

## REGEM Analysis 1

# Kapitalmarktreformen als wirtschaftlicher und politischer Prozess

Sebastian Heilmann

Lehrstuhl für Regierungslehre  
Universität Trier

---

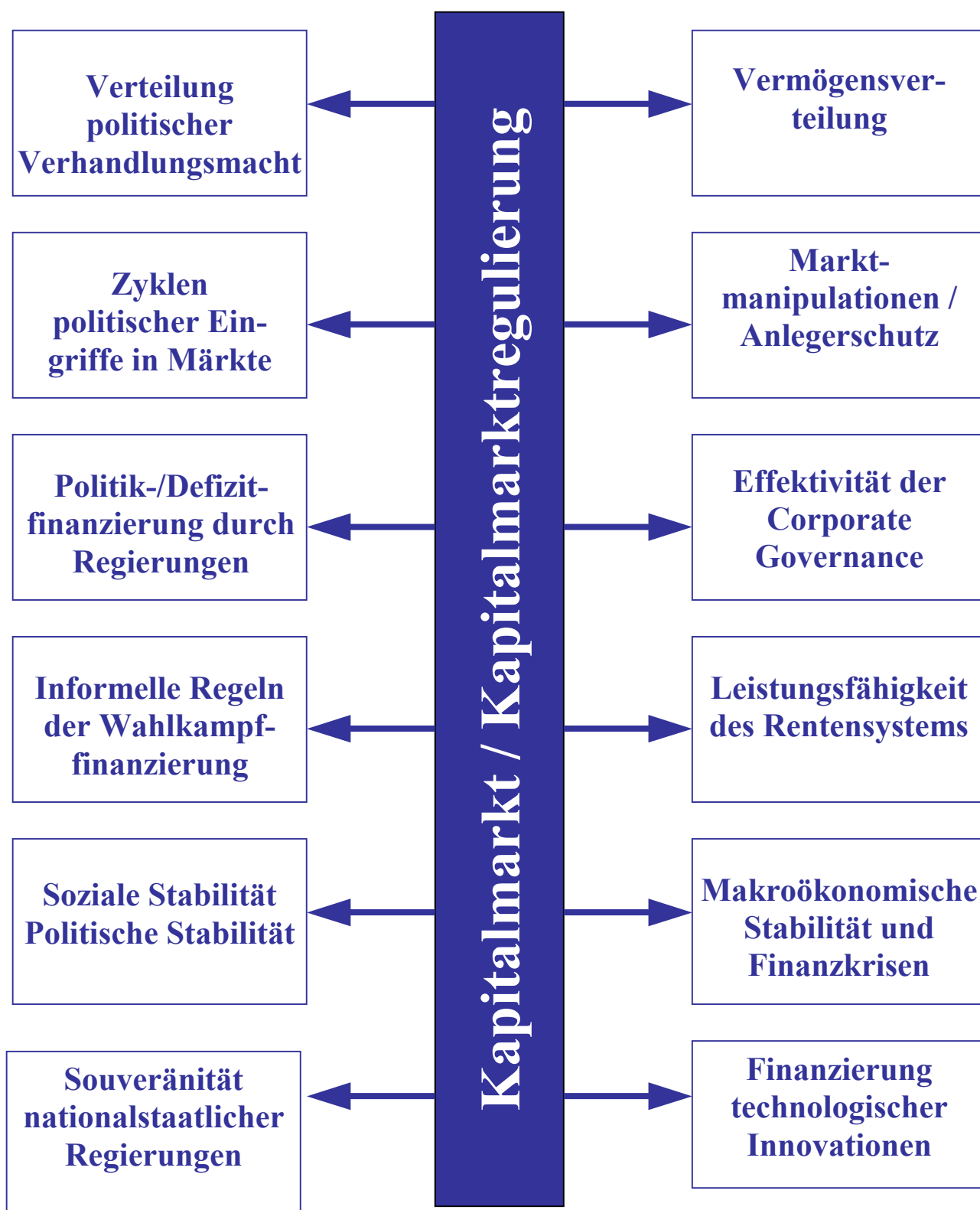
### 1 Forschungsziele: Kapitalmärkte als „Zentralnervensystem“ wirtschaftlicher und politischer Systeme

Die Dynamik globaler Kapitalmärkte stellt nationale Regierungen und zwischenstaatliche Kooperationsverfahren vor neue Aufgaben. Die Sicherung internationaler Kapitalzuflüsse ist zu einem herausragenden Ziel staatlicher Wirtschaftspolitik geworden. Angesichts eines beschleunigten Wandels von Technologien, Produkten und Handelssystemen unternehmen nationale Regierungen gegenwärtig erhebliche Anstrengungen, um die Regulierung der Kapitalmärkte neu zu ordnen. Auch die transnationalen und zwischenstaatlichen Institutionen der Kapitalmarktregulierung durchlaufen eine Phase grundlegender Neuausrichtung.

Die Forschungsgruppe geht von der Annahme aus, dass Kapitalmarktreformen nicht einfach als Resultat der Suche nach höherer Allokationseffizienz gedeutet werden können, die von technologischen und organisatorischen Neuerungen angetrieben wird. Vielmehr müssen solche Reformen zugleich als Ergebnis politischer Verhandlungen und Interessendurchsetzung verstanden werden: als Resultat eines politischen Prozesses, aus dem neuartige Institutionen im Spannungsfeld zwischen nationaler Regulierung, transnationalen Wirtschaftsakteuren, zwischenstaatlichen Organisationen und globalen Kapitalmärkten hervorgehen. Ziel der Forschungsgruppe ist es, diese Wechselbeziehungen am Beispiel der Aktienmärkte empirisch vergleichend zu untersuchen.

Im übertragenen Sinne können Kapitalmärkte als „Zentralnervensystem“ moderner politischer Ökonomien verstanden werden, da viele Kernfunktionen gegenwärtiger politischer und wirtschaftlicher Systeme wesentlich durch die Funktionsweise der Kapitalmärkte beeinflusst werden (siehe Schaubild). Kapitalmärkte und deren Regulierung haben nicht nur unmittelbare Auswirkungen auf makroökonomische Stabilität, Vermögensverteilung und zentrale wirtschaftliche Institutionen (etwa Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle, Rentensysteme oder Investorenschutz) (siehe rechte Seite des Schaubilds). Kapitalmärkte und deren Regulierung üben vielmehr auch unübersehbar starke Wirkungen auf politische Systeme aus (linke Hälfte des Schaubilds).

# Der Kapitalmarkt als „Zentralnervensystem“ politischer und wirtschaftlicher Systeme



© Sebastian Heilmann, Research Group on Equity Market Regulation, Trier University

Wie stark der Einfluss von Kapitalmärkten auf politische Systeme sein kann, wurde mit der asiatischen Währungs- und Finanzkrise (1997-1999) und der Wall-Street-Krise (im Herbst 2001 ausgelöst durch den Enron-Skandal) deutlich. Diese Kapitalmarktkrisen demonstrierten, dass Entwicklung und Regeln der Kapitalmärkte mit einer zuvor unterschätzten Intensität zentrale politische Variablen beeinflussen:

- die Verteilung politischer Verhandlungsmacht (also das Kräfteverhältnis zwischen verschiedenen wirtschaftlichen und politischen Interessengruppen),
- das Ausmaß politischer Interventionen in Märkte (markant sind hier die Zyklen zwischen skandalgetriebener, strikter Reregulierung und anschließend lückenhafter Durchsetzung der neuen Regeln, was wiederum zu Skandalen und Reregulierung führt usf.),
- die souveränen Entscheidungsspielräume von Regierungen; konkret die Wahl politischer Handlungsprogramme und die Defizitfinanzierung von Regierungen (beeinflusst durch das Rating der Bonität von Regierungen durch Marktteilnehmer),
- die informellen Regeln der Wahlkampffinanzierung (vgl. die Rolle von Wall-Street-Finanzfirmen in der Wahlkampffinanzierung) und
- die soziale und politische Stabilität insgesamt (verdeutlicht durch die Regierungs- und Systemkrisen im Gefolge der asiatischen und lateinamerikanischen Währungskrisen).

## **2 Forschungsinnovation: Integrierende Analyse wirtschaftlicher und politischer, nationaler und transnationaler Prozesse**

Was ist das Neue an dieser Forschungsgruppe? Die Analyse der Regulierung von Aktienmärkten erfordert eine integrierende Perspektive, die ökonomische und politische Fragestellungen gleichermaßen berücksichtigt. Hierzu sollen neue Ansätze der wirtschafts- und politikwissenschaftlichen Institutionenforschung (Institutionenökonomik, Public Choice, Neo-Institutionalismus) mit dem Ziel einer integrierten „echten“ politischen Ökonomie genutzt werden, wie sie Douglass North (Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaft) immer wieder gefordert hat.

Die Forschungsgruppe kann hierzu auf vielfältige Vorarbeiten zurückgreifen, die sich interdisziplinär mit den Entwicklungen im chinesischen Wirtschaftsraum, insbesondere Fragen der Wirtschaftspolitik und der Aktienmarktregulierung, befasst haben. Der Forschungsbereich wird nun ausgedehnt auf allgemeinere Fragestellungen, die über die asiatisch-pazifische Region hinausgehen.

Auch soll die in der Politikwissenschaft immer noch vorherrschende Trennung zwischen Regierungslehre/Innenpolitik einerseits und Internationaler Politik/Internationalen Beziehungen andererseits durchbrochen werden, um Einengungen der Forschungsperspektiven durch nicht mehr zweckmäßige disziplinäre Grenzen zu überwinden. Die politische Ökonomie der Regulierung von Aktienmärkten muss in ihren nationalen, transnationalen und zwischenstaatlichen Dimensionen mittels systematisch vergleichender Studien untersucht werden.

In Teilen der Forschungsliteratur vertretene verallgemeinernde Thesen, die sich entweder nur auf das Studium einzelner nationaler Regulierungssysteme oder aber lediglich auf die Analyse internationaler Kapitalmarktentwicklungen stützen, sollen durch die Arbeit der Forschungsgruppe kritisch geprüft und gegebenenfalls revidiert werden. Damit soll ein Beitrag zu einem tieferen, empirisch fundierten Verständnis der Wechselwirkungen zwischen nationaler Politik, transnationalen Marktakteuren und globalen Märkten geleistet werden.

### 3 Forschungsfragen

Folgende allgemeine Leitfragen dienen als gemeinsame Grundorientierung für die vergleichenden Studien, die im Rahmen der Forschungsgruppe durchgeführt werden:

- ▶ **Wirtschaftliche und politische Antriebskräfte für Regulierungswandel:** Welche Rolle spielen in der Festlegung von Kapitalmarktregelungen tatsächlich Kriterien der Markteffizienz und der Minimierung von systemischen Risiken? Welche Rolle spielt politische Verhandlungsmacht? Handelt es sich bei einzelnen Regulierungsfragen (etwa Informationspflichten oder Haftungsfragen) tatsächlich um technische und unpolitische Fragen? Welche Partikularinteressen setzen sich bei der Liberalisierung, Modifizierung, Überwachung und Durchsetzung der Regeln auf Wertpapiermärkten durch?
- ▶ **Rolle von transnational operierenden Kapitalmarktakteuren:** Welche Wechselbeziehung besteht zwischen nationalen politisch-administrativen Akteuren und transnationalen Investmentbanken und Brokerhäusern? Lassen sich Akteure benennen, die maßgeblich die „Globalisierung“ der Kapitalmärkte betreiben? Wie agieren solche Akteure in der Neuordnung nationaler Regulierungssysteme? Lassen sich die großen Banken, Brokerhäuser und Versicherungen überhaupt als in sich geschlossene, weltweit mit gleichen Zielen operierende politische Handlungseinheiten begreifen? Gibt es Belege dafür, dass normalerweise konkurrierende Marktteilnehmer in Fragen der Kapitalmarktregulierung als eine einheitliche Interessengruppe auftreten?
- ▶ **Rückwirkungen auf nationale Regierungen und demokratische Verfahren:** Wie verändert sich das Verhältnis zwischen staatlichen, zwischenstaatlichen und privatwirtschaftlichen Akteuren? Welche Rückwirkungen hat die Globalisierung der Kapitalmärkte auf nationalstaatliche Souveränität, politische Finanzaufsicht sowie demokratische Kontrolle und Verantwortlichkeit? Wie reagieren unterschiedliche Regierungssysteme auf die Herausforderungen? Welche Spielräume für die nationale Regulierung bleiben bestehen?
- ▶ **Privatisierung der Marktregulierung:** Welche Rolle spielt die unterschiedliche Verhandlungsmacht der beteiligten staatlichen und privatwirtschaftlichen Akteure in der Neugestaltung der Marktregeln? Wie weit ist die Regulierung und Aufsicht auf Wertpapiermärkten bereits privatisiert und von Marktakteuren und sonstigen „Insidern“ dominiert? Welchen politischen Beschränkungen und Kontrollen unterliegen diese? Lassen sich Belege für eine Vereinnahmung staatlicher Regulierung und zwischenstaatlicher Regulierungsabsprachen (regulatory capture) durch private Kapitalmarktakteure nachweisen?
- ▶ **Besonderheiten transnationaler Kooperation in der Kapitalmarktregulierung:** Welche organisatorischen und personellen Verknüpfungen lassen sich zwischen nationalen, transnationalen und zwischenstaatlichen Akteuren in der Regulierung von Kapitalmärkten nachweisen? Welche „policy networks“ und welche „epistemic communities“ nehmen prägenden Einfluss auf die transnationale Kooperation?
- ▶ **Verhältnis zwischen „Leitmärkten“ und „Emerging Markets“:** Welche Mitsprachemöglichkeiten und Abhängigkeiten lassen sich für staatliche und wirtschaftliche Akteure aus Emerging Markets bzw. Frontier Markets feststellen?
- ▶ **Modellfunktion von Wall Street und SEC:** Welchen internationalen Einfluss hat das US-amerikanische Regulierungsmodell tatsächlich? Welche Akteure setzen sich mit welchen Interessen für eine globale Durchsetzung des amerikanischen Modells ein? Auf welche Kritik und

welche Widerstände trifft dieses Modell in anderen politischen Ökonomien? Welche konkurrierenden Modelle besitzen internationale Vorbildfunktion, ohne im Vordergrund der Diskussion zu stehen?

- ▶ **Institutionelle Konvergenz:** In welche Richtung bewegt sich der Regulierungswettbewerb zwischen nationalen Regierungen im Bereich der Kapitalmärkte? Ist tatsächlich eine globale institutionelle Konvergenz zu erkennen?

## 4 Forschungsgegenstände

Drei zentrale Forschungsbereiche sollen auf der Basis gemeinsamer Leitfragen, systematischer Kategorien und Forschungsansätze durch die Mitglieder der Gruppe bearbeitet werden.

### 4.1 Marktreformen und staatliche Regulierung in asiatisch-pazifischen Ökonomien

Aufgrund des regionalen Schwerpunktes des Lehrstuhls und der weltweit ausstrahlenden Entwicklungsdynamik in diesem Raum (einschließlich der „Asienkrise“) widmet sich die Forschungsgruppe intensiv Kapitalmarktreformen in asiatisch-pazifischen Ökonomien. Die Erforschung der Märkte in der Volksrepublik China, Taiwan und Hongkong ist bereits weit fortgeschritten.

### 4.2 Institutionelle Reformen in „Leitökonomien“ der Kapitalmarktregulierung

Parallel werden in einer großen Vergleichsstudie institutionelle Entwicklungen und Reformprozesse an den zentralen internationalen Handelsplätzen systematisch beobachtet und analysiert: die politische Ökonomie der Kapitalmarktreformen in den USA, im UK, in Japan, Deutschland, Frankreich sowie auf der Ebene der Europäischen Union. Diese „Leitökonomien“ sind maßgeblich für Innovationen von Handelsverfahren und Marktprodukten sowie für die Finanzkraft und politische Verhandlungsmacht transnationaler Kapitalmarktakteure. Eine Reihe von Studien in diesem Bereich ist in vollem Gange.

### 4.3 Transnationale und zwischenstaatliche Institutionen der Regulierung von Wertpapiermärkten

Die Veränderungen nationaler Regulierungsstandards sind nicht zu verstehen ohne eine genaue Kenntnis der Regulierungsbemühungen auf transnationaler bzw. zwischenstaatlicher Ebene. Hierzu dienen Studien der Rolle folgender Kooperationsverfahren und Organisationen in der Reform der Kapitalmarktregulierung: International Organisation of Securities Commissions (IOSCO); Baseler Ausschuss; ausgewählte transnationale „policy networks“ und „epistemic communities“; Koordinationsverfahren im asiatisch-pazifischen Raum. Diese Studien werden zurzeit vorbereitet.

## 5 Forschungsergebnisse

### 5.1 Fertiggestellte Studien finden sich unter: <http://www.regem.org/>

### 5.2 In Arbeit befindliche Studien:

- Internationale Ansätze zur Bekämpfung der Geldwäsche
- Enron-Skandal, Wall Street und Kapitalmarktaufsicht in den USA
- Die Financial Services Authority in Großbritannien: Modell einer Allfinanzaufsicht?
- Interessengruppen und Finanzmarktreformen in Deutschland
- Finanzmarktreformen in Frankreich: Europäisierung oder Sonderweg?

- Kapitalmarktpolitik in Luxemburg: Institutionen und Akteure
- Die japanische Bankenkrise: Politische Ursachen und politische Reformhemmnisse
- Reformen und Institutionen der staatlichen Kapitalmarktaufsicht in Japan
- Regelsetzung im europäischen Kapitalmarkt: ESC und CESR
- Regelsetzung auf internationalen Kapitalmärkten: IOSCO
- Regelsetzung auf internationalen Kapitalmärkten: Der Baseler Ausschuss
- „Basel II-Verhandlungen“: Interesseneinbringung und Verhandlungsstrategien der deutschen Verhandlungsteilnehmer
- Privatregulierung auf Finanzmärkten: Die Rolle von Rating-Agenturen

**Korrespondenz:**

**Professor Dr. Sebastian Heilmann  
Universität Trier, FB III  
54286 Trier**

**TEL: 0651-2012131**

**FAX: 0651-201-3854**

**E-MAIL: [heilmann@uni-trier.de](mailto:heilmann@uni-trier.de)**

**HOME PAGE: [www.regem.org](http://www.regem.org)**