

## Buchbesprechungen

*Meigs, A. James: Free Reserves and the Money Supply. Publication of the Workshop in Money and Banking. (Studies in Economics of the Economics Research Center of the University of Chicago) University of Chicago Press, Chicago und London 1962, 117 S.*

In der vorliegenden ökonomischen Studie eines amerikanischen Bankpraktikers wird der Einfluß der Offenmarktpolitik der Zentralbank auf das gesamtwirtschaftliche Kredit- und Depositenvolumen untersucht. Im Mittelpunkt steht dabei die Überprüfung und Weiterentwicklung eines Konzeptes — von Meigs als ‚reserve position concept‘ bezeichnet —, das in den ‚freien Reserven‘ der Banken (in den Vereinigten Staaten der Mitgliedsbanken im Federal Reserve System) die entscheidende unmittelbare Zielgröße für die Offenmarktpolitik erblickt. Freie Reserven im Sinne der „Reservetheorie“, wie Herbert Weise sie nennt, sind jene Reserven der Banken, die sich als Differenz zwischen den Überschußreserven — den Reserven, die über die gesetzlich zu haltenden Reserven hinausgehen — und dem Volumen an Refinanzierungen bei der Zentralbank ergeben.

Will die Zentralbank eine bestimmte Änderung des gesamtwirtschaftlichen Kredit- und Depositenvolumens erreichen, dann wird sie, der Reservetheorie zufolge, im Wege der Offenmarktpolitik die freien Reserven der Banken verändern und dadurch den Druck, den sie auf die Banken ausübt, verstärken oder lockern. Die Banken reagieren auf die Veränderung ihrer freien Reserven mit einer Änderung ihrer Bereitwilligkeit zur Kreditvergabe.

Hinter dieser Aussage verbirgt sich die grundlegende Hypothese der Reservetheorie bezüglich des Bankverhaltens. Diese Hypothese besagt, daß die Banken gegenüber Änderungen ihrer Abhängigkeit von der Zentralbank nicht indifferent sind, daß sie vielmehr versuchen, einer Änderung des Anteils der durch Refinanzierung bei der Zentralbank gewonnenen Reserven an den Gesamtreserven entgegenzutreten.

Eine solche Änderung kann eintreten, wenn die Zentralbank in Verfolgung einer kontraktiven Politik durch offenmarktpolitische Maßnahmen den Banken Reserven entzieht. Die Banken können zwar den Verlust an Reserven ausgleichen, indem sie sich durch eine Erhöhung ihres Refinanzierungsvolumens bei der Zentralbank Reserven beschaffen, und sie sind dadurch in der Lage, eine Änderung der Gesamtreserven zu verhindern. Gegen die Veränderung ihrer Reservenstruktur, die ihren Ausdruck in einer Änderung der freien Reserven findet, sind sie jedoch auf kurze Sicht machtlos. Sie können der Senkung ihrer freien Reserven im Falle kontraktiver Offenmarktpolitik nur dadurch entgegenwirken, daß sie ihr Anlagenvolumen einschränken, was mit Rücksicht auf die Marktgegebenheiten in der Regel nicht sofort möglich ist. [Das Fehlen einer

wirksamen Kontrolle der Gesamtreserven der Banken durch die Zentralbank hat übrigens zu einer Orientierung der Offenmarktpolitik an den freien Reserven geführt.]

Schränken die Banken nach einer Senkung ihrer freien Reserven ihr Kreditangebot ein, dann erreichen sie damit eine Abnahme des bei ihnen gehaltenen Depositenvolumens. Mit dem Depositenvolumen sinkt auch das Mindestreservolumen, und daraus leitet sich eine Erhöhung der freien Reserven ab. Der Prozeß der Depositenanpassung dauert so lange an, bis das alte Verhältnis von freien Reserven zu Depositenvolumen, i. e. die ursprüngliche Rate der freien Reserven — von Meigs als ‚free reserve ratio‘ bezeichnet —, wieder realisiert ist. Unter der Voraussetzung einer auf längere Sicht konstanten Rate der freien Reserven führt mithin eine bestimmte prozentuale Änderung der sog. ‚unborrowed reserves‘, jener Reserven, die durch Offenmarktkäufe, aber auch durch Gold- und Devisenankäufe der Zentralbank oder durch Bargeldrückflüsse aus dem Publikum zu den Banken entstehen oder durch eine Senkung der Mindestreservesätze verfügbar gemacht werden, zu einer gleich großen prozentualen Änderung des Depositenvolumens.

Dies sind in groben Zügen die Vorstellungen der traditionellen Reservetheorie. Meigs stellt die Reservetheorie dar und zeigt ihre Entwicklung durch Burgess, Riefler, Currie und Tinbergen. Gleichzeitig macht er deutlich, welchen kritischen Einwänden diese Theorie im Laufe der Zeit begegnet ist.

Diese Kritik richtet sich vorzugsweise gegen die Annahme einer auf längere Sicht konstanten Rate der freien Reserven. Nach Ansicht von Hardy und Harris ist diese Unterstellung mit der Erfahrung nicht in Einklang zu bringen. Die Erfahrungen der Vereinigten Staaten in den 20er und 30er Jahren zeigen vielmehr, daß die Rate der freien Reserven im Zeitablauf gewissen Veränderungen unterworfen ist, die nicht einfach als Ausdruck noch nicht abgeschlossener Anpassungsvorgänge nach bestimmten Offenmarktoperationen verstanden werden können. Man hat nach einer Erklärung für diese Veränderungen der Reserve rate gesucht und diese in der Zinsabhängigkeit der Rate der freien Reserven gefunden.

Meigs greift diese These auf und formuliert eine allgemeinere Reservetheorie. Sein Ansatz, der auf Arbeiten von Turner, Polak und White, Meltzer, Black und Horwich aufbaut, stellt nicht nur eine Erweiterung und Verallgemeinerung der traditionellen Reservetheorie dar; er bringt auch eine Korrektur dieser Theorie, die allerdings erst nach einem Blick auf die Entwicklung der Reservetheorie verständlich wird.

Die traditionelle Reservetheorie, in der Darstellung von Burgess und Riefler beispielsweise, sieht das Marktzinsniveau bestimmt durch das Verschuldungsvolumen der Banken. Die Banken ändern ihrer Ansicht nach bei einer durch Reservenvariation verursachten relativen Änderung der Verschuldung die Kreditkonditionen und insbesondere den geforderten Kreditzinssatz, um dadurch die Kreditnachfrage zu beeinflussen. Eine Änderung des Kreditvolumens setzt sie in stand, ihr Verschuldungsvolumen gegenüber der Zentralbank auf das von ihnen gewünschte Niveau zu bringen. Bei einer Zunahme der Verschuldung der Banken als Folge von Offenmarktverkäufen der Zentralbank erhöhen die Ban-

ken die geforderten Zinssätze und führen dadurch eine Senkung des Kredit- und Depositenvolumens herbei. Durch diese Senkung werden Reserven freigesetzt, die es ihnen ermöglichen, ihr Refinanzierungsvolumen abzubauen.

Die Vertreter der Reservetheorie sehen in der erfahrungsgemäß engen Korrelation zwischen dem Verschuldungsvolumen der Banken und dem Zinsniveau eine Bestätigung ihrer These. Die Kritiker hingegen betrachten diesen engen empirischen Zusammenhang als Hinweis für die Richtigkeit ihrer These, daß nicht der Marktzins eine Funktion des Verschuldungsvolumens der Banken, sondern umgekehrt das Verschuldungsvolumen der Banken eine Funktion des Marktzins bzw. der Differenz zwischen dem Marktzins und dem Diskontsatz sei. Sie gehen davon aus, es gäbe keine absolute Abneigung der Banken gegen Verschuldungen bei der Zentralbank, und sehen die Verschuldungsbereitschaft als abhängig von den Gewinnmöglichkeiten der Banken. Bei einer Zunahme der Zinsdifferenz steigen die Gewinnmöglichkeiten, und dies veranlaßt die Banken, verstärkt Kredite anzubieten. Die Veränderung der Zinsstruktur, so läßt sich dieser Sachverhalt unter liquiditätstheoretischen Gesichtspunkten formulieren, bewirkt den Wunsch zu einer Änderung der Portfoliozusammensetzung. Die Banken müssen sich bei einer Ausweitung ihres Kreditvolumens allerdings stärker verschulden und eine Senkung ihrer Reservenrate hinnehmen. Diese Senkung stellt sich ein, einerseits, weil bei einer Zunahme des Kreditvolumens das Depositenvolumen steigt und andererseits, weil damit das Mindestreservenvolumen zunimmt.

Diesen Zusammenhang zwischen Zinsdifferenz und Verschuldungsbereitschaft der Banken greift Meigs auf und legt dar, daß er zum Vorteil der Reservetheorie in die traditionelle Theorie eingebaut werden kann, wenn man auf die behauptete Beziehung zwischen Verschuldungsvolumen und Zinssatz im Sinne von Burgess verzichtet. Meigs tut dies mit der Begründung, daß der Marktzins das Ergebnis eines Komplexes von Angebots- und Nachfragekurven nach Kredit in der Volkswirtschaft sei und nicht als von den Banken gesetzt angesehen werden könne. Hingegen geht er davon aus, daß Änderungen der Reserverate der Banken die Marktzinssätze beeinflussen, wenn die Banken ihr Angebot an Aktiven verändern, um ihre gewünschte Reserveposition wieder zu erreichen.

Die modifizierte Reservetheorie von Meigs sucht dem Einfluß der Zinssätze auf die Höhe der Reserverate Rechnung zu tragen, indem sie einer ‚tatsächlichen Reserverate‘ eine von den Banken ‚gewünschte‘ zur Seite stellt und von dieser ‚gewünschten Rate der freien Reserven‘ annimmt, daß sie von der Höhe der Zinssatzdifferenz (Marktzins  $\cdot$  Diskontsatz) abhängt. In der Höhe des Marktzinsniveaus (Meigs verwendet für seine empirischen Analysen die treasury bill-rate) spiegeln sich die Knappheitsverhältnisse am Kreditmarkt wider.

Mit Hilfe dieser Konzeption gelingt es Meigs, Veränderungen der Reserverate zu erklären, die das Ergebnis sich wandelnder Marktbedingungen sind, wie sie beispielsweise im Verfolg der konjunkturellen Entwicklung auftreten, oder die sich als mittelbare Wirkungen offenmarktpolitischer Maßnahmen ergeben.

Im Falle einer kontraktiven Offenmarktpolitik gibt die Zentralbank Geldmarktpapiere an die Banken ab und erreicht damit, daß deren freie Reserven abnehmen. Die Senkung der tatsächlichen Reserven veranlaßt die Banken, ihr

Kreditvolumen einzuschränken, um auf diese Weise die Veränderung der tatsächlichen Reserverate zu korrigieren. Dieser Anpassungsprozess entspricht im wesentlichen dem von der traditionellen Reservetheorie beschriebenen.

Der Abnahme des Depositenvolumens wirkt nun aber, der modifizierten Reservetheorie zufolge, eine Änderung der gewünschten Reserverate der Banken entgegen, die Folge einer Veränderung des Marktzinses ist. Eine Änderung des Marktzinses ergibt sich auf Grund der offenmarktpolitischen Aktivität der Zentralbank sowie der veränderten Kreditbereitschaft der Banken. Denn die Zentralbank kann zusätzliche Offenmarktpapiere nur zu steigendem Zins bei den Banken unterbringen, und die Einschränkung des Kreditangebots der Banken als Folge einer Senkung ihrer Reserven bewirkt bei gegebener Kreditnachfrage ebenfalls eine Zunahme des Marktzinses.

Bei einem höheren Marktzinsniveau und gegebenen Refinanzierungskosten sind die Banken aber bereit, eine Senkung ihrer freien Reserven und der Reserverate hinzunehmen, weil sich die Profitabilität einer größeren Verschuldung bei der Zentralbank erhöht hat.

Diesen Überlegungen zufolge hat also eine bestimmte Änderung der ‚unborrowed reserves‘ in der Regel keine gleiche prozentuale Änderung der Depositen zur Folge, wie dies von der traditionellen Reservetheorie behauptet wurde.

Dem Liquiditätseffekt offenmarktpolitischer Maßnahmen, der in einer Veränderung der tatsächlichen Reserverate der Banken zum Ausdruck kommt, steht der durch die Operationen der Zentralbank hervorgerufene Rentabilitätseffekt, der sich in einer Änderung der Zinsstruktur dokumentiert, entgegen und reduziert die Effizienz der Offenmarktpolitik der Zentralbank. Denn mit der Änderung der Zinsstruktur ändert sich auch die von den Banken gewünschte Portfoliostruktur, und dies drückt sich aus in einer Veränderung der gewünschten Reserverate.

Die für eine bestimmte Änderung der Depositen erforderliche Variation der ‚unborrowed reserves‘ ist demnach bei gegebener Kreditnachfrage des Publikums abhängig von dem unmittelbaren und mittelbaren Einfluß der offenmarktpolitischen Aktivität auf die Zinsstruktur und von der Bereitschaft der Banken, auf die relative Änderung ihrer Gewinnchancen zu reagieren.

Die gründliche empirische Analyse von Meigs, bei der für die Zeit von 1947 bis 1958 die Abhängigkeit der Reserverate von der Zinssatzdifferenz für die USA getestet wird, bestätigt die These der modifizierten Reservetheorie bei statistisch gesicherten Ergebnissen.

Manfred Hieber

*Lipfert, Helmut: Optimale Unternehmensfinanzierung. 1. und 2. Auflage. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1967.*

Finanzierung ist als Forschungsgebiet der Betriebswirtschaftslehre in jüngerer Zeit wieder stärker in den Vordergrund gerückt. Besonders von der Investitionstheorie gehen Impulse aus, die entwickelten Teiloptima durch Einbeziehung

der Finanzierungsproblematik zu erweitern und damit den praktischen Gegebenheiten anzunähern. Das Buch „Optimale Unternehmensfinanzierung“ ist in die Reihe derjenigen neueren Veröffentlichungen einzuordnen, deren erklärtes Ziel die Entwicklung eines völlig neuartigen Ansatzes zur Behandlung der Finanzierung ist. Die Ausführungen weisen jedoch insofern eine Besonderheit auf, als der Verfasser ausdrücklich sein Hauptaugenmerk auf eine Synthese der theoretischen Ergebnisse und praktischen Erfahrungstatsachen legt. So stellen die teilweise hoch abstrakten Untersuchungen und mathematischen Ableitungen lediglich eine Ergänzung des vollzogenen Lösungsweges dar und dienen vor allem der theoretischen Beweisführung. Der Verfasser wendet sich nicht nur an theoretisch ausgebildete und interessierte Leser, sondern vor allem an den Finanzierungspraktiker.

Das Buch besteht aus zwei Hauptteilen. Der erste Teil enthält eine Erfassung und Systematisierung der betrieblichen Finanzierungsvorgänge und dient vor allem der Begriffserläuterung. Auf diesen Ausführungen aufbauend werden im zweiten Hauptteil Fragen einer optimalen Finanzierungspolitik behandelt. Hier liegt das Schwergewicht des Buches, wobei klar getrennt wird zwischen der Erläuterung und kritischen Würdigung der bisherigen Finanzierungspraxis, deren Weiterentwicklung und der Darstellung eines neuen Lösungsweges.

Bei der Behandlung der betrieblichen Finanzierungsvorgänge verzichtet der Verfasser bewußt auf die Darstellung besonderer Finanzierungsanlässe wie Gründung, Sanierung, Fusion usw. und der verschiedenen Finanzierungsinstrumente. Er weist darauf hin, daß diese finanzierungstechnischen Fragen in der Literatur bereits hinreichend behandelt worden sind.

#### *Betriebliche Finanzierungsvorgänge*

Zur Erfassung der Gesamtheit der finanzierungswirtschaftlich relevanten Vorgänge in einem Unternehmen unterscheidet der Verfasser zwischen originärer und derivativer Finanzierung. Unter originärer Finanzierung wird die Tätigkeit in der Finanzierungsfunktion zur Regulierung des Bestandes an Finanzmitteln verstanden. Hierunter fallen Maßnahmen zur Erweiterung und Verringerung des Finanzmittelvolumens, seiner Aufrechterhaltung und Umstrukturierung sowie alle finanzierungswirtschaftlich motivierten Eingriffe in den Vermögensumschichtungsprozeß (Factoring, Leasing). Die derivative Finanzierung umfaßt die Veränderungen der finanziellen Struktur des Vermögens, die aus der Tätigkeit in der Beschaffungs-, Produktions- und Absatzfunktion resultieren. Die Einbeziehung dieser Vorgänge im Vermögensbereich, die sich ausschließlich auf der Aktivseite der Bilanz niederschlagen, ist das Ergebnis einer intensiven Untersuchung der Zusammenhänge zwischen der Finanzierung und dem Prozeß der Leistungserstellung und Leistungsverwertung, wobei der Verfasser zahlreiche neuartige Aspekte aufzeigt und traditionelle Vorstellungen, vor allem über die Selbstfinanzierung, kritisch recherchiert. In einem Modellfall werden die Finanzmittelbindung und -freisetzung in ihrer großen Bedeutung für die Existenz des Unternehmens dargelegt. Dabei zeigt sich, daß die Finanzmittelfreisetzung nicht nur in der bekannten Form der Abschreibung vorkommt, sondern grundsätzlich immer dann festzustellen ist, wenn Ausgaben in einem Block anfallen, die zuzurechnenden Einnahmen jedoch später, am Ende des Umsatz-

prozesses sukzessive im Preis hereinkommen und sich bis zur Wiederausgabe in der Kasse ansammeln. Sie resultiert aus dem Vorhandensein verschiedenartiger Läger (Vorräte an Rohstoffen, Maschinennutzungseinheiten), die aufgrund kostenbedingter Mindestbeschaffungsmengen entstehen und bis zur Neubestellung abgebaut werden. Der Unternehmensfinanzierung stellen sich deshalb nach Lipfert zwei Aufgaben: Überwachung der Kapitalbindung durch Lagerhaltung unter streng kostenmäßigen Gesichtspunkten, wobei die Finanzierungskosten entsprechend zu beruckichtigen sind, und Erhöhung der Geschwindigkeit der Finanzmittelfreisetzung. Finanzierungswirtschaftlich motivierte Eingriffe in das Vermögen zur Kapitalfreisetzung sind ökonomisch immer dann notwendig, wenn die gesparten Zinskosten (Kosten der teuersten in Anspruch genommenen Krediteinheit) bzw. der mit den freigesetzten Mitteln erzielbare Ertrag die Freisetzungskosten und die möglicherweise entgangenen Erträge übersteigen bzw. diesen zumindest entsprechen. Entgegen der Betrachtungsweise vieler Autoren, die von einem gegebenen Vermogensvolumen ausgehen, bezieht Lipfert damit die Aktivseite der Bilanz ausdrücklich in den finanziellen Bereich der Unternehmung ein und koppelt die optimale Finanzierung mit der optimalen Gestaltung der Kapitalbindung.

#### *Regeln und Grundsätze der Finanzierungspolitik*

Lipfert unterzieht vor allem die horizontale und die vertikale Bilanzstrukturregel, die als „goldene Bilanzregel“ und „1 : 1-Regel“ schon vor langer Zeit Eingang in die Finanzierungspraxis gefunden haben, einer kritischen Analyse. Da diesen Normen, die bestimmte Anforderungen an das Finanzierungsergebnis stellen, die Bilanz als Maßstab zugrunde gelegt ist, wird zunächst die Eignung der Bilanz für diesen Zweck untersucht und ihre finanzierungswirtschaftliche Aufbereitung durchgeführt. Dabei zeigt sich, daß vor allem Doppelzählungen vermieden werden müssen und eine Strukturierung nach De-facto-Fristigkeiten durchzuführen ist. Außerdem muß beruckichtigt werden, daß verschiedene Finanzierungsformen auf unterschiedliche Weise in der Bilanz ausgewiesen werden und damit die Beurteilung von Bilanzstrukturen erschweren. Beispielsweise verändern der Wechseldiskontkredit und das Factoring die Struktur der Aktivseite und haben keinen Einfluß auf die Bilanzsumme, während sich Anleihen und Kontokorrentkredite ebenso wie die Eigenfinanzierung bilanzsummenwirksam auf der Passivseite niederschlagen.

Bereits im formalen Vergleich der goldenen Bilanzregel, die Fristenkongruenz zwischen dem Kapital und dem Vermögen fordert, mit der 1 : 1-Regel, die eine Übereinstimmung von Fremdkapital und Eigenkapital beinhaltet, wird eine Schwäche dieser Normen aufgedeckt. Nur in dem Ausnahmefall, daß Anlage- und Umlaufvermögen groengleich sind, ist die horizontale Bilanzstrukturregel mit der vertikalen vereinbar. Betriebsindividuelle, voneinander abweichende Verhältnisse führen deshalb zwangsläufig zu Verstößen. Den entscheidenden Grund dafür, daß die Bilanzstrukturregeln von den Unternehmungen nur in seltenen Fällen eingehalten werden, sieht Lipfert in der Vernachlässigung des Rentabilitasaspekts. Die Bilanzregeln dienen einseitig der Liquiditätssicherung, wobei nachgewiesen wird, daß auch dieses Ziel bei Erfüllung der Normen nur unter ganz bestimmten Prämissen gewährleistet ist. Vor allem sagen formale,

statische Bilanzproportionen zu wenig über die zeitliche und mengenmäßige Entwicklung der zukünftigen Einzahlungs- und Auszahlungsströme, von deren Übereinstimmung allein die Liquiditätssicherheit bestimmt wird. Diese Zahlungsströme sind weniger abhängig von der Fristenkongruenz des Vermögens und des Kapitals oder von bestimmten Relationen zwischen Eigenkapital und Fremdkapital, sondern die entscheidenden Bestimmungsfaktoren sind die Finanzmittelfreisetzung im Vermögen, die Kapitalprolongations- und -substitutionsmöglichkeiten und das Selbstfinanzierungsvolumen. Die Bedeutung der Bilanzstrukturregeln ist lediglich darin begründet, daß die Prolongations- und Substitutionswilligkeit der Kreditgeber, vor allem der Banken, von diesen Normen mitbestimmt werden.

Als Entscheidungshilfen für den Praktiker empfiehlt Lipfert eine Anzahl von Grundsätzen, deren Vorteil gegenüber den starren Bilanzstrukturregeln er darin sieht, daß sie als Verbalaussagen in ihrer allgemeinen Fassung grundsätzlich Geltung bei allen Finanzierungsentscheidungen haben, ohne der Liquidität oder der Rentabilität von vornherein eine Prädominanz einzuräumen. Diese Verhaltensregeln, von denen er die Grundsätze der Ordnungsmäßigkeit, der internen Übersichtlichkeit, der Variabilität, der qualifizierten Eigenkapital- und Langfristigkeitspräferenz aufzählt, erzwingen keine eindeutigen Finanzierungsentscheidungen, sondern helfen lediglich, die Entscheidungsbedingungen zu klären. Der Unternehmer trägt weiterhin das Risiko der Fehlentscheidung, da die generellen Aussagen noch der Konkretisierung durch den Entscheidenden bedürfen. Sie erweisen sich jedoch als wesentlich flexibler als Bilanzstrukturregeln und gewährleisten eine näherungsoptimale Finanzierung. Ihre Interdependenzen sind Ausdruck der Komplexität der Finanzierungsentscheidungen, die daraus resultiert, daß multiple Zielsetzungen in der unternehmerischen Zielfunktion vereinigt sind.

### *Theorie einer optimalen Finanzierung*

Da weder Bilanzstrukturregeln noch Finanzierungsgrundsätze ein finanzierungswirtschaftliches Optimum festlegen, liegt es vom Standpunkt der theoretischen Finanzierungspolitik nahe, nach einem Weg zu suchen, der eindeutige Schlußfolgerungen zuläßt. Lipfert bedient sich hierzu des Marginalprinzips, dem die Vorstellung zugrunde liegt, daß man so lange Faktoren (z. B. Betriebs- und Finanzmittel) einsetzt, wie die dadurch erzielbare bewertete Mehrleistung (Nutzen im weitesten Sinne) die zusätzlichen Faktorkosten übersteigt. Das Nutzenmaximum liegt an der Stelle, an der eine zusätzliche Faktoreinheit gerade so viel Mehrkosten (Grenzkosten) verursacht, wie sie an zusätzlicher Leistung (Grenzleistung) erbringt. Auf die Finanzierung übertragen bedeutet dieses Konzept, daß den Finanzierungskosten die Vermögensertragskraft, die als Differenz zwischen Erlösen und allen Kosten mit Ausnahme der Finanzierungskosten definiert wird, gegenüberzustellen ist. Stimmen beide Größen überein, so ist das optimale Kapitalvolumen realisiert.

Lipfert beschränkt sich in seinem Buch auf eine Untersuchung der Finanzierungskosten. Nach seiner Meinung ist die Vermögensertragskraft das Ergebnis von Bemühungen außerhalb der Finanzierungsfunktion und muß aus diesem Grunde als gegebene Größe in Finanzierungsüberlegungen eingehen. In dem

Buch wird deshalb eine proportional zum Kapitalvolumen ansteigende Vermögensertragskraft unterstellt. Die Grenzertragskraft, d. h. die Ertragskraft für jede zusätzlich eingesetzte Finanzmitteleinheit, ist konstant.

Bei der Bestimmung der Finanzierungskosten unterscheidet Lipfert zwischen rentabilitäts- und liquiditätsabhängigen Kosten, um die Einflußfaktoren auf die Höhe der Finanzierungskosten einer isolierten Betrachtung unterziehen zu können. Unter rentabilitätsbedingten Kosten versteht er die Kosten des für die Leistungserstellung und -verwertung erforderlichen Kapitals; liquiditätsbedingte Kosten resultieren aus der Notwendigkeit, zur Aufrechterhaltung der dauernden Zahlungsbereitschaft zusätzliche Finanzmittel zu unterhalten, die keinen unmittelbaren Gewinnbeitrag leisten.

Chronologisch geht der Verfasser, der seine Untersuchung zur Verdeutlichung im Wege der schrittweisen Erweiterung des Modells durchführt, in der Weise vor, daß er zunächst in einer eingehenden Betrachtung der Erscheinungsformen der rentabilitätsabhängigen Kosten den Einfluß des Gewinnstrebens auf das optimale Kapitalvolumen und seiner Struktur darlegt. Er geht von der Erfahrungstatsache aus, daß die Aufbringung der einzelnen Finanzmittel zumindest auf kürzere Frist unterschiedlich hohe Kosten verursacht, wobei die Kosten für eine Finanzmittelart mit wachsender Inanspruchnahme steigen, da sich das allgemeine Risiko für die Kapitalgeber bei einem gegebenen Bestand an Sicherheiten erhöht. Für die optimale Gestaltung der Kapitalstruktur ergibt sich deshalb die Notwendigkeit einer Finanzmittelselektion, die nach dem Grundsatz der Kostengünstigkeit durchzuführen ist. Nach diesem Prinzip müssen die jeweils billigsten Finanzmittelarten beschafft werden. Erreichen bei zunehmender Inanspruchnahme die Kosten der zunächst zinsgünstigsten Finanzmittelart die Kosten der nächst teuren, so ist zusätzlich auch diese in Anspruch zu nehmen. Das rentabilitätsgünstigste Kapitalvolumen liegt an der Stelle, an der die letzte Finanzmitteleinheit ebensoviel kostet, wie sie durch Verwendung an Ertragskraft erbringt. Bei allen geringeren Volumina verzichtet das Unternehmen auf mögliche Gewinne; bei weiterer Ausdehnung hingegen mindern die die Ertragskraft übersteigenden Finanzierungskosten den Gewinn bzw. es entstehen Verluste.

Diesen ersten Schritt der marginalanalytischen Ableitung des rentabilitäts-optimalen Kapitalvolumens und seiner Struktur folgt die Berücksichtigung des Problems der Unsicherheit. So ist die Ertragskraft, deren Höhe zusammen mit den Finanzierungskosten das für die nächste Periode anzustrebende Kapitalvolumen bestimmt, ein Erwartungswert, der einem Schätzungsrisiko unterliegt. Dieses Problem löst Lipfert in der Weise, daß er unter mehreren, vom Unternehmer für möglich erachteten Ertragskraftwerten zunächst diejenigen festlegt, die im günstigsten und ungünstigsten Fall eintreten können. Aus den innerhalb dieser extremen Werte liegenden Ertragskraftschätzungen, die mit ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit zu gewichten sind, läßt sich ein Ertragskrafterwartungswert als gewogenes arithmetisches Mittel bestimmen. Dieser Durchschnittswert schließt jedoch nicht die Möglichkeit aus, daß während der Planungsperiode innerhalb der Extremwerte eine niedrigere Ertragskraft erwirtschaftet wird. Das Unternehmen müßte in diesem Falle den nach Maßgabe des erwarteten Optimums realisierten Bestand an Vermögen und Kapital unendlich schnell dem



neuen niedrigeren optimalen Volumen anpassen. Da dies praktisch nicht möglich ist, wird das Unternehmen von Gewinneinbußen oder sogar von einer Aufzehrung des Eigenkapitals betroffen, und zwar in Höhe der die Ertragskraft übersteigenden Finanzierungskosten. Das Risiko der Gewinnaufzehrung bzw. der Eigenkapitalminderung berücksichtigt Lipfert dadurch, daß er den quantitativen Finanzierungskosten (Zinsen, Provisionen u. ä.) sogenannte qualitative Kosten zuschlägt. In diesen qualitativen Kosten findet bei der Ermittlung des optimalen Kapitalvolumens die Möglichkeit von Ertragskraftschwankungen ihren Ausdruck. Stellt man die Summe der qualitativen und quantitativen Finanzierungskosten der Durchschnittsertragskraft gegenüber, so ist das Optimum bereits bei einem niedrigeren Kapitalvolumen erreicht, als es ohne Berücksichtigung der qualitativen Kosten der Fall wäre.

Im nächsten Schritt wird das Verfahren weiter dadurch den tatsächlichen Verhältnissen angepaßt, daß die liquiditätsbedingten Finanzierungskosten untersucht und in ihrer Bedeutung für das optimale Kapitalvolumen und seiner Struktur gewürdigt werden. Auch hier unterscheidet Lipfert zwischen quantitativen und qualitativen Kostenarten. Quantitative Liquiditätskosten entstehen aus der Aufrechterhaltung einer Liquiditätsreserve zum Ausgleich der normalen Ein- und Auszahlungen. Lipfert weist ausdrücklich daraufhin, daß mit der Deckung von Finanzmittellücken im Bereich des Zahlungsverkehrs das Liquiditätsproblem jedoch nicht gelöst ist, da die eingesetzten Finanzmittel dem Unternehmen für unterschiedlich lange Zeiträume zur Verfügung gestellt werden. Zum jeweiligen Fälligkeitstermin müssen ausreichende flüssige Mittel bereit stehen, die im Unternehmen nicht an anderer Stelle benötigt werden. Umsatzerlöse können nur im Falle eines einmaligen, zeitlich begrenzten Finanzmittelbedarfs zur Kapitaltilgung verwendet werden. Werden diese Mittel jedoch für die Ersatzbeschaffung von Anlage- und Umlaufvermögensteilen benötigt — was normalerweise der Fall ist —, so führt die Rückzahlungsverpflichtung zu einer Finanzmittellücke, die im Wege der Finanzmittelprolongation und -substitution geschlossen werden muß. Die damit verbundenen Liquiditätsrisiken, deren Höhe von zahlreichen Bonitätsfaktoren wie Ertragskraft, Kapitalstruktur, Sicherheitsbestand sowie der Situation auf dem Kredit- und Kapitalmarkt abhängt und von Kreditart zu Kreditart variiert, werden ebenso wie das Eigenkapitalaufzehrisiko in Form qualitativer — liquiditätsbedingter — Finanzierungskosten berücksichtigt. Sie sind um so höher anzusetzen, je kürzer die Fristigkeit des aufgenommenen Kapitals ist, da die Häufigkeit notwendiger Prolongationen und Substitutionen zunimmt.

Sind auf diese Weise für alle Kapitalarten die rentabilitäts- und liquiditätsbedingten qualitativen und quantitativen Finanzierungskosten ermittelt, so läßt sich ohne Schwierigkeiten eine Grenzfinanzierungskostenkurve pro Kapitalart festlegen. Zur Bestimmung des optimalen Kapitalvolumens und seiner Struktur werden die jeweiligen Kapitalarten nach ihrer Kostenhöhe geordnet und gleichzeitig oder nacheinander solange aufgenommen, bis die Kosten der letzten Finanzmitteleinheit der erwarteten Grenzertragskraft entsprechen. Nach diesem Konzept werden alle Kapitalarten in ihren optimalen Volumina angesetzt.

Lipfert bedient sich zur Demonstration des Lösungsweges in seinem Buch einer Anzahl grafischer Darstellungen, aus denen schrittweise die Entwicklung

des finanzwirtschaftlichen Optimums hervorgeht. Aus ihnen läßt sich deutlich ablesen, daß durch den Ansatz risikoabhängiger qualitativer Kosten das optimale Kapitalvolumen vermindert wird. Diese Begrenzung ist vor allem darauf zurückzuführen, daß sich die Unternehmen nicht schnell genug an Ertragskraftsenkungen sowie an entstandene Finanzmittellücken mit ihrem Vermögensvolumen anpassen können. Es tritt hier ein Problem zutage, das in der mangelnden Vermögenselastizität der Unternehmen begründet ist und von der betriebswirtschaftlichen Literatur bisher wohl noch nicht in seiner ganzen Tragweite erfaßt worden ist. Eine neuere Veröffentlichung Lipferts zum Thema „Einfluß der Rezession auf die Finanzierung der Unternehmung“ in der „Schriftenreihe zur Unternehmungsführung“, in der er sein Konzept zur Ermittlung des optimalen Kapitalvolumens auf den Fall einer gesunkenen Ertragskraft anwendet, zeigt, daß sich der Verfasser besonders dieses Problems annimmt. Friedbert Malt

Reimann, Winfried: Feste Zinsen — Weniger Sorgen? verlag moderne industrie, München. 127 S., 6,80 DM.

Der Buchtitel „Feste Zinsen — Weniger Sorgen?“ müßte eigentlich mit einem Ausrufezeichen versehen sein. Denn der Autor, Handelsblatt-Redakteur Winfried Reimann, kommt zu dem Ergebnis, daß zwar selbst der Kontensparer gewisse Risiken in Kauf nehmen muß (besonders das Geldwertrisiko) ebenso der Käufer festverzinslicher Wertpapiere (Geldwert- und Kursrisiko). Aber diese Risiken seien im allgemeinen mehr oder minder überschaubar und deshalb begrenzt: „Man kann sich gegen sie absichern, oder man kann sie zumindest einkalkulieren, sich auf sie einstellen. Dadurch verlieren sie ihre Schrecken. Geldanlage zu festen Zinsangeboten heißt: vorsichtiges Engagement. Man bleibt Gläubiger, wahrt Distanz zum Anlageobjekt. Und in diesem Sinne wird man auch von geringeren Sorgen als bei anderen Anlageformen sprechen können.“

Reimanns Buch erscheint in der Reihe „Der intelligente Investor“, die vom „verlag moderne industrie“ herausgegeben wird. Es ist der vierte Titel in dieser Reihe, aber eigentlich für die gesamte Reihe die gedankliche Einführung. Denn Reimann stellt in seinem ersten Kapitel „Vom Geldgeben und Zinsnehmen“ das System unseres Geld- und Kapitalmarktes insgesamt dar und grenzt die Anlagemöglichkeiten zu festen Zinsen gegen die anderen Möglichkeiten der Kapitalanlage ab. Das zweite Kapitel ist dem „zinstragenden Konto“ gewidmet, wobei selbstverständlich die verschiedenen Kontensparmöglichkeiten (einschließlich Prämiensparen) sowie die Frage der Sicherheit der Einlagen ausführlich dargestellt werden, ebenso ausführlich wie im dritten Kapitel „Das zinstragende Wertpapier“ die Arten von Rentenwerten und ihre Ausstattung, der Markt der Schuldverschreibungen und der internationale Kapitalmarkt.

Zum Thema Einlagensicherung behandelt der Autor den Gemeinschaftsfonds des privaten Bankgewerbes, den sog. Feuerwehrfonds sehr positiv und meint: „Schlägt die Vorbeugung (z. B. durch rechtzeitige Liquiditätshilfe oder Verschmelzung mit einem zahlungskräftigen Institut) fehl, wird ein Institut also notleidend, dann kann und wird der Gemeinschaftsfonds natürlich auch direkt

zur Befriedigung der Einlagen herangezogen werden.“ Die Praxis hat inzwischen erwiesen, daß diese Feuerwehr doch nicht so automatisch „löscht“, wie Reimann angenommen hat.

Reimann entwickelt seine Aussagen systematisch und untermauert sie anhand von Zahlenbeispielen z. B. über den durchschnittlichen jährlichen Anlagenutzen unterschiedlicher Formen der Kapitalanlage in den Jahren 1956 bis 1966 (die langfristige Sicht), ergänzt durch eine Darstellung des Anlagenutzens je Jahr für die Zeit von 1961 bis 1965 (die kürzerfristige Betrachtung). Diese unterschiedliche Betrachtungsweise ist wichtig, um für die kurz- oder langfristige Anlage die Entscheidungskriterien zu erarbeiten.

Daraus ergibt sich dann, wie Reimann darstellt, daß Guthaben bei Kreditinstituten, insbesondere Sparguthaben, für den Privatmann zunächst einmal als Liquiditätsreserve für vorhersehbare oder nicht vorhersehbare Bedarfsfälle geeignet sind. „Selbst der Notgroschen gehört nicht in den Strumpf, sondern auf ein Sparkonto mit gesetzlicher Kündigungsfrist; bei größeren Ersparnissen empfehlen sich in Anbetracht der 1000-DM-Grenze unter Umständen mehrere Sparkonten dieser Kategorie. Wenn auf diese Weise für den Notfall vorgesorgt ist und weitere Geldbeträge zur Anlage verfügbar sind, die kurzfristig nicht für andere Zwecke gebraucht werden, bieten sich Spareinlagen mit besonderer längerer Kündigungsfrist wegen ihrer wesentlich höheren Verzinsung als Anlageinstrument an.“

Zuvor aber sollte, führt Reimann aus, der kluge Investor darauf achten, daß er mit seiner Familie durch Haftpflicht-, Kranken- und Lebensversicherung gegenüber den großen Risiken des Daseins hinreichend abgesichert ist. Erst wenn alle diese Voraussetzungen vorliegen, solle sich der Sparer anderen Formen der Kapitalanlage zuwenden, und zwar zunächst dem festverzinslichen Wertpapier, das dem Kontensparen am nächsten stehe. Die Schuldverschreibung nennt Reimann ein vorzügliches Mittel einer auf lange Sicht berechneten Vermögensbildung. „Wer sich auf Sparbüchern einen greifbaren Notgroschen in ausreichender Höhe zurechtgelegt hat und darüber hinaus höchstens solches Kapital in festverzinslichen Wertpapieren investiert, das er nicht an einem von Anfang an feststehenden späteren Zeitpunkt wieder für andere Zwecke benötigt — es sei denn, dem Fälligkeitstermin der Schuldverschreibung —, der braucht auch das spezielle ‚Liquiditätsrisiko‘, das ihm aus der Gefahr vorübergehender Kursrückgänge droht, nicht zu fürchten.“ Da sich die Kursschwankungen kaum vorhersehen lassen, fahre auf lange Sicht der Wertpapiersparer am besten, der viele Jahre lang planmäßig gleichbleibende eigene Sparleistungen samt allem, was sie an Tilgungserlösen, Zinsen und Zinseszinsen im Laufe der Zeit abwerfen, in Rentenwerten investiert, ein Prinzip, das praktisch dem des systematischen Kontensparens gleich ist.

Das Sparen, sagt Reimann, ist an sich noch keine Tugend. Diese These ist nur hingeworfen, keinesfalls schlüssig abgehandelt. Doch sie ist auch für das Buch an sich nebensächlich, weshalb der Autor auf diese These sicher besser verzichtet hätte. Der Wert seines Buches liegt darin, daß es ihm mit einfachen Worten gelungen ist, eine Einführung in das ABC der Geldanlage zu schreiben. Gerade der Redakteur kann aus seinem Kontakt mit den Lesern immer wieder feststellen, wie sehr das Elementarwissen in diesen Fragen noch zu wünschen übrig

läßt. Mit den Elementarfragen beginnend, führt Reimann seinen Leser in einem logischen Aufbau an die Entscheidungskriterien der Geldanlage heran. Das Buch ist aus den Erfahrungen des Redakteurs mit seinem Leser heraus geschrieben — und gelungen.

Josef Leis

*Roeper, Hans: Geschichte der D-Mark. Fischer Bücherei, Frankfurt 1968. 176 S. Brosch. DM 2,80.*

Zum 20. Jahrestag der Währungsreform ist eine Geschichte der D-Mark erschienen, die noch einmal den Weg beschreibt, den die deutsche Wirtschaft seit dem 21. Juni 1948 zurückgelegt hat. Dabei stehen naturgemäß die geld- und kreditpolitischen Maßnahmen und Ereignisse im Vordergrund; in ihnen spiegelt sich jedoch die gesamte Wirtschaftsentwicklung, so daß die Schrift von Roeper durchaus als eine Kurzdarstellung der deutschen Wirtschaftsgeschichte nach 1948 gewertet werden kann.

Roeper erinnert zunächst an die wirtschaftliche Lage Anfang 1948, als der Krieg noch immer mit erbarmungsloser Eindringlichkeit gegenwärtig war; die blanke Not regierte, die Menschen hungerten und froren. Auf Lebensmittelmarken gab es knapp die Hälfte der Nahrungsmittelmenge, die ein Erwachsener zur Erhaltung seiner Arbeitskraft benötigt. Wer sich nicht auf dem „Schwarzen Markt“ oder durch „Beziehungen“ zusätzliche Lebensmittel beschaffen konnte, mußte buchstäblich verhungern.

Der Verfasser schildert dann sehr eindringlich die „Geburt der D-Mark“, die Spekulationen, die dem Tag X vorausgingen und die Sorgen, die ihm folgten. Hier wird deutlich, daß sich die Spaltung Deutschlands schon vor der Blockade Berlins in der Wirtschafts- und Währungspolitik der westlichen und der östlichen Militärregierungen ankündigte — von der Gründung zweier Notenbanken im Frühjahr 1948 bis zur Weigerung der Sowjetunion, die Währungsreform gemeinsam mit den Westmächten durchzuführen. Wer weiß heute noch, daß die Sowjetunion am 22. Juni einen währungspolitischen Handstreich auf Berlin versuchte, als sie dem Magistrat befahl, die DM-Ost auch in Westberlin auszugeben. Erst hierauf wurden die westlichen Stadtteile von Berlin in die Währungsreform einbezogen. Die Blockade war die Antwort.

Dramatisch waren auch die ersten Schritte in die Soziale Marktwirtschaft. Roeper versteht es auch hier, die Kämpfe wieder lebendig werden zu lassen, die damals um den Stil der Wirtschaftspolitik geführt wurden. Die Auseinandersetzungen zwischen Erhard und Nölting lassen heute noch ahnen, welcher Mut dazu gehörte, im Winter 1948/49 und nach dem Ausbruch der Korea-Krise an marktwirtschaftlichen Ordnungsprinzipien festzuhalten — zumal auch die Militärregierung und später der alliierte Kontrollrat die Überwindung der wirtschaftlichen Schwierigkeiten mit dirigistischen Mitteln befürworteten.

Ein besonderes Kapitel ist der „Hüterin der Währung“, der Bank deutscher Länder bzw. der Deutschen Bundesbank gewidmet. Roeper beschreibt hier die Aufgaben der Notenbank in einer Marktwirtschaft, die sich radikal von jenen unterscheiden, die sie in einer „Kommandowirtschaft“ zu lösen hat. In der zen-

tralverwalteten Wirtschaft ist die Notenbank „in der Regel nur ein Lakai der staatlichen Kommandozentrale . . ., auf deren Geheiß sie den Geldhahn zu betätigen hat“. Erst in einer liberalen Wirtschaft gewinnt sie den Grad an Unabhängigkeit, den sie benötigt, wenn sie ihre vornehmste Aufgabe, die Kaufkraft der Währung zu sichern, erfüllen soll. Im ganzen ist dieser Abschnitt eine gute Einführung in die Probleme der Notenbankpolitik, wobei auch die einzelnen Notenbankinstrumente beschrieben und in ihrer Wirksamkeit erläutert werden.

Im zweiten Teil der Broschüre schildert Roeper den Lebensweg der D-Mark im einzelnen. Er unterteilt dabei den gesamten Zeitraum von 1948 bis 1968 in fünf Abschnitte, deren Überschriften bereits einen Eindruck von ihrer Bewertung durch den Autor vermitteln. Es sind „Die Kinderjahre“ (1948 bis 1951), „Der große Sprung“ (1952 bis 1958), „Sturm und Drang“ (1959 bis 1962), „Im Strudel der Maßlosigkeit“ (1963 bis Mitte 1966) und „Auf neuen Pfaden“. Der Leser kann nur — mit Roeper — hoffen, daß die in diesen Abschnitten enthaltenen Lektionen gerade auch von den für die Währung Verantwortlichen gelernt worden sind. Es bleibt noch anzumerken, daß natürlich nicht alles, was Roeper schreibt, ganz ohne Widerspruch aufzunehmen ist; das ergibt sich schon aus dem marktwirtschaftlichen Engagement des Verfassers.

Gerhard Zweig