

## Buchbesprechungen

*Andreas Oehler und Matthias Unser: Finanzwirtschaftliches Risikomanagement, Springer-Verlag, Berlin u. a. 2001, 453 S.*

Die Liste der spektakulären Fälle von Fehleinschätzungen unternehmerischer Risiken ist lang: Metallgesellschaft, die britische Barings-Bank, Sumitomo oder der LTCM-Hedge-Fonds, um nur einige Beispiele zu nennen. Aber auch im Rahmen der Asienkrise von 1997 ist die mangelhafte Beurteilung von Risiken von zentraler Bedeutung für das Ausmaß der Krise. Bei den genannten Beispielen handelt es sich um unterschiedliche Risikoarten, angefangen von den Risiken, die im normalen operativen Geschäft eingegangen wurden, über Risiken, die sich durch die Konzentration auf einen Partner ergeben haben, bis hin zu Systemrisiken, wie sie sich in der Asienkrise offenbart haben.

Während sich Unternehmen des Finanzsektors schon frühzeitig mit den unterschiedlichen Risikoformen auseinandersetzen, da es sich bei der Risikobewertung um einen Kernbereich ihrer unternehmerischen Tätigkeit handelt, sind seit einigen Jahren auch Kapitalgesellschaften außerhalb dieses Sektors aufgefordert, sich mit dieser Problematik zu beschäftigen. Das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (*KonTraG*) war Anlaß für Änderungen in HGB und AktG, wodurch die Risikoanalyse zu einer zentralen Aufgabe auch für Industrie- und Handelsunternehmen wurde. Die Risiken für Unternehmen dieser Sektoren entstehen nicht nur im Bereich der Finanzen, sondern ergeben sich auch als Teil des operativen Geschäfts. Lediglich strategisches Risikomanagement kann helfen, die Gefahr von Schief lagen wie in den eingangs erwähnten Unternehmen schon frühzeitig zu erkennen und somit zu reduzieren. Obwohl die Analyse der Risiken als Teil der strategischen Planung eindeutig im Interesse des Unternehmens liegt, war doch erst die gesetzliche Regelung für zahlreiche Unternehmen der Anlaß, sich mit Fragen des Risikomanagements auseinanderzusetzen und ein entsprechendes System der Risikokontrolle einzurichten.

Mit der anspruchsvollen Frage nach der Gestaltung eines erfolgreichen finanzwirtschaftlichen Risikomanagements für Wirtschaftsunternehmen beschäftigen sich Andreas Oehler und Matthias Unser. Schwerpunkt ihres in vier Teile untergliederten Buches ist die Messung, Bewertung und Steuerung von Markt- und Kreditrisiken. Teil I führt anhand der Darstellung begrifflicher Grundlagen in das finanzwirtschaftliche Risikomanagement ein. Neben der Beschreibung von Entscheidungssituationen unter Risiko und Ungewißheit werden auch grundlegende Finanzkontrakte wie Derivate dargestellt. Der Frage nach der Rolle eines finanzwirtschaftlichen Risikomanagements innerhalb eines Unternehmens wird ebenfalls in diesem Teil des Buches nachgegangen.

Teil II behandelt mit dem Marktrisikomanagement einen der beiden Schwerpunkte des vorliegenden Buches. Als Marktrisiken werden wesentliche Risikoarten

wie Zinsänderungsrisiko, Währungsrisiko, Aktienkursrisiko und Risiken aus Güterpreisänderungen behandelt. Um in das Thema einzuführen, wurde diesem Kapitel ein einführender Abschnitt vorangestellt. Hier werden Preisbildungsmodelle für Finanztitel vorgestellt, die in der weiteren Analyse der Risikoarten von Bedeutung sind, wie beispielsweise Preisbildungsmodelle bei Derivaten. Die Betrachtung der Marktrisiken bezieht sich auch auf Unternehmen, die nicht dem Finanzsektor angehören, und stellt somit eine Erweiterung der Sichtweise dar, die die Risikodiskussion lange Zeit beherrschte. Die Beantwortung der Fragen, wie die genannten Risikoarten bewertet und gesteuert werden können, welche Risikopolitik und welche Risikomodelle verwendet werden können, bildet den Abschluß von Teil II. Insbesondere Value-at-Risk-Modelle, die mittlerweile nicht mehr nur bei Banken Verwendung finden, stehen im Mittelpunkt der Betrachtung.

Der zweite Schwerpunkt des Buches liegt auf der Analyse des Kreditrisikomanagements, der in Teil III dargestellt wird. Teil III.1 führt nicht nur in die Fragen des Kreditrisikomanagements ein, sondern grenzt diesen Risikobereich auch vom Marktrisikomanagement ab. Veränderungen in den Tätigkeitsbereichen sowie eine gestiegene Anzahl an Insolvenzen in Deutschland lassen die Analyse des Kreditrisikos zu einem der bedeutendsten Arbeitsgebiete von Finanzintermediären werden, aber auch Wirtschaftsunternehmen aus anderen Sektoren setzen die Kreditrisikoanalyse bereits erfolgreich ein. Kapitel 2 (III.2) widmet sich dementsprechend zunächst den unterschiedlichen Aspekten der Analyse des Kreditrisikos. Diese Betrachtung schließt die ausführliche Definition des Kreditrisikos aus einzelwirtschaftlicher Sicht im Sinne der Neuen Institutionenökonomik ein. Des Weiteren bietet dieser Abschnitt eine Übersicht aus traditionellen und neueren Methoden und Verfahren zur Messung des Kreditrisikos. Die Auswahl und Darstellung der Methoden gibt hierbei einen praxisorientierten Überblick über die wichtigsten Instrumente der Risikoanalyse. Unter anderem werden mit der uni- und multivariaten Diskriminanzanalyse sowie der künstlichen neuronalen Netze Verfahren vorgestellt, die sowohl in der Theorie als auch in der praktischen Umsetzung Bedeutung erlangt haben. Dieser überblicksartigen Darstellung schließt sich eine ausführliche Diskussion der zuvor beschriebenen Verfahren an, wobei der Schwerpunkt auf den unternehmenswertbasierten und den intensitätsbasierten Methoden und ihrer praktischen Anwendbarkeit liegt.

Auf dieser umfassenden Analyse des Kreditrisikos baut die Betrachtung von Kreditrisikopolitik auf, die in Kapitel III.3 vorgestellt wird. Hier stehen sowohl die Bewertung als auch die Steuerung von Kreditrisiken im Mittelpunkt der Betrachtung. Die Bewertung von Kreditrisiken hat ihren Ursprung in der Kostenrechnung und dient der Quantifizierung der Verlustwahrscheinlichkeit von Risikopositionen. Diese Bewertungsfragen werden anhand der Bewertung und Preisgestaltung sowohl einzelner Verträge als auch von Kreditportfolios dargestellt. Die Steuerung von Kreditrisiken findet in den folgenden Abschnitten zu risikoadjustierter Performancemessung und zu den Instrumenten der Steuerung Berücksichtigung. Die Kreditrisikokontrolle (Monitoring und Work Out), die in einem abschließenden Abschnitt beschrieben wird, bildet die Schnittstelle zwischen Kreditrisikoanalyse und -politik.

Einige Aspekte zur gemeinsamen Betrachtung von Markt- und Kreditrisiken in Teil IV ergänzen die jeweiligen vorangegangenen Ausführungen. Verändern sich beispielsweise die Marktzinsen (Marktrisiko), hat dies auch Auswirkungen auf die

Finanzierungskosten von Unternehmen und damit auf deren Ertragslage (Kreditrisiko). Die Komplexität dieser Fragestellungen führt jedoch in der Literatur zu einer weitgehend unabhängigen Betrachtung der beiden Risikoarten. Aus diesem Grund befindet sich die Forschung, aber auch die praktische Anwendung in diesem Bereich noch in den Anfängen. Den ersten Ansätzen der kombinierten Betrachtung wird durch Darstellungen aus den Bereichen Cross Risk, organisatorischen/institutionalen Aspekten des Risikomanagements sowie durch die Darstellungen einiger empirischer Erfahrungen Rechnung getragen.

Die Autoren setzen sich mit ihrem Buch zum finanzwirtschaftlichen Risikomanagement das ehrgeizige Ziel, die Lücke zwischen universitärer Lehre und betrieblicher Praxis zu schließen. Dieser Brückenschlag ist mit dem vorliegenden Lehrbuch in bemerkenswerter Weise gelungen. Das Buch ist klar strukturiert, ausführliche Einleitungen und einführende Abschnitte sowie Kontrollfragen am Ende jeden Kapitels erleichtern die Lektüre erheblich. Während „Finanzwirtschaftliches Risikomanagement“ für die universitäre Zielgruppe den fundierten Einstieg in die Thematik bedeuten kann, dürften Praktiker auch und in besonderem Maße von der klar strukturierten Übersicht über die wichtigsten Methoden und Verfahren in diesem Bereich im Sinne eines Nachschlagewerkes profitieren.

Christian Pohnke, München

*Mathias Binswanger: Stock Markets, Speculative Bubbles and Economic Growth. New Dimensions in the Co-evolution of Real and Financial Markets, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham 1999, 368 S.*

Es ist keine zehn Jahre her, da war die Finanzwelt für Finanzexperten noch in Ordnung und erklärbar. Das von Sharpe, Lintner und Black entwickelte Asset-Pricing-Modell (SLB-Modell) schien zuverlässig unterschiedliche Ertragsraten verschiedener Vermögenstitel oder Anlagestrategien zu beschreiben. Gewiß gab es Ausnahmen von dieser Regel – unerklärbare Abweichungen über die Wochenenden, um Monatswenden oder zu starke Gewichtung von Risiken, zeitweilige Anomalien eben. Das aber konnte das Vertrauen der Zunft der professionellen Finanzanalysten und der meisten Finanzexperten aus dem akademischen Bereich in die Gültigkeit des Modells nicht zerstören. Bis 1992. Damals erschien ein Beitrag von Fama und French, der das Asset-Pricing-Modell einer sorgfältigen empirischen Überprüfung unterzieht. Der Beitrag schließt mit dem Satz: „We are forced to conclude that the SLM model does not describe the last 50 years of average stock returns“ (Fama, E. F., French, K. R., The Cross-Section of Expected Stock Returns, in: The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 2, June 1991, S. 464). Welch ein Urteil, und das ausgerechnet von Fama, der rund zwanzig Jahre zuvor mit einem profunden Überblicksartikel die Sichtweise einer ganzen Generation über informationseffiziente Märkte geprägt hatte. Damit brach ein Weltbild zusammen. Es war Abschied zu nehmen von der Vorstellung informationseffizienter spekulativer Auktionsmärkte, nicht allein der Aktienmärkte. Frühere Anomalien werden nun als Normalzustand erachtet. Das gilt mittlerweile als gesicherte Erkenntnis. Verfechter der Konzeption effizienter Märkte sind hinter der Deckung verschwunden. Nicht länger wird über das „Ob“ diskutiert, wenn es um die Frage effizienter Finanzmärkte geht, vielmehr darum, an welchem Markt Ineffizienzen besonders aus-

Kredit und Kapital 1/2002

geprägt sind, mit welchen Verfahren sie aufgedeckt und für profitable Arbitrage-transaktionen genutzt werden können, welche Konsequenzen sich für die Stabilität von Finanzsystemen, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und für die Wirtschaftspolitik ergeben.

Deshalb könnte sich die Frage stellen, ob der vorliegende Band zum Thema nicht zu spät kommt, einem von Forschungsergebnissen in den USA eingeleiteten Trend nachläuft, um dem „Mainstream“ zu gefallen. Eine derartige Voreinschätzung ist jedoch gänzlich deplaziert. Der vorliegende Band ist keine minderwertige Ergänzung zum Thema, vielmehr die vielleicht umfassendste und sicherlich empirisch gehaltvollste Monographie zu Entwicklungen an Finanzmärkten in den USA der letzten Jahre. Dabei orientiert sich der Verfasser stets an neuesten Entwicklungen der Wirtschaftstheorie, er nutzt für die empirische Arbeit alle einschlägigen Verfahren der Zeitreihenanalyse, stellt kurz und präzise dar, bewertet ohne zu indoktrinieren, der Text ist in einer vorzüglichen Diktion verfaßt. Das ist eine erstklassige wissenschaftliche Arbeit, die einem breiten Leserkreis an Universitäten, der Wirtschaft und aus der Politik zu empfehlen ist.

Das Buch ist gut strukturiert. Der Zusammenfassung, versehen mit vielen Schlußfolgerungen, gehen drei Kapitel mit jeweils drei Unterabschnitten voraus. Das erste Kapitel befaßt sich mit der Darstellung und Interpretation konzeptioneller Vorstellungen zur Rolle von Geld und des finanziellen Sektors in modernen Volkswirtschaften, wobei neoklassisch inspirierte wie keynesianische Ansätze in ihren verschiedenen Facetten angesprochen werden. Das ist ein Kompendium zur Entwicklung der monetären Theorie, das seinesgleichen sucht. Hier wird klar berichtet und bewertet, es wird abgewogen, ohne den Leser für die eine oder andere Position einnehmen zu wollen. Zudem wird die zentrale These des Verfassers vorgestellt, daß sich Mitte der achtziger Jahre in den USA spekulative Blasen am Aktienmarkt herausgebildet haben, zurückzuführen auf institutionelle Änderungen, die Globalisierung von Finanzsystemen, das Fehlen profitabler Investitionen in Realkapital als Folge einer nachfrageseitigen Beschränkung und von Überschußkapazitäten, finanziert durch einen massiven Anstieg der Verschuldung von Unternehmen an den Kreditmärkten, das unterstützt von der Geldpolitik. Viele mögen das so sehen, wie der Verfasser des vorliegenden Bandes. Was die Arbeit von Binswanger aber heraushebt, ist die abwägende Diskussion von Vorteilen und Nachteilen spekulativer Blasen. Er bezeichnet die hohe Kreditmarktverschuldung von Unternehmen in den USA „finanzielles Horten“ als Folge eines Abbaus von Finanzierungsbeschränkungen. Diese Mittel flossen seit Mitte der achtziger Jahre zunehmend in Finanzmärkte und trugen dort zu spekulativen Blasen bei. Fortlaufend steigende Aktienkurse wurden zu einer Gewinnquelle, die zunehmend Ertragsmöglichkeiten aus der Investition in Realkapital übertrafen. Dieser positive Aspekt spekulativer Blasen als Ergebnis finanziellen Hortens setzt voraus, daß spekulative Blasen dauerhaft sind, wenn also das Vertrauen hinsichtlich der Funktionsfähigkeit des finanziellen Sektors nicht gestört wird und das Lösen der Bewertung von Aktien von zuvor genutzten Fundamentalfaktoren von Marktteilnehmern akzeptiert wird. Diese These zieht sich wie ein roter Faden durch die Argumentation.

Im zweiten Kapitel wird der theoretische Hintergrund erläutert, unter welchen Bedingungen sich am Aktienmarkt dauerhafte spekulative Blasen entwickeln

können und welche Folgerungen sich daraus für die Effizienz eines Wirtschaftssystems ergeben. Zentral für das Herausbilden spekulativer Blasen ist für den Verfasser, daß die bestens informierten Akteure an den Finanzmärkten immer stärker eine Minderheit gegenüber jenen Akteuren bilden, die auf der Grundlage von Gefühl und Einstellung handeln (noise trader) mit der Folge des Aufbaus rationaler spekulativer Blasen durch die Majorität.

Im dritten Kapitel werden viele Hypothesen im Umfeld des Zusammenhangs zwischen monetären Größen, der Kursentwicklung am Aktienmarkt, der allgemeinen Preisentwicklung, der Investitionstätigkeit und des realen Wirtschaftswachstums eingehenden empirischen Tests unterzogen. Dabei wird die Breite der Klaviatur neuerer Methoden der Zeitreihenanalyse souverän genutzt. Die empirischen Untersuchungen konzentrieren sich auf die USA, ergänzt um einige Anmerkungen zu Japan und Südostasien, mithin Länder, die noch heute darunter leiden, daß spekulative Blasen geplatzt waren. Der Verfasser belegt mit seinen empirischen Untersuchungen, daß Zusammenhänge zwischen dem finanziellen Sektor und der güterwirtschaftlichen Aktivität in den USA seit Mitte der achtziger Jahre gründlich verschoben wurden. Bestanden bis dahin klare gegenseitige Beziehungen zwischen realer Investitionstätigkeit, Unternehmensgewinnen und Aktienkursen, so sind seitdem diese Zusammenhänge deutlich lockerer geworden oder gar gänzlich verschwunden. Die These des Verfassers über die Lösung der Finanzmärkte vom güterwirtschaftlichen Bereich wird auch von seinem Ergebnis unterstützt, daß Aktienkurse seit etwa Mitte der achtziger Jahre nicht länger Erwartungen künftiger Gewinne ausdrücken. Zudem besteht, anders als zuvor, für den Zeitraum 1984 bis 1995 keine kausale Beziehung mehr zwischen Aktienrenditen und dem realen Wirtschaftswachstum. All das weist hin auf eine lang andauernde spekulative Blase an den Aktienmärkten, in der Interpretation des Verfassers maßgeblich zurückzuführen auf institutionelle Veränderungen, zunehmende Vernachlässigung von Risiken bei der Anlage finanzieller Mittel in Aktien, die Dominanz institutioneller Anleger als Investoren, finanzielles Horten als Folge eines weitgehenden Wegfalls von Kreditbeschränkungen, das Vordringen des Vermögensmotivs bei der Kassenhaltung mit der Folge, daß seit Mitte der achtziger Jahre die Geldmengenentwicklung in den USA keinen Zusammenhang mehr mit der Inflationsentwicklung aufweist. All das belegt die Lösung des finanziellen Bereichs von der Güterwirtschaft, so auch der Anstieg der Aktienmarktkapitalisierung bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt von etwas mehr als 0,4 im Jahr 1980 auf rd. 1,2 1995.

Binswanger sieht hierin keine Modeerscheinung, sondern Anzeichen einer permanenten Blase am Aktienmarkt der USA seit 1984. Seitdem ist der Aktienmarkt zum Einwerben neuen Eigenkapitals nahezu bedeutungslos und durch Finanzierung in Form der Verschuldung verdrängt worden.

Entgegen manchen keynesianischen Autoren, die in spekulativen Blasen stets Verbote eines künftigen wirtschaftlichen Absturzes eines Landes sehen, urteilt Binswanger gelassener. In seiner Sicht sind spekulative Blasen, solange sie als permanent eingeschätzt werden, in mehrerer Hinsicht vorteilhaft. Zunächst senkt finanzielles Horten, das die Kreditmarktverschuldung erhöht, den Inflationsdruck, weil bei fortlaufend steigenden Aktienkursen die monetären Transaktionen entsprechend zunehmen, so daß auch bei steigenden Wachstumsraten der Geldmenge eine expansive Geldpolitik und niedrige Zinssätze möglich sind, ohne Inflation zu riskieren. Zudem werden bei steigenden Aktienkursen Umschichtungen von

Aktienbeständen von privaten Haushalten zu institutionellen Anlegern zu einem Treibsatz für den privaten Verbrauch, schließlich auch für steigende Investitionen in Realkapital.

Folgt der jahrzehntelangen Fiktion informationseffizienter Finanzmärkte nun, da festzustehen scheint, daß sich über viele Jahre hinweg spekulative Blasen an Finanzmärkten aufbauen können, das goldene Zeitalter, in dem unentwegt auf weiter steigende Vermögenspreise, dadurch generierte Gewinne und Einkommen gesetzt werden kann? Es wäre falsch, den Verfasser als Propagandisten einer derartigen Vision darzustellen. In Exkursen über Japan und die Finanzkrisen in südostasiatischen Ländern verweist er auf die Gefahren, die sich aus spekulativen Blasen ergeben können. Die Kursentwicklung am Neuen Markt ist hierfür ein weiteres Beispiel. Aber der Verfasser verweist zu Recht darauf, daß die Geldpolitik gut beraten ist, verstärkt die Preisentwicklung an Vermögensmärkten zu beachten und die Zinspolitik auch hieran zu orientieren. Keine Zentralbank in Industrieländern folgt noch einem Geldmengenziel. Binswanger zeigt, warum monetäre Aggregate an Informationskraft für die künftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung und für die Inflationsrate verloren haben. Verstärkt sind Zinssätze, Renditen und Preise an Vermögensmärkten ins Visier zu nehmen. Voraussetzung einer Zinspolitik, die auch daran orientiert sein sollte, das Platzen einer persistenten Blase an Finanzmärkten zu verhüten, ist Preisniveaustabilität. Ist das nicht gewährleistet, so müssen Zentralbanken als Hüterin der Preisstabilität die Zinssätze abrupt anheben. Das geschah 1990 in Japan. Preisblasen an Märkten für Immobilien und Aktien zerbarsten, Japan sank in eine Rezession, von der es sich bislang nicht erholen konnte. Nichts schließt aus, daß sich die japanische Malaise wiederholt, nicht allein in Krisenländern Südostasiens, vielleicht auch in Europa oder in den USA. Aber wer weiß schon, ob bei weiteren Fortschritten in der Gentechnologie nicht doch eines Tages die Bäume in den Himmel wachsen können. Und vielleicht ist auch nicht auszuschließen, daß bei dauerhafter Preisstabilität die wirtschaftlichen Vorteile eines Abhebens des finanziellen Bereichs vom güterwirtschaftlichen Unterbau überwiegen können. Der vorliegende Band stellt eine vorzügliche wissenschaftliche Leistung dar. Die vorgestellten Ergebnisse werden klar hergeleitet, klug und abgewogen kommentiert. Sie werden die Diskussion zum Thema sicherlich beleben.

Wolfgang Filc, Trier