadurch aus, daß er diese nicht durch Überbrückungsfinanzierungen künstlich länger am Leben erhält, sondern daß die finanziellen Mittel zügig abgezogen und rentablen Verwendungen zugeführt werden. Ein flexibler und funktionsfähiger Kapitalmarkt treibt also den strukturellen Wandel selbst voran, indem die dort handelnden Akteure frühzeitig die Zeichen der Zeit erkennen und die finanziellen Mittel aus den alten Unternehmungen/Sektoren abziehen und in neue Unternehmungen/Sektoren umlenken. Dies wirkt sich über eine erhöhte Rate bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze positiv auf die Situation am Arbeitsmarkt aus. Rigide Kapitalmärkte sind gerade nicht in der Lage, diese Lenkungsfunktion adäquat zu ausüben, so daß sie die Rate der Schaffung neuer, dauerhaft überlebensfähiger Arbeitsplätze negativ beeinflussen, ohne daß sie die Zerstörungsrate bei alten Arbeitsplätzen in entsprechendem Umfang abbremsen könnten. Per saldo wirken sich rigide Kapitalmärkte also in einer Phase radikalen strukturellen Wandels eindeutig negativ auf die Beschäftigungsperformance aus.

Dieser negative Effekt tritt nicht auf bzw. ist gering in Zeiten einer ruhigen und stabilen wirtschaftlichen Entwicklung, in denen es primär um Qualitätsverbesserungen und/oder um Kostensenkungen/Ausnutzung von Skaleneffekten bei der Produktion grundsätzlich bereits bekannter Produkte in schon existierenden Unternehmungen geht. Diese Investitionsarten werden gemäß der „pecking order“-Hypothese ohnehin in erster Linie über einbehaltene „cash flows“ finanziert, so daß die externe Finanzierung von Unternehmungen eine geringere Rolle spielt. Außerdem lassen sich diese Investitionsarten auch relativ gut über die Aufnahme von Krediten finanzieren, bei denen ja gerade die Länder mit einer deutschen Rechtstradition auf dem Kapitalmarkt einen komparativen institutionellen Vorteil aufweisen. Zum einen ist das Ausfallrisiko recht gering, und zum anderen ist eine einigermaßen wertstabile Besicherung relativ leicht möglich. Darüber hinaus erfreuen sich etablierte Unternehmungen ganz im Gegensatz zu Newcomern in neuen Sektoren einer hohen Kreditwürdigkeit, so daß sie Investitionsprojekte im Gegensatz zu jungen und kleinen Unternehmungen relativ problemlos über Fremdkapital finanzieren können.

Das veränderte ökonomische Umfeld ist daher möglicherweise eine wichtige Komponente, um zu erklären, in welchem Zusammenhang die deutliche Veränderung der Beschäftigungsperformance der angelsächsischen relativ zu den deutschen Ländern mit den institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt steht.⁶ Die Länder mit einer deutschen Rechtstradition auf dem Kapitalmarkt und dabei insbesondere Deutschland und Japan haben nicht nur im Laufe der 70er Jahre ihren wirtschaftlichen Aufholprozeß der Nachkriegsphase weitgehend abgeschlossen, der ganz entsprechend der neoklassischen Wachstumstheorie mit überdurchschnittlich Wachstumsraten des Outputs und damit auch der Beschäftigung einherging, sondern sie sind auch in eine Phase radikalen strukturellen Wandels eingetreten. In stilisierter Form vollzieht sich seit der zweiten Hälfte der 70er Jahre ein massiver Strukturwandel weg vom industriellen Sektor hin zum Dienstleistungssektor und spätestens seit den 90er Jahren auch hin zum informationstechnologischen und hin zum biotechnologischen Sektor. Diese Entwicklung wird seit einiger Zeit als Übergang hin zur „new economy“ bezeichnet. Besonders die Produktion von weitgehend standardisierten industriellen Gütern, bei der ein großer fixer Kapitalstock und Skalenerträge eine wichtige Rolle spielen, wird in hochentwickelten Industrieländern zunehmend obsolet. Darüber hinaus ist das wirtschaftliche Umfeld volatiler und unsicherer geworden, was bedeutet, daß die Häufigkeit und Größe von Schocks zuge-

⁶ Vgl. Fehn (2001).

nommen hat. Es stellt sich aber die Frage, welches institutionelle Setting auf dem Kapitalmarkt besser zu einem derart veränderten wirtschaftlichen Umfeld paßt.

In den Ländern mit einer deutschen Rechtstradition ist der gesetzliche Schutz von Kreditgebern vor ex post Ausbeutung durch die Unternehmensinsider relativ gut ausgebaut, was sich insbesondere in engen Banken-Firmen Beziehungen und einer dominierenden Stellung von Großbanken auf dem Kapitalmarkt widerspiegelt.⁷ Diese Länder weisen daher einen komparativen institutionellen Vorteil bei der Finanzierung von Investitionen durch Kreditvergabe vor allem von Banken auf. Derartige institutionelle Rahmenbedingungen sind aber vor allem in einem relativ stabilen wirtschaftlichen Umfeld von Vorteil, in dem sich die Länder entlang einem recht gut prognostizierbaren technologischen Entwicklungspfad bewegen und in dem vor allem ein großes Volumen von Investitionen in fixen Kapitalstock wichtig für die gesamtwirtschaftliche Performance ist. Vergangene Gewinne sind dann ein recht zuverlässiger Indikator für zukünftigen Erfolg, so daß das Informationsproblem relativ leicht zu lösen ist, welche Unternehmungen vom Kapitalmarkt für ihre geplanten Investitionen finanzielle Mittel zur Verfügung gestellt bekommen sollen und welche nicht. In diesem Zusammenhang ist wichtig, daß Kreditgeber sich gerade bei Investitionen in fixen Kapitalstock vor ex post Ausbeutung durch die Unternehmer/Manager gut durch Sicherheiten schützen können, weil insbesondere der Kapitalstock selbst dann als Sicherheit dienen kann. Solche Investitionen in fixen Kapitalstock können vor allem beschäftigungssteigernd wirken und Arbeitslosigkeit abbauen helfen, indem sie die Grenzproduktivität der Arbeitnehmer erhöhen, wenn die Reallöhne der Arbeitnehmer hinter dem erzielten Anstieg der Grenzproduktivität zurückbleiben. Letztere Bedingung ist am ehesten dann erfüllt, wenn das institutionelle Umfeld auf dem Arbeitsmarkt den Insidern eine geringe Verhandlungsmacht einräumt. Je sklerotischer aber die Arbeitsmärkte etwa aufgrund einer langanhaltenden Prosperitätsphase und wachsender Gewerkschaftsmacht werden, desto unwahrscheinlicher wird es, daß ein Land über diesen Kanal zu einem nachhaltigen Abbau von Arbeitslosigkeit kommen kann.

Es ist somit wenig überraschend, daß Länder wie etwa Deutschland oder Japan, welche einen umfassend ausgebauten gesetzlichen Schutz von Kreditgebern aufweisen und in denen die Macht der Interessengruppen in den ersten Nachkriegsjahrzehnten noch gering war⁸, durch eine hohe Quote an Investitionen in fixen Kapitalstock und eine gute wirtschaftliche Perfor-

⁷ Vgl. Edwards und Fischer (1994).

⁸ Vgl. Olson (1985).

mance während der ersten drei Nachkriegsjahrzehnte gekennzeichnet waren.⁹ Es ist jedoch mehr als fraglich, ob eine solche institutionelle Ausgestaltung des Kapitalmarktes auch für das derzeitige institutionelle Umfeld mit einem rapiden strukturellen Wandel und mit großen wirtschaftlichen Unsicherheiten ähnlich gut geeignet ist. Insbesondere die einst recht enge Korrelation zwischen vergangenen Gewinnen und zukünftigen Investitionsmöglichkeiten ist heute weniger zwingend. Eines der Kernprobleme, nämlich den anstehenden Strukturwandel möglichst rasch und reibungslos zu finanzieren, besteht daher heutzutage darin, sogenannte „free cash flows“ aus etablierten Unternehmungen herauszuziehen, die über eher wenig gesamtwirtschaftlich sinnvolle Investitionsprojekte verfügen, und sie über den Kapitalmarkt an junge bzw. kleine oder auch mittelgroße Unternehmungen mit innovativen Ideen weiterzuleiten, die möglicherweise in ganz neuen Sektoren tätig sind. Diese Unternehmungen sind am ehesten dazu geeignet, den anstehenden strukturellen Wandel voranzutreiben und Beschäftigungswachstum zu ermöglichen. Sie sind aber eben auch am stärksten von Rationierungsproblemen auf dem Kapitalmarkt betroffen. Eine starke gesetzlich eingeräumte Stellung der Aktionäre und insbesondere auch von Kleinaktionären gegenüber dem Management etablierter Großunternehmen ist daher in dem gegenwärtigen wirtschaftlichen Umfeld von besonderem Vorteil, weil es dann eher dazu gezwungen werden kann, „free cash flows“ auszuschütten, so daß die Mittel über den Kapitalmarkt tatsächlich nach Rentabilitätskriterien alloziiert werden können.¹⁰

Investitionen in fixen Kapitalstock sind heutzutage aus einer Reihe von Gründen kein vielversprechender Weg, um zu mehr Beschäftigung zu gelangen. Erstens findet diese Art von Investitionen zum großen Teil im industriellen Sektor statt, wo aufgrund der bereits erwähnten Richtung des strukturellen Wandels in den hochentwickelten Industrieländern bestenfalls eine stagnierende Beschäftigung erreicht werden kann. Dieser strukturelle Wandel wird insbesondere durch die Globalisierung vorangetrieben, weil die sogenannten Schwellenländer einen Vorteil bei der Nachahmung von weitgehend standardisierten Industriegütern aufweisen. Zweitens findet diese Art von Investitionen größtenteils in bereits etablierten Unternehmungen statt, in denen die Insider eine gut abgesicherte Stellung innehaben, so daß sie eine steigende Grenzproduktivität der Arbeit weitgehend in Lohnerhöhungen für sich selbst ummünzen können und eben nicht in die ansonsten möglichen Beschäftigungszuwächse.¹¹ Investitionen in

⁹ Vgl. Carlin und Mayer (1999).

¹⁰ Vgl. Hubbard (1998), Hellwig (2000) und Wurgler (2000).

¹¹ Vgl. Lindbeck (1996).

fixen Kapitalstock stellten in den beiden zentralen Ländern mit deutscher Rechtstradition Deutschland und Japan einen wichtigen Faktor für Beschäftigungswachstum in der Nachkriegszeit dar, weil es damals zum einen in erster Linie um die kostengünstigere Nachahmung der Produktion von Gütern der damals führenden Industrieländer also insbesondere der USA ging, und weil zum anderen die Verhandlungsmacht der Insider auf dem Arbeitsmarkt noch bei weitem nicht so stark ausgebaut war. Je mehr ein Land aber selbst in die Spitzengruppe der Länder in bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung aufrückt, desto weniger sind Investitionen in fixen Kapitalstock dazu geeignet, Arbeitslosigkeit abzubauen. Es ist also zunehmend fraglich, ob das einstmals relativ erfolgreiche institutionelle Setting auf dem Kapitalmarkt in Deutschland oder auch Japan nach wie vor vorteilhaft ist.¹²

In hochentwickelten Industrieländern ist es aus Beschäftigungssicht vor allem wichtig, daß das institutionelle Umfeld auf dem Kapitalmarkt dazu geeignet ist, Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen, radikale Produktinnovationen sowie Unternehmensgründungen zu finanzieren. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn sich das Beschäftigungswachstum nicht auf den Bereich niedrig entlohnter Dienstleistungen beschränken soll. Die Struktur der getätigten Investitionen gewinnt dann gegenüber dem reinen Volumen an Bedeutung. Dies gilt insbesondere, wenn man die These vom Innovationsdefizit als wichtige Ursache für die kontinentaleuropäische Beschäftigungsmisere ernst nimmt.¹³ Inkrementale oder auch Prozeßinnovationen in Bereichen, in denen die technologischen Durchbrüche zeitlich weit zurückliegen, sind dann kaum mehr vielversprechende Bereiche, um Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum zu erzielen. Dieses findet in den hochentwickelten Industrieländern hauptsächlich in dem weitgefächerten Dienstleistungssektor sowie bei der Produktion von neuartigen, häufig technisch anspruchsvollen Gütern oder auch von Nischenprodukten statt. Darüber hinaus gewinnen wie schon erwähnt die Investitionen im informationstechnologischen und auch im biotechnologischen Bereich zunehmend an Bedeutung. Ähnlich zum Dienstleistungssektor ist es aber auch bei Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen, radikalen Produktinnovationen und Unternehmensgründungen sowie bei Investitionen im informations- und biotechnologischen Bereich so, daß der Investitionsgegenstand selber im Krisenfall kaum als verwertbare Sicherheit

¹² Es stellt sich allerdings die Frage, warum der bankenbasierte deutsche Kapitalmarkt relativ gut in der Lage war, den massiven strukturellen Wandel während der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts bis hin zum 1. Weltkrieg zu finanzieren. Siebert und Stolpe (2001) argumentieren, daß die Kreditlastigkeit des deutschen Kapitalmarktes sich erst im Laufe des 20. Jahrhunderts im Zuge der schweren Finanzkrisen zwischen den Weltkriegen und nach dem 2. Weltkrieg entwickelt hat. Die damals dominierenden Privatbanken hätten demzufolge vor dem 1. Weltkrieg ähnlich wie heutzutage Risikokapitalgeber agiert und Unternehmensgründungen und innovative Projekte auch massiv mit risikotragendem Eigenkapital unterstützt.

¹³ Vgl. Audretsch (1995), Becker und Hellmann (1999) und Carlin und Mayer (1999).

dienen kann, weil es sich häufig um sogenannte „intangible assets“ handelt.¹⁴ Bei all diesen Arten von Investitionen sind außerdem die Probleme asymmetrischer Informationsverteilung besonders gravierend und nur ein recht geringer Teil der Projekte ist letztlich tatsächlich von Erfolg gekrönt. Dann sind allerdings die erzielten Renditen in der Regel recht hoch und fallen deutlich höher aus als die allgemeine Marktrendite.

Damit liegen aber die Voraussetzungen auf der Hand, die ein Kapitalmarkt erfüllen muß, um sich bei dem derzeitigen ökonomischen Umfeld positiv auf die Beschäftigungsentwicklung auszuwirken. Erstens muß er dazu geeignet sein, Probleme asymmetrischer Informationsverteilung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer in den Griff zu bekommen. Zweitens muß er in der Lage sein, Investitionsprojekte auch ohne umfassende Besicherung zu finanzieren.¹⁵ Drittens muß er nicht nur dazu geeignet sein, für eine Vielzahl an Projekten zunächst einmal eine Anschubfinanzierung zu ermöglichen, sondern auch, sich schnell aus solchen Projekten zurückzuziehen, deren Scheitern schon weitgehend absehbar ist. Viertens ist es von Vorteil, wenn die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt es den Finanziers relativ leicht machen, von erfolgreichen Projekten auch tatsächlich finanziell zu profitieren, etwa indem eine neugegründete Unternehmung nach einigen erfolgreichen Jahren im Rahmen eines IPO ohne größere institutionelle Barrieren an die Börse gebracht werden kann.

Es liegt fast auf der Hand, daß diese Bedingungen eher in angelsächsischen Ländern als in Ländern mit deutscher Rechtstradition erfüllt sind. Dort stellen die institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt weitaus stärker auf Eigen- und Risikokapitalfinanzierung ab, und der effektive gesetzliche Schutz von Eigen- und Risikokapitalgebern vor ex post Ausbeutung durch die Unternehmensinsider ist höher als in Ländern mit deutscher Rechtstradition.¹⁶ Gerade die Anbieter von Risikokapital partizipieren voll auch am Erfolg von Projekten und sie lassen sich häufig weitgehende Kontroll- und Mitspracherechte einräumen, welche sie aufgrund ihrer in der Regel guten Branchenkenntnisse auch entsprechend nutzen können. Sie

¹⁴ Dies gilt vor allem auch für die immer wichtiger werdenden Investitionen in das Humankapital der Mitarbeiter. Vgl. Schertler (1999) und Gompers und Lerner (1999a, 143); Hellwig (2000) weist darauf hin, daß die deutschen Banken im Bankrottfall im Schnitt 80% ihrer Forderungen über die Verwertung von Sicherheiten sich zurückholen, so daß der Bankrottfall nicht gerade eine totale Katastrophe darstellt. Daher ist auch der Kontrollanreiz von Banken in Deutschland relativ gering, obwohl dies doch angeblich einer der Hauptvorteile des deutschen Kapitalmarktmodells sein soll. Hall (1999) präsentiert empirische Evidenz dafür, daß die Bedeutung von „intangible assets“ im Lauf der Zeit gestiegen sein muß, weil der Wert der „fundamentals“ relativ zu der Kapitalmarktbeurteilung in den USA immer weiter auseinanderfällt.

¹⁵ Vgl. Guiso (1997), Brown (1997), Harhoff (1997) und Weigand und Audretsch (1999).

¹⁶ Vgl. Black und Gilson (1998), Hellmann und Puri (1999), La Porta u.a. (1999a), Tsuru (2000) und Wurgler (2000).

sind daher am ehesten bereit, auch eine Vielzahl hochriskanter Projekte zu finanzieren, von denen dann zwar viele scheitern, aber eben auch einige erhebliche Überrenditen abwerfen.

Bankenbasierte Kapitalmärkte mit einem guten gesetzlichen Schutz von Fremdkapitalgebern, nicht aber von Eigenkapitalgebern, und mit einem unterentwickelten Risikokapitalmarkt werden aber darüber hinaus auch stärker negativ von einem volatileren wirtschaftlichen Umfeld getroffen.¹⁷ Häufigere und größere Schocks treffen Kreditgeber asymmetrisch. Sie erhöhen einerseits die Wahrscheinlichkeit, daß Unternehmungen Bankrott gehen und bei unvollständiger Besicherung ein erheblicher Teil der Kredite unwiederbringlich verloren ist. Andererseits sind aber bei Kreditfinanzierung die Zahlungen von der Unternehmung an den Kapitalgeber auf die Tilgung und die vorab vereinbarten Zinsen beschränkt, so daß der Kapitalgeber von einer positiven Entwicklung nach oben hin nur begrenzt profitiert. In Ländern wie in Deutschland mit einem lange zurückreichenden institutionellen Bias zugunsten von Kreditfinanzierung ist folglich davon auszugehen, daß die zu beobachtende steigende Volatilität des wirtschaftlichen Umfeldes sich negativ auf die Finanzierung von Investitionsprojekten und folglich auch auf die Arbeitsnachfrage auswirkt.¹⁸

Ein gut ausgebauter gesetzlicher Schutz von Eigenkapitalgebern und vor allem ein florierender Risikokapitalmarkt könnte von daher im Lauf der letzten zwei Jahrzehnte für die gesamtwirtschaftliche Performance und insbesondere auch die Beschäftigungsentwicklung an Bedeutung gewonnen haben. Die institutionelle Ausgestaltung des Kapitalmarktes leistet also möglicherweise einen Beitrag, um zu erklären, warum in Zeiten einer gestiegenen Volatilität des wirtschaftlichen Umfeldes und umwälzender struktureller Veränderungen die Länder mit deutscher Rechtstradition mit ihrem Bias hin zur Kreditfinanzierung gegenüber den angelsächsischen Ländern, welche einen komparativen Vorteil bei der Eigen- und Risikokapitalfinanzierung aufweisen, in bezug auf die gesamtwirtschaftliche Performance, aber auch insbesondere im Hinblick auf die Beschäftigungsentwicklung zurückgefallen sind.

Neuere empirische Studien zeigen auch dementsprechend, daß sich Risikokapital nicht nur positiv auf die Innovationstätigkeit und die Häufigkeit von Unternehmensgründungen aus-

¹⁷ Vgl. Fehn (2000).

¹⁸ Neuere empirische Evidenz deutet in der Tat darauf hin, daß es eine negative Beziehung zwischen der Beschäftigung auf Unternehmensebene und dem Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital gibt; vgl. Funke, Maurer und Strulik (1999).

wirkt¹⁹, sondern daß ein größeres Volumen an Risikokapitalinvestitionen relativ zum BIP über die OECD Länder hinweg gesehen im relevanten Zeitraum 1986-1999 systematisch hilft, die Arbeitsmarktperformance dieser Volkswirtschaften zu verbessern.²⁰ Dies gilt sowohl hinsichtlich der standardisierten Arbeitslosenrate als auch hinsichtlich der Beschäftigungsentwicklung. Dieses Ergebnis bleibt auch dann der Tendenz nach bestehen, wenn man die üblichen Arbeitsmarktinstitutionen wie etwa die Ausgestaltung der Arbeitslosenversicherung oder auch des Kündigungsschutzes mit als erklärende Variablen in die Schätzungen einbezieht, so daß von der Höhe der Risikokapitalinvestitionen tatsächlich den theoretischen Überlegungen entsprechend zumindest während dieser Phase radikalen strukturellen Wandels ein unabhängiger positiver Impuls auf den Arbeitsmarkt auszugehen scheint. Neben diesen empirischen Ergebnissen für die Auswirkungen auf die Arbeitsmarktperformance auf der Makroebene liegen mittlerweile auch erste Resultate auf der Mikroebene vor, welche ebenfalls in diese Richtung deuten.²¹ Von Risikokapitalgebern mit Kapital und unternehmerischer Beratung unterstützte Jungunternehmen entwickeln sich in Deutschland tendenziell besser als vergleichbare Unternehmungen ohne Unterstützung durch einen Risikokapitalgeber. Dies gilt insbesondere in bezug auf das hier vor allem interessierende Beschäftigungswachstum. Insgesamt läßt sich also festhalten, daß der Funktionsfähigkeit des Risikokapitalmarktes im Verlauf der letzten ca. 15 Jahre umwälzender struktureller Veränderungen insbesondere hin zur „new economy“ eine gestiegene Bedeutung für die Arbeitsmarktperformance zukommt.

II. Entwicklung des Risikokapitalmarktes

Ein volatileres wirtschaftliches Umfeld sowie umwälzende strukturelle Veränderungen können bei gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt, die sich aber wie gesehen zwischen den Ländergruppen erheblich unterscheiden, begründen helfen, warum sich die relative Beschäftigungsperformance in den letzten zwei Jahrzehnten erheblich zu Lasten Kontinentaleuropas und zugunsten der angelsächsischen Länder und insbesondere zugunsten der USA verschoben hat. Es stellt sich aber darüber hinaus die Frage, ob es nicht bei den institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt selbst während der letzten zwei bis drei Jahrzehnte zu Veränderungen kam, welche die günstigere Beschäftigungsentwicklung

¹⁹ Vgl. OECD (1996), Kortum und Lerner (1998) und Hellmann und Puri (1999).

²⁰ Vgl. Belke und Fehn (2000), Belke, Fehn und Foster (2002) und Wasmer und Weil (2000).

²¹ Vgl. Engel (2001).

in den angelsächsischen Ländern und vor allem in den USA mitverursacht haben könnten. Wie die ausführlichen diesbezüglichen Studien von La Porta u.a.²² aber zeigen, beruhen die allgemeinen institutionellen Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt in den hochentwickelten OECD-Ländern auf langen Rechtstraditionen, so daß gravierende Strukturbrüche hier zunächst einmal nicht zu erwarten sind. Insbesondere der wichtige Schutz von Eigen- und Fremdkapitalgebern vor ex post Ausbeutung durch die Unternehmer/Manager erweist sich als relativ stabil im Zeitablauf.²³

Aufgrund des schon seit langem weitaus besseren Schutzes von risikotragenden Eigenkapitalgebern vor Ausbeutung durch die Insider der Unternehmungen, ist es wenig überraschend, daß die Risikokapitalmärkte in den angelsächsischen Ländern und insbesondere in den USA weitaus früher als in den kontinentaleuropäischen Ländern in eine sprunghafte Wachstumsphase eingetreten sind. Wie aber bereits die Überlegungen zum volatileren wirtschaftlichen Umfeld und zum strukturellen Wandel nahelegten, ist ein funktionsfähiger Risikokapitalmarkt möglicherweise gerade in dem veränderten wirtschaftlichen Umfeld wichtiger für eine gute Wachstums- und Beschäftigungsperformance geworden. Risikokapital ist vor allem bei hochriskanten Investitionen wie Unternehmensneugründungen, Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen und der Finanzierung von radikalen Produktinnovationen von großer Bedeutung. Diese Investitionstypen sind aber gerade wichtig, um zu verhindern, daß der sich rasant vollziehende strukturelle Wandel nicht durch ein Übergewicht der Zerstörung von Arbeitsplätzen gegenüber der Schaffung von neuen Arbeitsplätzen gekennzeichnet ist. Ebenso ist Risikokapitalfinanzierung besser als Fremdkapitalfinanzierung dazu geeignet, die Auswirkungen eines volatileren wirtschaftlichen Umfeldes so weit möglich vom Arbeitsmarkt fernzuhalten. Risikokapitalgeber partizipieren voll auch nach oben am Erfolg von Projekten, so daß sie im Gegensatz zu Fremdkapitalgebern nicht asymmetrisch von einem volatileren wirtschaftlichen Umfeld getroffen werden. Die negativen Auswirkungen des veränderten wirtschaftlichen Umfeldes fallen daher um so geringer aus, je stärker Risikokapital gegenüber Fremdkapitalfinanzierung vorherrscht. Es gilt daher zu untersuchen, wie sich die Risikokapitalmärkte im in-

²² Vgl. La Porta u.a. (1997), (1998), (1999a) und (1999b).

²³ Ganz langfristig gesehen ist die Entwicklung der Kapitalmärkte aber keineswegs linear. Vielmehr war der Entwicklungsstand der Kapitalmärkte in vielerlei Hinsicht 1913 weiter fortgeschritten als etwa 1980. 1913 waren die Kapitalmärkte in den angelsächsischen "common law"-Ländern auch im Gegensatz zu heute keineswegs weiter entwickelt als in den "civil law"-Ländern. Es ist also zu Umkippeffekten gekommen, und dies spricht dafür, daß neben der Rechtstradition auch politökonomische Argumente eine wichtige Rolle spielen; vgl. Rajan und Zingales (2001).

ternationalen Vergleich entwickelt haben und von welchen institutionellen Faktoren die Entwicklung des Risikokapitalmarktes vor allem abhängt.

Die Größe und Funktionsfähigkeit des Risikokapitalmarktes unterscheidet sich erheblich zwischen den OECD-Ländern, wobei die angelsächsischen Länder und dabei insbesondere die USA eine systematische Überlegenheit aufweisen. Wie Tabelle 4 zeigt, ist der offizielle Risikokapitalmarkt dort nicht nur insgesamt vom Volumen her weitaus größer, sondern es gelingt auch besser, über Risikokapital Unternehmensgründungen und Investitionen in „high tech“ zu finanzieren. Deutschland hat zwar im Verlauf der zweiten Hälfte der 90er Jahre gegenüber den USA aufgeholt, es weist aber in allen drei Kategorien nach wie vor einen erheblichen Rückstand auf. Insgesamt gilt, daß die kontinentaleuropäischen Länder gegenüber den angelsächsischen Ländern, vor allem aber relativ zu den USA, in der Entwicklung des Risikokapitalmarktes hinterherhinken. Es liegt aber die Vermutung nahe, daß gerade Unternehmensgründungen und „high tech“-Investitionen für die Beschäftigungsentwicklung während der letzten beiden Jahrzehnte besonders wichtig waren. Darüber hinaus ist in den angelsächsischen Ländern aber auch der inoffizielle Risikokapitalmarkt weitaus stärker entwickelt, in dem sogenannte „business angels“ den Ton angeben, also oftmals erfahrene und vermögende Unternehmer, die selbst höchst erfolgreich waren. Sie sind daher besonders dazu befähigt, Jungunternehmer bei unternehmerischen Entscheidungen zu beraten.²⁴

²⁴ Vgl. McKinsey(1994) und Levy (1995).

Tabelle 4: Risikokapitalmärkte im Ländervergleich

Länder	Insgesamt in Promill des BIP			„Early Stage“ in Promill des BIP			Im „high tech“-Sektor in % des Gesamtvoll. Ø für 1995-1998
	1986	1995	1999	1986	1995	1999	
Australien	NV	1,336	0,600	NV	0,526	0,794	NV
Belgien	1,207	0,628	2,520	0,417	0,038	1,295	59,1
Dänemark	0,201	0,132	0,510	0,041	0,031	0,171	46,5
Deutschland	0,031	0,375	1,300	0,007	0,063	0,462	28,8
Finnland	NV	0,358	1,100	NV	0,096	0,594	29,6
Frankreich	0,194	0,336	1,180	0,032	0,027	0,362	24,1
Irland	0,425	0,557	0,920	0,194	0,026	0,506	49,0
Italien	0,021	0,295	0,490	0,011	0,071	0,148	7,0
Japan	NV	0,216	0,150	NV	0,047	0,030	NV
Kanada	0,206	0,855	2,530	0,082	0,376	1,113	NV
Neuseeland	NV	0,517	0,410	NV	0,062	0,084	NV
Niederlande	0,532	1,433	2,450	0,127	0,304	0,744	27,5
Norwegen	NV	1,337	1,200	NV	0,061	0,110	47,9
Österreich	0,014	0,007	0,280	0,014	0,002	0,095	24,1
Portugal	0,004	0,990	0,500	0,004	0,087	0,145	5,4
Schweden	0,313	0,158	1,850	0,034	0,043	0,363	20,7
Schweiz	0,068	0,105	1,540	0,050	0,004	0,755	43,1
Spanien	0,087	0,425	0,860	0,037	0,056	0,213	16,6
UK	0,793	1,033	1,880	0,194	0,042	0,203	23,6
USA	0,556	0,638	4,470	0,058	0,191	1,78	79,0

Quellen: Bottazzi und Da Rin (2001) und EVCA (2000).

Nachdem in der „corporate finance“-Literatur die Bedeutung des Risikokapitalmarktes für die reale Aktivität während der letzten Jahre zunehmend erkannt wurde, wurde diesem Markt wachsende Aufmerksamkeit geschenkt. Hier wird der amerikanischen Definition von Risikokapital gefolgt, also Investitionen von spezialisierten Risikokapitalgebern („venture capital funds“) in Unternehmungen mit hohem Wachstumspotential, aber auch hohem Risiko. Diese Unternehmungen benötigen externes Kapital, um die Unternehmensgründung, den Unternehmensaufbau, die Entwicklung eines neuen Produktes oder ganz einfach die Expansion der Unternehmung zu finanzieren. Die geplanten Investitionen sind dergestalt, daß vor allem Fremdkapital keine geeignete Finanzierungsform darstellt. In der amerikanischen ist im Gegensatz zur europäischen Definition die Finanzierung von Unternehmensübernahmen durch das Management („management buyout“) nicht enthalten, obwohl dies eine wichtige Aktivität von sogenannten Risikokapitalgebern in Kontinentaleuropa darstellt.²⁵

²⁵ Vgl. Black und Gilson (1998) und Jeng und Wells (2000).

Risikokapitalgeber agieren in der Regel als Finanzintermediäre auf Märkten, auf denen es für Geldgeber und Geldnehmer relativ schwierig bzw. teuer ist zusammenzufinden. Dafür können etwa schwerwiegende „moral hazard“- oder „adverse selection“-Probleme oder auch hohe Kosten des Sammelns von relevanten Informationen verantwortlich sein, so daß eine Finanzierung über Bankkredite nicht sinnvoll ist. Erstens fehlt es dann zumeist an entsprechend werthaltigen Sicherheiten. Zweitens restringiert Schuldenfinanzierung in der Anfangszeit des Projektes die Verwendung von Erlösen zu stark auf die Zahlung von fälligen Zinsen. Drittens sind gerade in Ländern wie Deutschland und Japan Geschäftsbanken häufig groß und bieten eine Vielzahl an Dienstleistungen an (Universalbanken), so daß ihnen tendenziell die branchenspezifische Expertise fehlt, um ein „start up“ erfolversprechend betreuen zu können. Risikokapitalfinanzierung ist hingegen gerade für die Finanzierung von Unternehmensgründungen gut geeignet, weil die Beteiligung des Kapitalgebers an der Unternehmung große Flexibilität bei der Ausgestaltung der Rückzahlungsströme ermöglicht. Außerdem sind Risikokapitalgeber in der Regel hochspezialisiert, so daß sie im Gegensatz zu einer typischen Universalbank Unternehmungen in der Gründungs- und Aufbauphase erfolversprechend betreuen können und sie auch eher in der Lage sind, Unternehmer mit erfolversprechenden Ideen zu identifizieren.

Obwohl Risikokapitalfinanzierung also einen wichtigen Weg darstellt, um Finanzierungsbeschränkungen zu umgehen, ist es wichtig, sich zu vergegenwärtigen, daß Risikokapitalgeber keineswegs nur als reine Financieres agieren. Vielmehr sind drei weitere Aspekte zentral bei ihrer Tätigkeit und für ihre potentiell positiven Wachstums- und Beschäftigungswirkungen.²⁶ Erstens stehen sie ihren Portfoliounternehmen ähnlich wie Consulting-Firmen mit unternehmerischer Beratung zur Seite. Dies ist möglich, weil die Teilhaber einer Risikokapitalgesellschaft typischerweise über unternehmerische Erfahrung verfügen und sie schon wiederholt Unternehmungen der entsprechenden Branche erfolgreich durch die besonders schwierige Gründungs- und Anlaufphase geführt haben. Sie sind deshalb dazu befähigt, gerade „high-tech“-Firmen bei der Bewältigung der typischen Probleme zu helfen, die anfallen, wenn diese aus der Entwicklungsphase von Prototypen austreten und es darum geht, in größeren Stückzahlen zu produzieren sowie das Marketing und die Distribution voranzutreiben. Außerdem sind sie häufig bei der ebenfalls wichtigen Suche nach geeignetem Personal behilflich.

²⁶ Vgl. Black und Gilson (1998) und Repullo und Suarez (1999); eine ausführliche vertragstheoretische Analyse der optimalen Aufteilung der Kontrollrechte in Risikokapitalfinanzierungsverträgen bietet Hellmann (1998).

Zweitens zeichnen sich Risikokapitalgeber typischerweise dadurch aus, daß sie die Aktivitäten ihrer Portfoliounternehmungen genau überwachen, um sich dadurch vor unliebsamen Überraschungen und Fehlentwicklungen so weit es geht zu schützen.²⁷ An einem solchen intensiven „monitoring“ haben sie nicht nur ein finanzielles Interesse aufgrund ihrer Teilhaberschaft, sondern sie verfügen gerade auch im Gegensatz zu Universalbanken über das dafür notwendige sektorspezifische Wissen. Außerdem verlangen Risikokapitalgeber typischerweise von ihren Portfoliounternehmungen, daß sie ihnen weitgehende Eingriffsrechte in die unternehmerischen Entscheidungen zubilligen, welche relativ zum finanziellen Engagement des Risikokapitalgebers überproportional groß sind. Diese vertragliche Abmachung gewinnt auch dadurch an Glaubwürdigkeit, daß die Risikokapitalgeber üblicherweise die finanziellen Mittel in Stufen auszahlen, so daß sie immer wieder die Möglichkeit haben, de facto aus dem Projekt auszusteigen. Dies dient als wirksames Instrument, um die Unternehmer vor einem Mißbrauch der ihnen zur Verfügung gestellten Mittel abzuschrecken. Die Risikokapitalgeber erhalten im Gegenzug für ihr finanzielles Engagement häufig entweder festverzinsliche Forderungen, die in Eigenkapitaltitel umgewandelt werden können, oder umwandelbare Vorzugsaktien, die mit demselben Stimm- und Mitspracherechten ausgestattet sind, als wären sie schon in normale Inhaberaktien umgewandelt worden. Schließlich erhalten die Risikokapitalfirmen in der Regel eine überproportionale personelle Vertretung in der Unternehmensleitung, manchmal sogar die absolute Mehrheit in den entsprechenden Gremien oder ein Vetorecht bei wichtigen strategischen Unternehmensentscheidungen.

Drittens, und dies wird häufig vernachlässigt, gewinnen die Portfoliounternehmungen dadurch, daß sie von dem Risikokapitalgeber unterstützt werden, an Reputation. Dieses übertragene „Reputationskapital“ ist gerade für junge Unternehmungen wichtig, die an den Märkten noch weitgehend unbekannt sind. Der Vorgang ist in Analogie dazu zu sehen, daß auch Investmentbanken ihren Mandanten Glaubwürdigkeit auf den Märkten verschaffen. Dieses „Reputationskapital“ hat zur Folge, daß die ja eigentlich am Markt noch weitgehend unbekanntes Unternehmungen eher qualifiziertes Personal, Zulieferer und Kunden finden, die sich alle auf die Einhaltung von einmal eingegangenen Verträgen verlassen können müssen. Der Risikokapitalgeber haftet aber eben indirekt mit seiner Reputation ebenfalls für die Einhaltung der Verträge durch seine Portfoliounternehmungen. Dabei ist es wichtig zu beachten, daß der Risikokapitalgeber potentiell im Unterschied zu seiner neugegründeten Portfoliounterneh-

²⁷ Vgl. etwa Keuschnigg (1998).

mung auf den Märkten ein wiederholtes Spiel spielt und er somit ein ureigenes Interesse an der Wahrung seiner Reputation aufweist.

Die Bedeutung gerade dieses letzten Arguments des „Reputationskapitals“ wird dadurch unterstrichen, daß junge Unternehmungen, die von Risikokapitalgebern unterstützt worden sind, empirisch nicht die bei IPOs im allgemeinen übliche unterdurchschnittliche Entwicklung des Aktienkurses aufweisen, wobei dieser positive Reputationseffekt vor allem bei Unternehmensgründungen zu Buche schlägt. Je länger eine Portfoliounternehmung schon erfolgreich am Markt tätig ist und sich daher eine eigene positive Reputation am Markt aufgebaut hat, desto kleiner wird die diesbezügliche Rolle des Risikokapitalgebers und ab einem bestimmten kritischen Zeitpunkt ist es ökonomisch sinnvoller, wenn sich die Wege trennen und der Risikokapitalgeber neue Unternehmensgründungen betreut. Alle drei Punkte, unternehmerische Beratung, Überwachung und „Reputationskapital“, sprechen aber dafür, daß es sich bei Risikokapitalfinanzierung um eine hybride Zwischenform handelt zwischen einer anonymen Kapitalmarktfinanzierung und einem auf enge Beziehungen zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber abstellenden Finanzsystem.²⁸

Um die wie gesehen erheblichen Unterschiede zwischen den hochentwickelten OECD-Ländern in der Entwicklung des Risikokapitalmarktes zu erklären, ist es wichtig herauszufinden, von welchen institutionellen Faktoren die Entwicklung des Risikokapitalmarktes in erster Linie abhängt. Dabei läßt sich wie üblich danach unterscheiden, ob diese Faktoren das Angebot oder die Nachfrage nach Risikokapital beeinflussen. Jeng und Wells (2000) haben in einer umfangreichen Panel Analyse herausgefunden, daß vor allem drei institutionelle Faktoren die länderspezifischen Unterschiede und die Entwicklung im Zeitablauf innerhalb der Länder erklären können. Dies sind erstens die Bedeutung von privaten Pensionsfonds als institutionelle Anleger am Kapitalmarkt, zweitens die Flexibilität des Arbeitsmarktes und drittens die Möglichkeit eine junge Unternehmung über einen IPO an die Börse zu bringen.²⁹

²⁸ Vgl. Kaplan und Strömberg (2000) und Tsuru (2000).

²⁹ Diese empirischen Ergebnisse von Jeng und Wells (2000) werden im Großen und Ganzen von Black und Gilson (1998) und von Gompers und Lerner (1999b) bestätigt. Andere potentiell wichtige Einflußfaktoren sind Steuern, wie etwa die Besteuerung von Kapitalgewinnen bei Beteiligungsveräußerungen und die Besteuerung von Aktienoptionen, sowie die betriebliche Mitbestimmung. Aufgrund von Datenproblemen ist es allerdings recht schwierig, länderübergreifende Vergleiche in bezug auf Grenzsteuersätze zu machen. Allerdings ist davon auszugehen, daß die Senkung der „capital gains tax“ 1978 von 49% auf 28% sowie deren weitere Reduktion auf 20% in den Anfang der 80er Jahre das Wachstum des Risikokapitalmarktes in den USA beflügelte hat. 1986 ist die Kapitalzuwachssteuer allerdings wieder auf 28% angehoben worden. Die gesetzlich eingeräumten Mitbestimmungsrechte von Arbeitnehmern sind ein primär deutsches Phänomen, so daß es ebenfalls schwierig bis unmöglich ist, sie in einer derartigen Panel Analyse zu berücksichtigen.

Private Pensionsfonds spielen offensichtlich eine wichtige Rolle bei der Entwicklung des Risikokapitalmarktes gerade in den USA. Sie sind dort der bei weitem wichtigste Anbieter von Risikokapital mit einer Quote die zwischen vierzig und fünfzig Prozent des gesamten Angebots an Risikokapitalen schwankt. Dies ist nicht zufällig so, sondern vielmehr sprechen eine Reihe von Gründen dafür, daß gerade private Pensionsfonds besonders dazu geeignet sind, Risikokapitalunternehmungen („venture capitalists“) zu finanzieren. Erstens können die Risikokapitalunternehmungen dadurch schon an recht große finanzielle Beträge gelangen, wenn sie nur mit einigen wenigen Pensionsfonds ins Geschäft kommen. Zweitens können sie dadurch den zeitlichen Aufwand begrenzen, der notwendig ist, um ihre Financiers über den Stand ihrer finanziellen Engagements zu informieren. Drittens weisen die Pensionsfonds sehr langfristige Verbindlichkeiten auf und verwalten große Finanzvolumina, so daß sie eher als andere Investoren in der Lage sind, einen Teil ihrer finanziellen Mittel in hochriskante Anlagen zu investieren, die aber im Erwartungswert eine hohe Rendite versprechen.

Der umfangreiche Einstieg von Pensionsfonds in die Finanzierung von Risikokapitalgesellschaften ist allerdings auch in den USA erst durch die entsprechende Entscheidung des Arbeitsministeriums von 1979 möglich geworden. Seitdem ist geklärt, daß die Vorschrift, nach der die Pensionsfonds gemäß dem „prudent man“-Prinzip investieren müssen, damit vereinbar ist, daß die Pensionsfonds einen gewissen Teil ihres Vermögens in hochriskante Anlagen wie etwa Risikokapital investieren. Vor 1979 hat der „Employment Retirement Income Security Act“ (ERISA) dies Pensionsfonds im Prinzip untersagt.³⁰ Es kann von daher nicht überraschen, daß der Einfluß von Pensionsfonds auf das Wachstum des Risikokapitalmarktes in der Panel-Studie von Jeng und Wells (2000) wesentlich größer in der „within“-Spezifikation, welche Veränderungen im Zeitablauf zu erklären versucht, als in der „between“-Spezifikation, welche darauf abstellt, Unterschiede zwischen den Ländern zu erklären.

Schon die ökonomische Intuition legt nahe, daß neben diesem angebotsseitigen Argument weitere nachfrageseitige Faktoren eine Rolle spielen müssen, weil bei globalisierten Kapitalmärkten sonst schwer verständlich wäre, warum letztlich das angebotene Risikokapital nicht dorthin fließt, wo es nachgefragt wird.³¹ Die Nachfrage nach Risikokapital hängt aber empirisch wiederum entscheidend von der Flexibilität der Arbeitsmärkte ab, so daß von daher ver-

³⁰ Vgl. Kortum und Lerner (1998).

³¹ Vgl. Black und Gilson (1998).

ständig wird, warum nicht weitaus mehr ausländisches Risikokapital in die kontinentaleuropäischen Länder fließt.³² Vor allem strenge Kündigungsschutzregelungen wirken sich negativ auf das Wachstum des Risikokapitalmarktes aus, weil Arbeit dadurch zu einem quasi-fixen Produktionsfaktor wird und somit das Einstellen von Arbeitnehmern riskanter wird. Gerade bei Unternehmensgründungen und kleineren Unternehmungen ist es höchst problematisch, wenn der Unternehmensleitung vom Gesetzgeber die Flexibilität genommen wird, sich zügig an veränderte ökonomische Rahmenbedingungen anzupassen. Rigide Reallöhne und Lohnstrukturen machen es ebenfalls weniger attraktiv, eine Unternehmung zu gründen und wirken sich daher ebenso negativ auf die Nachfrage nach Risikokapital aus. Es ist außerdem in einem institutionellen Umfeld mit einem rigiden Arbeitsmarkt weitaus problematischer eine größere Unternehmung zu verlassen, in der man sich Senioritätsrechte erworben hat, um als Unternehmensgründer sein Glück zu versuchen. Sollte das Projekt weniger erfolgreich sein als erwartet oder gar scheitern, dann wird es für einen solchen ehemals erfolgreichen Angestellten, aber eben nicht erfolgreichen Unternehmensgründer, äußerst schwer werden, in einem rigiden Arbeitsmarkt eine in bezug auf Bezahlung, Status und Arbeitsplatzsicherheit vergleichbare Position als angestellter Arbeitnehmer wieder zu erlangen. Insgesamt ist es daher ökonomisch plausibel, daß sich rigide Arbeitsmärkte von der Nachfrageseite her empirisch negativ auf das Wachstum des Risikokapitalmarktes auswirken.

Es ist offensichtlich, daß rigide Arbeitsmärkte primär in der Anfangsphase des Lebenszyklus einer Unternehmung ein Problem darstellen. Es ist daher wenig überraschend, daß sich rigide Arbeitsmärkte in der Untersuchung von Jeng und Wells (2000) vor allem statistisch signifikant negativ auf die Nachfrage nach Risikokapital bei „early stage“-Investitionen auswirken. Allerdings muß einschränkend darauf hingewiesen werden, daß Kündigungsschutzregelungen typischerweise erst mit wachsender Beschäftigungsdauer und wachsender Betriebsgröße die unternehmerische Dispositionsfreiheit ernsthaft einschränken, so daß sie vor in erster Linie das Wachstum von „start up“-Unternehmungen behindern. Darüber hinaus sind gesetzliche Verpflichtungen zu Abfindungszahlungen im Bankrottfall insofern wenig relevant, als sie nur den Pool an unbesicherten Forderungen gegenüber dem verbleibenden Vermögensbestand der Unternehmung erhöhen. Von daher ist wahrscheinlich der letztgenannte Aspekt am wichtigsten. Hochregulierte Arbeitsmärkte mit substantiellen Senioritätskomponenten in der Entlohnung und in der Regel auch recht attraktiven Karrieremöglichkeiten im öffentlichen Sektor

³² Vgl. Jeng und Wells (2000) und Becker und Hellmann (1999).

wirken systematisch abschreckend auf erfolgreiche Angestellte oder auch Universitätsabsolventen, sich als Unternehmer selbständig zu machen und reduzieren daher die Nachfrage nach Risikokapital, weil es ganz einfach im Ergebnis weniger Unternehmer bezogen auf die Bevölkerung gibt.

Der dritte und empirisch wichtigste institutionelle Faktor in der Panel-Analyse von Jeng und Wells (2000) sind IPOs. Günstige institutionelle Rahmenbedingungen für IPOs wirken sich sowohl auf das Angebot als auch auf die Nachfrage nach Risikokapital positiv aus, wobei wenig überraschend ist, daß dieser Effekt auch bei Risikokapitalinvestitionen in späteren Phasen des Lebenszyklus einer Unternehmung empirisch gewichtig ist. Das Hauptrisiko von Investoren und damit auch von Risikokapitalgebern ist die Gefahr, ihr Geld nicht zurückzuerhalten. Ein zuverlässiger „exit“-Mechanismus, also in der Regel der Gang an die Börse mittels eines IPO, ist daher eine Grundvoraussetzung für einen funktionierenden Risikokapitalmarkt. Fehlt dieser, dann schrecken potentielle Risikokapitalgeber aufgrund der Gefahr des Mausefalleneffektes davor zurück, sich zu engagieren, so daß das Angebot an Risikokapital negativ beeinflußt wird. Es ist daher ökonomisch plausibel, daß Länder ohne einen zuverlässigen „exit“-Mechanismus in der Entwicklung des Risikokapitalmarktes deutlich hinterherhinken.

Allerdings ist ein funktionierender Markt für IPOs auch für die Nachfrage nach Risikokapital, also aus Sicht insbesondere von Unternehmensgründern, aus zwei Gründen von Bedeutung.³³ Erstens sehen die vertraglichen Vereinbarungen mit den Risikokapitalgebern häufig vor, daß zumindest ein Teil der Vergütung der Unternehmensleiter über Aktien bzw. Optionen auf Aktien erfolgt, so daß sich bei einem funktionierenden Markt für IPOs ein starker monetärer Anreiz für die Unternehmensleitung ergibt, ein hohes Arbeitsleid in Kauf zu nehmen und sich anzustrengen. Zweitens gewährt ein solcher IPO-Markt de facto der Unternehmensleitung, also in der Regel den Unternehmensgründern, eine „call“-Option auf die Kontrolle über die Unternehmung, weil der Risikokapitalgeber mit dem Börsengang üblicherweise sein Engagement beendet. Er gibt also seine weitgehenden Kontrollrechte auf und macht Kasse.

Dies ist ein zentraler Bestandteil des impliziten vertraglichen Arrangements zwischen Unternehmensgründern und Risikokapitalgeber. Die Unternehmensgründer sind stark daran interessiert, die Kontrolle über die Unternehmensleitung zu behalten bzw. wiedererlangen zu kön-

³³ Vgl. Black und Gilson (1998).

nen. Zu dem Zeitpunkt, an dem sie sich um eine Risikokapitalfinanzierung bemühen, können sie dieses Interesse gegenüber dem Risikokapitalgeber aber zunächst einmal in der Regel nicht durchsetzen, weil sie ansonsten keine Finanzierung erhalten. Andernfalls wäre für die Risikokapitalgeber das Risiko zu groß, aufgrund von Managementfehlern oder gar Betrug ihr eingesetztes Kapital zu verlieren. Risikokapitalgeber bestehen daher in der Regel darauf, daß ihnen erhebliche Kontroll- und Überwachungsrechte eingeräumt werden. Die Situation beginnt sich allerdings mit wachsender Lebensdauer und zunehmendem Erfolg der Unternehmung zu ändern. Die Unternehmensleitung stellt dann sukzessive unter Beweis, daß sie erfolgreich am Markt agieren und mit anderer Leute Geld wirtschaften kann. Die positiven Management- und Reputationseffekte, welche der Unternehmensgründung durch den Risikokapitalgeber zuteil werden, fangen dann an abzunehmen. Es wird zunehmend wahrscheinlicher, daß der Unternehmenswert dadurch maximiert wird, daß die Risikokapitalgeber sich zurückziehen und ihre Kontroll- und Überwachungsrechte wieder an die Unternehmensgründer zurückgeben. Dies ist aber zuverlässig in erster Linie über einen IPO möglich, weil der alternative Weg, die Unternehmung als Ganzes einfach zu verkaufen, leicht mit einem Totalverlust der Kontrollrechte für die Unternehmensgründer verbunden ist.

Ein IPO steht risikokapitalgestützten Unternehmensgründungen als „exit“-Mechanismus allerdings nur dann zur Verfügung, wenn das entsprechende „start up“ sich bis dahin als erfolgreich erwiesen hat. Dies ist der Fall, weil ein IPO in der Regel nur dann möglich ist, wenn eine bekannte Investment Bank bereit ist, sich mit ihrer Reputation und ihrem Kapital an dem IPO zu beteiligen. Die Investment Bank spielt also bei dem IPO eine zentrale Rolle als Informationsintermediär. Sie signalisiert den Märkten und insbesondere den Akteuren am Aktienmarkt, daß die Unternehmensgründung sich bis dato als Erfolg herausgestellt hat, so daß der Kauf von Unternehmensanteilen im Rahmen des IPO eine gute Chance hat, sich für die breite Anlegerschaft als rentabel zu erweisen. Sie hilft also, die erheblichen diesbezüglichen Informationsasymmetrien abzubauen. Die Investment Bank spielt also letztlich eine ganz ähnliche Rolle wie der Risikokapitalgeber, nur in einem späteren Stadium des Lebenszyklus der Unternehmensgründung.³⁴

³⁴ Die jüngsten Erfahrungen mit dem Neuen Markt in Deutschland zeigen allerdings, daß die deutschen (Groß-) Banken ihre Kontrollfunktion bei den von ihnen betreuten IPOs nicht gerade sorgfältig wahrgenommen haben. Der dadurch entstandene Reputationsverlust könnte sich nachhaltig negativ auf das Wachstum des Neuen Marktes und den damit einhergehenden gesamtwirtschaftlichen Chancen auswirken.

Es stellt sich aber die Frage, ob der Risikokapitalgeber sich ex ante wirklich glaubwürdig binden kann, daß er im Erfolgsfall seine Kontrollrechte wieder abgeben wird und dem IPO zustimmen wird. Man könnte meinen, daß er der Versuchung ausgesetzt ist, seine ihm eingeräumten weitgehenden Entscheidungs- und Kontrollrechte zu mißbrauchen. Konkret könnte er vor dem IPO versuchen, die bis dahin in der Unternehmung erwirtschafteten Quasi-Renten abzuschöpfen so weit es seine relativ große ex post Verhandlungsmacht zuläßt. Ein solches Verhalten wäre jedoch für den Risikokapitalgeber kontraproduktiv, weil für ihn ja eine Risikokapitalfinanzierung kein einmaliges Unterfangen ist, aus dem er maximale Renten abschöpfen will. Vielmehr spielt der Risikokapitalgeber ein wiederholtes Spiel mit unbekanntem Endzeitpunkt, so daß er entscheidendes Interesse an einer guten Reputation am Markt für Risikokapitalfinanzierungen hat. Dies ist zumindest so lange der Fall, wie Endrundeneffekte noch nicht eintreten, etwa weil der Risikokapitalgeber sein Ausscheiden aus dem Markt plant oder es für ihn aufgrund seiner schlechten Geschäftsentwicklung absehbar ist.

Der Risikokapitalgeber hat daher aber normalerweise gerade keinen Anreiz, die implizite Vereinbarung mit seiner Portfoliounternehmung zu brechen und sie daran zu hindern, ihre „call“-Option auf den IPO auszuüben, obwohl sie sich als erfolgreich herausgestellt hat und sie eine ihren Börsengang betreuende renommierte Investment Bank gefunden hat. Der Risikokapitalgeber würde sich selbst schädigen, wenn bekannt würde, daß er erfolgreiche „start ups“ aufgrund von kurzfristigen Rentenabschöpfungsüberlegungen in ihrer weiteren Entwicklung behindern würde. Ganz im Gegenteil ist es für seine zukünftigen Geschäftsaussichten höchst vorteilhaft, wenn er nachweisen kann, daß er schon zahlreiche Unternehmensgründungen in der Vergangenheit erfolgreich betreut und mit einem gelungenen Börsengang abgeschlossen hat. Dies steigert seine Chancen, daß vielversprechende „start ups“ sich in Zukunft an ihn wenden werden. Dieses Reputationsargument in einem Spiel mit de facto unendlichem Zeithorizont ist also ausschlaggebend dafür, warum die implizite Vereinbarung zwischen Risikokapitalgeber und Portfoliounternehmung tragfähig ist.

Es ist in diesem Zusammenhang wichtig zu beachten, daß sich gerade in den USA Risikokapitalgeber nicht nur auf bestimmte Sektoren spezialisieren, sondern daß auch eine starke geographische Konzentration der Aktivitäten der Risikokapitalgeber in den USA im Nordosten und in Nordkalifornien festzustellen ist. Dies verstärkt die Stabilität des Reputationsgleichgewichts, weil eine gegenseitige Überwachung leichter möglich ist und ein etwaiges Fehlverhalten einer der beiden Vertragsparteien schnell allgemein am Markt bekannt wird und die Chancen des Risikokapitalgebers deutlich verschlechtert, als „lead investor“ bei

Chancen des Risikokapitalgebers deutlich verschlechtert, als „lead investor“ bei vielversprechenden zukünftigen „start ups“ engagiert zu werden.³⁵ Insgesamt läßt sich also festhalten, daß ein reibungslos funktionierender IPO-Markt eine Voraussetzung für einen sich dynamisch entwickelnden Risikokapitalmarkt darstellt. Die tatsächliche Anzahl an IPOs spiegelt die Bedeutung dieses Mechanismus nur unzureichend wider, weil allein die glaubwürdige Möglichkeit eines späteren Börsengangs im Erfolgsfall zu vermehrten risikokapitalfinanzierten Unternehmensgründungen führt. Allerdings ist die Tragfähigkeit dieser Überlegungen um so größer, je besser auch der allgemeine Aktienmarkt in einem Land funktioniert. Bankendominierte Kapitalmärkte mit nach wie vor im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern relativ kleinen Handelsvolumina auf den Märkten für risikotragendes Eigenkapital, wie etwa in Deutschland oder Japan, sind von daher eher hinderlich für die Entwicklung des Risikokapitalmarktes.

Es kann folglich auch nicht überraschen, daß die angelsächsischen Länder allgemein, besonders aber die USA und Großbritannien deutliche Vorreiter in der Entwicklung des Risikokapitalmarktes unter den OECD-Länder sind. Nicht nur das Volumen an Risikokapitalinvestitionen ist nach wie vor weitaus höher, sondern vor allem in den USA ist sowohl die Struktur des Risikokapitalangebots als auch der durchgeführten Risikokapitalinvestitionen vielversprechender hinsichtlich positiver Wachstums- und Beschäftigungseffekte. Das Risikokapitalangebot wird hierzulande übermäßig stark von Banken und Staat geprägt, was es unwahrscheinlich macht, daß vor allem aggressiv in neue Märkte drängende Jungunternehmer mit innovativen Ideen und relativ guten Erfolgsaussichten finanziert werden. Dementsprechend fällt bei der Struktur der durchgeführten Risikokapitalinvestitionen auch negativ auf, daß ein Bias zugunsten von „expansion investments“ und von „management buyouts“ sowie zugunsten von Handel und konsumnahen Dienstleistungen besteht. Dies sind aber im Gegensatz zu „early stage“ und „high tech investments“ eher weniger die Bereiche, die den strukturellen Wandel vorantreiben und von denen man sich nachhaltige positive Wachstums- und Beschäftigungseffekte erwarten kann.³⁶

4. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Die Analyse hat gezeigt, daß die angelsächsischen Länder und dabei vor allem die USA im Verlauf der letzten rund 15 Jahre radikalen strukturellen Wandels systematisch von ihren spe-

³⁵ Vgl. Black und Gilson (1998), Becker und Hellmann (1999) und Gompers und Lerner (1999b).

³⁶ Vgl. Bottazzi und Da Rin (2001) und Schmidt (1999).

ziellen institutionellen Rahmenbedingungen auf den Kapitalmärkten profitiert haben. Der ausgeprägtere gesetzliche Schutz von Eigenkapitalgebern vor Ausbeutung durch die Unternehmensinsider sowie sich sprunghaft entwickelnde Risikokapitalmärkte haben geholfen, den anstehenden strukturellen Wandel hin zur „new economy“ und hin zur Dienstleistungsgesellschaft relativ zügig und reibungslos zu finanzieren. Dies ist neben zahlreichen anderen institutionellen Faktoren, wie etwa der Ausgestaltung der Arbeitsmarktordnung und des Sozialstaates, mit ein Grund dafür, warum es diese Länder tendenziell besser geschafft haben, der in Zeiten umwälzender struktureller Veränderungen unvermeidlich hohen Zerstörungsrate alter Arbeitsplätze eine ausreichend hohe Entstehungsrate neuer Arbeitsplätze in den expandierenden Sektoren entgegenzusetzen, so daß die strukturelle Arbeitslosigkeit entweder nicht gestiegen ist, oder wie in den USA im Verlauf der 90er Jahre sogar deutlich zurückgegangen ist. Einstmals recht erfolgreiche Länder wie Deutschland und Japan mit einem traditionellen Bias hin zur Kredit- und Innenfinanzierung von Unternehmungen und darüber hinaus einer engen Verflechtung zwischen Banken und Großindustrie sind deutlich zurückgefallen. Deren institutionelle Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt sind weitaus weniger gut geeignet, um strukturellen Wandel zu finanzieren und über den Renditedruck auf den Kapitalmärkten verkrustete Produktionsstrukturen zügig aufzubrechen.

Die skizzierten institutionellen Unterschiede auf den Kapitalmärkten sind aber nur ein Baustein in einem umfassenden Geflecht an Regulierungen, welches Außenseiterkonkurrenz, also den Markteintritt von jungen Unternehmern mit potentiell innovativen Ideen, in korporatistisch verfaßten Ländern systematisch erschwert.³⁷ Gerade in Zeiten umfassenden strukturellen Wandels ist aber eine intensive Außenseiterkonkurrenz wichtig, um zügig in die expandierenden Bereiche vorzustößen. Diese auf gesellschaftlichen Konsens und Harmonie bedachten Länder, welche häufig stärker auf explizite Absprachen zwischen gesellschaftlichen Gruppen wie etwa zwischen Arbeitgeberverbänden und Gewerkschaften als auf den Marktmechanismus setzen, zeichnen sich grundsätzlich dadurch aus, daß es im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern für ein Individuum oder eine Unternehmung weitaus weniger wahrscheinlich ist, eine einmal errungene wirtschaftliche Stellung wieder zu verlieren. Das allseits bekannte dichte Dickicht an Arbeitsmarktregulierungen verschafft den Arbeitsplatzbesitzern zwar eine relativ komfortable und gesicherte Stellung, die Leidtragenden sind aber die Arbeitslosen, weil deren Einstellungschancen dadurch deutlich reduziert werden. Dies liegt insbesondere

³⁷ Vgl. Berthold und Hank (1999).

auch daran, daß es in einem solchen institutionellen Umfeld ganz einfach weitaus weniger attraktiv ist, unternehmerische Aktivitäten und damit Arbeitsnachfrage zu entfalten. Neben den Kapital- und Arbeitsmärkten sind aber auch die Gütermärkte in der Regel in korporatistisch orientierten Ländern stärker reguliert und behindern Außenseiterkonkurrenz eher als daß sie diese fördern, wie es aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sinnvoll wäre.³⁸ Der Markteintritt junger Unternehmen ist auch aufgrund von strengeren Gütermarktregulierungen und staatlichen errichteten Zugangsbarrieren weitaus schwieriger als etwa in den USA, so daß es für etablierte Unternehmungen weniger wahrscheinlich ist, eine einmal erreichte Marktposition in kurzer Zeit wieder zu verlieren.

Dieses Dickicht an Regulierungen auf Arbeits-, Güter- und Kapitalmärkten ist in den korporatistisch orientierten Ländern ganz ohne Zweifel auch mit dem Ziel geflochten worden, die Unternehmensinsider, also die Arbeitsplatzbesitzer aber auch das Management, vor einem allzu intensiven Wettbewerb zu schützen. Dadurch, daß man den Marktmechanismus zumindest schwächt, lassen sich insbesondere individuelle Einkommensschwankungen im Zeitablauf, aber auch die interpersonelle Einkommensdifferenzierung reduzieren. Letzteres gilt insbesondere dann, wenn ein Sozialstaat hinzukommt, welcher die Arbeitslosen großzügig alimentiert. Die Opportunitätskosten eines solchen institutionellen Arrangements in Form von Wachstums- und Beschäftigungseinbußen nehmen aber in Zeiten umwälzender struktureller Veränderungen und der Globalisierung enorm zu. Gesamtwirtschaftliche Dynamik entfaltende Direktinvestitionen fließen dann in diejenigen Länder, welche höhere erwartete Kapitalrenditen bieten, die besten Köpfe in Wissenschaft, Technik und Management wandern tendenziell in Länder ab, in denen freiere Entfaltungsmöglichkeiten und höhere erwartete Einkommen locken bei allerdings auch größeren Einkommensrisiken. Dadurch steigt aber auch im Zeitablauf zunehmend der Druck in den korporatistischen Ländern, Strukturreformen in Richtung von mehr Flexibilität, Markt und Wettbewerb in Angriff zu nehmen. Die Erfahrung und die hier angestellten Überlegungen zeigen jedoch, daß nur umfassende Reformen erfolgversprechend sind, um aus dieser institutionellen Verflechtungsfalle zu enttrinnen.

³⁸ Vgl. CESifo (2002).

Literaturverzeichnis

- Audretsch, D. (1995), The Innovation, Unemployment, and Competitiveness Challenge in Germany, CEPR Discussion Paper 1152.
- Becker, R. und T. Hellmann (1999), The Attempted Genesis of Venture Capital in Germany: An Analysis of the "Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft", mimeo, Stanford University.
- Belke, A. und R. Fehn (2000), Institutions and Structural Unemployment: Do Capital-Market Imperfections Matter? Center for European Studies Working Paper Series, Program for the Study of Germany and Europe, Working Paper No. 00.8, Harvard University, Cambridge MA.
- Belke, A., Fehn, R. und N. Foster (2002), Venture Capital Investment and Labor Market Performance: A Panel Data Analysis, CESifo Working Paper 652.
- Berthold, N. und R. Hank (1999), Bündnis für Arbeit: Korporatismus statt Wettbewerb, Tübingen.
- Black, B. und R. Gilson (1998), Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47: 243-277.
- BMWi (1997), Wagniskapital, Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft, Bonn.
- Bottazzi, L. und M. Da Rin (2001), Venture Capital in Europe: Euro.nm and the Financing of European Innovative Firms, Paper presented at the 33rd Economic Policy Panel Meeting, Stockholm, April 6-7, 2001.
- Brown, W. (1997), R&D Intensity and Finance: Are Innovative Firms Financially Constrained? Mimeo, LSE.
- Carlin, W. und C. Mayer (1999), Finance, Investment, and Growth, CEPR Discussion Paper 2233.
- CESifo (2002), Report on the European Economy 2002, München.
- Edwards, S. und K. Fischer (1994), Banks, Finance, and Investment in Germany, Cambridge.
- Engel, D. (2001), Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital? ZEW Discussion Paper No. 01-34.
- European Venture Capital Association (2000), European Venture Capital Yearbook Pan-European Private Equity and Venture Capital Statistics.
- Fehn, R. (2000), Capital-Market Imperfections, Greater Volatilities, and Rising Unemployment: Does Venture Capital Help? *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften – Review of Economics*, Vol. 51 (1): 13-37.
- Fehn, R. (2001), Schöpferische Zerstörung und struktureller Wandel: Wie beeinflussen Kapitalbildung und Kapitalmarktunvollkommenheiten die Beschäftigungsentwicklung? Habilitationsschrift (erscheint demnächst), Baden-Baden.
- Funke, M, Maurer, W. und H. Strulik (1999), Capital Structure and Labour Demand: Investigations Using German Micro Data, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 61 (2): 199-215.
- Garibaldi, P. und P. Mauro (1999), Deconstructing Job Creation, IMF Working Paper WP/99/109.
- Gompers, P. und J. Lerner (1999a), The Venture Capital Cycle, Cambridge, MA, London, England.
- Gompers, P. und J. Lerner (1999b), What Drives Venture Capital Fundraising? NBER Working Paper 6906.
- Guiso, L. (1997), High-Tech Firms and Credit Rationing, CEPR Discussion Paper 1696.
- Hall, R. (1999), The Stock Market and Capital Accumulation, NBER Working Paper 7180.

- Harhoff, D. (1997), Are There Financing Constraints for R&D and Investment in German Manufacturing Firms, ZEW Discussion Paper 96-28, Mannheim.
- Hellmann, T. (1998), The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 29 (1): 57-76.
- Hellmann, T. und M. Puri (1999), The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, mimeo, Stanford University.
- Hellwig, M. (2000), On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control, Kapitel 3 in: Vives, X. (ed.), *Corporate Governance*, Cambridge.
- Hubbard, G. (1998), Capital-Market Imperfections and Investment, *Journal of Economic Literature*, Vol. 36: 193-225.
- Jeng, L.A. und P.C. Wells (2000), The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6 (3): 241-289.
- Kaplan, S. und P. Strömberg (2000), Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, NBER Working Paper 7660.
- Keuschnigg, C. (1998), Venture Capital: A Case for Investment Promotion, CEPR Discussion Paper 1887.
- Kortum, S. und J. Lerner (1998), Does Venture Capital Spur Innovation? NBER Working Paper 6846.
- La Porta, R. u.a. (1997), Legal Determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, Vol. 52 (3): 1131-1150.
- La Porta, R. u.a. (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (6): 1113-1155.
- La Porta, R. u.a. (1999a), Investor Protection and Corporate Governance, mimeo, Harvard University.
- La Porta, R. u.a. (1999b), Investor Protection and Corporate Valuation, NBER Working Paper 7403, Cambridge/MA.
- Levy, J. (1995), Some Considerations Relevant to Prefunded Pensions in France, in: Masson, P. (ed.), *France – Financial and Real Sector Issues*, IMF, Washington D.C.: 173-206.
- Lindbeck, A. (1996), The West European Unemployment Problem, *Weltwirtschaftliches Archiv* 132 (4): 609-637.
- Mc Kinsey (1994), *Employment Performance*, Washington D.C.
- OECD (1996), *Venture Capital and Innovation*, OCDE/GD 96) 168, Paris.
- Olson, M. (1985), *Aufstieg und Niedergang von Nationen*, Tübingen.
- Rajan, R. und L. Zingales (2001), The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, CEPR Discussion Paper 2783.
- Repullo, R. und J. Suarez (1999), Venture Capital Finance: A Security Design Approach, CEPR Discussion Paper 2097.
- Schertler, A. (1999), Venture Capital in offenen Volkswirtschaften – Ein theoretisches Modell, Kiel Working Paper 925, Kiel Institute of World Economics.
- Schmidt, K. (1999), Anreizprobleme bei der Finanzierung von Wagniskapital, mimeo, Ludwig-Maximilians-Universität München.
- Schumpeter, J. (1911), *A Theory of Economic Development*, Cambridge, MA.
- Siebert, H. und M. Stolpe (2001), Technology and Economic Performance in the German Economy, Kiel Working Paper No. 1035, Kieler Institut für Weltwirtschaft.
- Tsuru, K. (2000), Finance and Growth, OECD Working Paper, ECO/WKP (2000)1.
- Vinals, J. und J. Jimeno (1996), Monetary Union and European Unemployment, CEPR Discussion Paper 1485.
- Wasmer, E. und P. Weil (2000), The Macroeconomics of Labor and Credit Market Imperfections, mimeo, Ecares und MIT.

Weigand, J. und D. Audretsch (1999), Does Science Make a Difference? Investment, Finance and Corporate Governance in German Industries, CEPR Discussion Paper 2056.
Wurgler, J. (2000), Financial Markets and the Allocation of Capital, mimeo, Yale University.

Seit 1999 erschienen:

Nr. 27 Sozialstaat und struktureller Wandel: eine verhängnisvolle Beziehung?

von Norbert Berthold, 1999

erschienen in: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*,
Bd. 135 (1999), H. 3, S. 407-437.

**Nr. 28 Aggressive Lohnpolitik, überschießende Kapitalintensität und steigende
Arbeitslosigkeit: Können Investivlöhne für Abhilfe sorgen?**

von Norbert Berthold und Rainer Fehn, 1999

erschienen in: Berg, H. (Hrsg.), *Arbeitsmarkt und Beschäftigung: Deutschland im in-
ternationalen Vergleich*, Berlin 2000, S. 219 – 249.

**Nr. 29 Globalisierung und unvollkommene Kapitalmärkte: Verschärft die Knappheit
international anerkannter Sicherheiten Länderkrisen?**

von Rainer Fehn, 1999

erschienen in: *Außenwirtschaft*, Bd. 54 (1999), H. 3, S. 389-416.

**Nr. 30 Falling Labor Share and Rising Unemployment:
Long-Run Consequences of Institutional Shocks?**

von Norbert Berthold, Rainer Fehn und Eric Thode, 1999

**Nr. 31 Rigide Arbeitsmärkte und ungleiche Einkommensverteilung:
Ein unlösbares Dilemma?**

von Norbert Berthold, Rainer Fehn und Eric Thode, 1999

erschienen in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Bd. 49 (2000),1 , S. 3-26.

**Nr. 32 Mehr Beschäftigung, weniger Arbeitslosigkeit: Setzt sich das ökonomische Ge-
setz gegen (verbands-) politische Macht durch?**

von Norbert Berthold, 2000

Nr. 33 Der Flächentarifvertrag – vom Wegbereiter des Wirtschaftswunders zum Verursacher der Beschäftigungsmisere?

von Norbert Berthold und Oliver Stettes, 2000

erschienen in: Ott, C. und Schäfer, H.-B. (Hrsg.), *Ökonomische Analyse des Arbeitsrechts*, Tübingen 2001, S. 1-29.

Nr. 34 Umverteilung in der Mittelschicht – notwendiges Übel im Kampf gegen Armut?

von Norbert Berthold und Eric Thode, 2000

erschienen in: *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 45. Jahr (2000).

Nr. 35 Globalisierung und Strukturwandel – Droht das Ende des Sozialstaates?

von Norbert Berthold und Oliver Stettes, 2000

erschienen in: Theurl, E. (Hrsg.), *Der Sozialstaat an der Jahrtausendwende – Analysen und Perspektiven*, Heidelberg 2001, S. 247-272.

Nr. 36 Financing Structural Change, Venture Capital, and Unemployment: What is the Role of Investor Protection?

von Rainer Fehn, 2000

erscheint in: Rieger, E. und Birgitta Wolff (eds), *Corporate-Government Relations in the Age of "Globalization"*.

Nr. 37 The Positive Economics of Corporatism and Corporate Governance

von Rainer Fehn und Carsten-Patrick Meier, 2000

erschienen in: Inst. of World Economics, *Kiel working paper 982*, Kiel, 2000.

Nr. 38 Arbeitsmarktpolitik in der Europäischen Währungsunion

von Norbert Berthold und Rainer Fehn, 2000

erscheint in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*

- Nr. 39 **Das Bündnis für Arbeit –
Ein Weg aus der institutionellen Verflechtungsfalle?**
von Norbert Berthold, 2000
erschienen in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, Bd. 2 (2001), 4, S. 383-406.
- Nr. 40 **Institutions and Structural Unemployment:
Do Capital-Market Imperfections Matter?**
von Ansgar Belke und Rainer Fehn, 2000
erschienen in: Center for European Studies, *Working Paper Series 00.8 (December 2000)*, Harvard 2000
- Nr. 41 **Sozialsysteme im Wettbewerb – das Ende der Umverteilung?**
von Norbert Berthold und Michael Neumann, 2001
erschienen in: Müller, W., Fromm, O. und Hansjürgens B. (Hrsg): *Regeln für den europäischen Systemwettbewerb – Steuern und soziale Sicherungssysteme*, Marburg 2001, S. 253-286.
- Nr. 42 **Die föderale Ordnung in Deutschland –
Motor oder Bremse des wirtschaftlichen Wachstums?**
von Norbert Berthold, Stefan Drews und Eric Thode, 2001
erschienen in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Bd. 50 (2001), 2, S. 113-140.
- Nr. 43 **Ist die Globalisierung der Totengräber nationaler Sozialpolitik?**
von Rainer Fehn, 2001
- Nr. 44 **Die Betriebliche Mitbestimmung und die Reform des Betriebsverfassungsgesetzes
im Zeichen des strukturellen Wandels**
von Norbert Berthold und Oliver Stettes, 2001
- Nr. 45 **Institutioneller Wettbewerb und Soziale Sicherungssysteme in Europa**
von Rainer Fehn, 2001
erscheinen in: Apolte, T.: *Arbeitsmärkte und soziale Sicherungssysteme unter Reformdruck: Fehlentwicklungen und Lösungsansätze aus institutionenökonomischer Sicht*, *Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft*, Nr. 68 (2002), S. 351-375.

- Nr. 46 **Korporatismus auf dem Arbeitsmarkt und institutionelle Rahmenbedingungen auf dem Kapitalmarkt: Zwei Seiten ein- und derselben Medaille?**
von Rainer Fehn, 2001
erschienen in: *List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Bd. 27 (2001), 3, S. 250-271.
- Nr. 47 **Der Sozialstaat der Zukunft – mehr Markt, weniger Staat**
von Norbert Berthold, 2001
- Nr. 48 **Labor Market Policy in the New Economy**
von Norbert Berthold und Rainer Fehn, 2001
- Nr. 49 **Die Gewinnbeteiligung – Wundermittel im organisatorischen und strukturellen Wandel?**
von Norbert Berthold und Oliver Stettes, 2001
- Nr. 50 **Venture Capital Investment and Labor Market Performance:
A Panel Data Analysis**
von Ansgar Belke, Rainer Fehn und Neil Foster, 2001
- Nr. 51 **Familienpolitik: Ordnungspolitische Leitplanken im dichten Nebel des Verteilungskampfes**
von Norbert Berthold und Rainer Fehn, 2002
- Nr. 52 **Die Zukunft der europäischen Sozialpolitik: Wettbewerb oder Koordination?**
von Norbert Berthold und Michael Neumann, 2002

unter folgender Adresse stehen die Beiträge im pdf-Format zum Download bereit:
<http://www.wifak.uni-wuerzburg.de/wilan/wifak/vwl/vwl4/publik/diskuwue.htm>