

## Buchbesprechungen

*Martin Leschke: Geldmengenpolitik in Deutschland und Europa. Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden, 1999, XXIV, 276 Seiten.*

Die Deutsche Bundesbank hatte nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems eine geldmengenorientierte Politik verfolgt, wobei sie einen Zielkorridor für die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge und später des Geldmengenaggregats M3 ankündigte und auch mehr oder weniger erreichte. Die Politik der Deutschen Bundesbank wurde weithin als sehr erfolgreich in stabilitätspolitischer Hinsicht angesehen. Am 01.01.1999 ging mit Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion die geldpolitische Verantwortung für die an der gemeinsamen Währung teilnehmenden Staaten auf das Europäische System der Zentralbanken über. Damit stellt sich die Frage, welcher geldpolitischen Konzeption die Europäische Zentralbank (EZB) folgen wird bzw. folgen sollte. Sind die Bedingungen in den Ländern, die an der gemeinsamen Währung teilnehmen, vergleichbar mit denen in der Bundesrepublik Deutschland, so daß es der EZB möglich sein wird, mit einer Geldmengensteuerung ähnlich erfolgreich zu sein, wie es die Deutsche Bundesbank war? Oder sollte die EZB versuchen, direkt das Preisniveau oder die Inflationsrate zu steuern? Eine Antwort auf diese und ähnliche Fragen erhofft man sich von dem Buch „Geldmengenpolitik in Deutschland und Europa“ von *Martin Leschke*.

Nach einer Einleitung diskutiert *Leschke* im ersten Kapitel das gesellschaftliche Ziel der Preisniveaustabilität und die Wirkungen der Inflation. Das zweite Kapitel stellt die monetaristische und die kredittheoretische Sicht des Transmissionsmechanismus dar, das dritte Kapitel behandelt die potentialorientierte Geldpolitik und das Konzept der Preislücke. Im vierten Kapitel wird die Nachfragestabilität und der inflationäre Einfluß verschiedener monetärer Aggregate für Deutschland empirisch überprüft, während im fünften Kapitel ähnliche Untersuchungen für die einzelnen Länder der Wirtschafts- und Währungsunion sowie den gesamten gemeinsamen Währungsraum durchgeführt werden. Der Hauptteil schließt mit einer Zusammenfassung, worauf noch einige Anhänge über die Datenquellen und die statistischen und ökonometrischen Verfahren folgen.

Im ersten Kapitel werden zunächst die keynesianische, die monetaristische, die neuklassische und die neuekeynesianische Erklärung der Phillips-Kurve gegenübergestellt. Dabei schleichen sich einige Ungenauigkeiten ein, z.B. wenn *Leschke* auf S. 8 „unterstellt, daß die Arbeitsnachfrage  $N^d$  vom Reallohn  $W/\pi$  und damit von der tatsächlichen Inflationsrate abhängt“. (Hier bezeichnet  $W$  den Nominallohn und  $\pi$  die Inflationsrate.) Weiterhin wird in der Tabelle 1.1 der Leser vor ein Rätsel gestellt, wenn in den einzelnen Theorierichtungen die „Wirkung der Inflation auf den realen Sektor und das Preisniveau“ (kursiv nicht im Original) verglichen werden. Anschließend an die Darstellung der Phillips-Kurve, die mit einer Verringerung der Arbeitslosigkeit einen zumindest kurzfristigen positiven realen

Effekt einer Überraschungsinflation impliziert, werden die Kosten der erwarteten und unerwarteten Inflation diskutiert. Während es theoretische Argumente für und gegen Inflation gibt, gelangt *Leschke* im Rahmen empirischer Untersuchungen zu dem Schluß, daß insgesamt gesehen Inflation negativ zu beurteilen ist, indem er für verschiedene europäische Länder die Wachstumsrate des Sozialprodukts und der Investitionen sowie die Arbeitslosenrate auf die Inflationsrate regressiert. An diesen Regressionsanalysen (und entsprechenden VAR-Modellen) ist jedoch zu kritisieren, daß man aus der graphischen Darstellung der Regressionsen eine sehr starke positive Autokorrelation der Residuen ablesen kann und somit die statistische Signifikanz der geschätzten Koeffizienten zweifelhaft ist. An dieser Stelle sei noch am Rande angemerkt, daß der interessierte Leser nicht immer sein Wissen ohne weiteres mit den im Text genannten Literaturstellen erweitern kann. Beispielsweise fehlen auf S. 21 mit *Kormendi* und *Mequire* (1985), *De Gregorio* (1993) und *Barro* und *Sala-i-Martin* (1995) gleich drei Quellen im Literaturverzeichnis.

Im zweiten Kapitel der Arbeit wird nach der Diskussion einiger monetaristischer Basishypothesen im Rahmen eines Kreditmarktmodells nach *Brunner* und *Meltzer* der Transmissionsmechanismus nach monetaristischer Vorstellung dargestellt. Dabei wird besonderes Gewicht auf unterschiedliche Mindestreservesätze für die verschiedenen Einlagearten gelegt, wobei *Leschke* argumentiert: „Auch für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wird die Einführung einer Mindestreservetrepp (mit nach Liquidität gestaffelten Sätzen) diskutiert“ (S. 70, Fn. 12). In einem nachfolgenden Kapitel (S. 134, Fn. 14) sagt er jedoch, daß die EZB einen einheitlichen Mindestreservesatz von 2% erhebt. Somit ließe sich das Modell erheblich vereinfachen, ohne an Realitätsnähe zu verlieren. Nach der Vorstellung des Kreditmarktmodells diskutiert *Leschke* verschiedene Störungen, die zur Instabilität der Geldnachfrage führen können. Anschließend wendet er sich der Kreditnachfrage und dem kredittheoretischen Transmissionsmechanismus im Rahmen des Modells von *Bernanke* und *Blinder* zu.

Während der Inhalt der ersten beiden Kapitel erstens in Standardlehrbüchern zur Geldtheorie und -politik behandelt wird und zweitens in einem recht losen Zusammenhang zum Titel der Arbeit steht (Der Autor stellt selbst fest, daß sowohl das Modell von *Brunner* und *Meltzer* als auch das von *Bernanke* und *Blinder* nicht einfach von US-amerikanischen auf europäische Verhältnisse übertragbar ist.), wendet sich *Leschke* im dritten Kapitel den Konzepten der potentialorientierten Geldpolitik und der Preislücke zu. Er schätzt verschiedene Versionen des Preislückenmodells, die auch in der Literatur in empirischen Untersuchungen für Deutschland verwendet worden sind. Er stellt dabei aber weder seine Ergebnisse den Resultaten der anderen entsprechenden Untersuchungen gegenüber noch vergleicht er die verschiedenen Varianten untereinander. Ein Schwachpunkt seiner Vorgehensweise ist, daß er die Jahreswerte, die der Sachverständigenrat für das Produktionspotential schätzt, einfach linear interpoliert, um Quartalsdaten zu erhalten.

Im vierten Kapitel testet *Leschke* für Deutschland die Stabilität verschiedener Geld- und Kreditaggregate sowie ihren jeweiligen Einfluß auf das Preisniveau. Es ist unbestritten, daß eine hohe Nachfragestabilität eine entscheidende Voraussetzung für eine erfolgreiche geldmengenorientierte Politik ist. *Leschke* kommt zum Schluß, daß die Geldmengenaggregate, insbesondere M3 und das Geldvermögen,

im Gegensatz zu den Bankkrediten an die Nichtbanken eine relativ hohe Nachfragestabilität aufweisen und gleichzeitig einen starken Einfluß auf das Preisniveau ausüben. Hier ist erstens anzumerken, daß *Leschke* unter Nachfragestabilität hauptsächlich versteht, daß das jeweilig betrachtete Aggregat, das Sozialprodukt und die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere kointegriert sind und damit der Fehlerterm in einer entsprechenden Regression stationär ist. Wenn auch nebenbei Koeffizientenpfade geplottet werden, wobei übrigens aus der Arbeit nicht hervorgeht, wie diese variablen Koeffizienten geschätzt werden, so fehlt dennoch eine umfassende Darstellung der verschiedenen in der Literatur verwendeten Konzepte der Geldnachfragestabilität. Zweitens fehlt ein expliziter Vergleich mit anderen Untersuchungen, die ebenfalls die Nachfragestabilität testen. Ein Hinweis auf andere Untersuchungen in einer Fußnote (S. 142, Fn. 3) ist im Rahmen dieser Arbeit nicht ausreichend. Insbesondere wenn andere Autoren zu gegensätzlichen Ergebnissen hinsichtlich der Stabilität gelangen, ist nach den Gründen für die Differenzen zu fragen. Da ökonomische Theorien in den seltensten Fällen die genaue Form der funktionalen Zusammenhänge liefern, wäre drittens zu überprüfen, ob unterschiedliche Spezifikationen der Geldnachfragefunktion einen Einfluß auf das Ergebnis haben. Beispielsweise geht *Leschke* von einer Geldnachfragefunktion mit der nominellen Geldmenge als abhängige Variable und dem nominalen Einkommen als unabhängige Variable aus, während andere Autoren eine reale Geldnachfragefunktion mit realer Geldmenge und realem Sozialprodukt schätzen. Wenn die nominelle Geldnachfragefunktion auch nicht gänzlich unplausibel ist, so ist trotzdem der zweite Fall die übliche Betrachtungsweise. Ebenso könnte man verschiedene Zinssätze und nicht nur die langfristige Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere als Alternativkosten der Geldhaltung überprüfen. Ein anderer Punkt in diesem Zusammenhang betrifft die Behandlung der Saisonalität. Während *Leschke* Saisonummies in seinen Regressionsansatz einbaut, verwenden die meisten anderen Untersuchungen saisonbereinigte Daten. Eine andere Möglichkeit bestünde darin, die unbereinigten Zeitreihen auf eine saisonale Kointegrationsbeziehung zu testen. Daß solche alternativen Berücksichtigungen saisonaler Schwankungen zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich der Kointegrationsbeziehung der Variablen führen können, zeigen neuere Analysen. Ein Vergleich alternativer Geldnachfragefunktionen, alternativer Einflußgrößen und alternativer Verfahren zur Behandlung der Saisonalität könnte möglicherweise auch unterschiedliche Ergebnisse in der Literatur erklären.

Im fünften Kapitel der Arbeit führt *Leschke* analoge Untersuchungen für die einzelnen Länder der Wirtschafts- und Währungsunion sowie nach einer Aggregation für die damalige Euro-Zone durch. Während schon im vorhergehenden Kapitel bei einer Untersuchungsperiode vom vierten Quartal 1972 bis zum vierten Quartal 1995 die Anzahl der Beobachtungen für eine zeitreihenanalytische Untersuchung mit Stationaritätstests, Kointegrations- und Fehlerkorrekturmodellen äußerst knapp war, so sind die Ergebnisse in diesem Kapitel bei Verwendung von Jahresdaten von 1972 bis 1995 (24 Beobachtungen) sehr unsicher und sollten nur mit größter Vorsicht interpretiert werden. *Leschke* erhält ähnlich wie für Deutschland im vierten Kapitel auch hier das Ergebnis, daß für die weiten Geldmengenaggregate M3 und das Geldvermögen die Nachfrage am stabilsten und die Beziehung zum Preisniveau am stärksten ist. Allerdings sind die Ergebnisse nicht nur unsicher, sondern auch teilweise unplausibel. Erstens ergibt sich für verschiedene



Länder und unterschiedliche finanzielle Aggregate eine positive Zinselastizität. Dies widerspricht direkt der „überwältigenden Evidenz“ (*David Laidler*, *The Demand for Money*, 4. Auflage, 1993, S. 159), daß unabhängig von ökonometrischen Verfahren und der genauen Spezifikation der Variablen die Nachfrage nach Geld in einer stabilen und negativen Beziehung zu den Opportunitätskosten der Geldhaltung steht. Zweitens schließt *Leschke* für Deutschland auf eine instabile Nachfrage nach M1, während nach den Ergebnissen im vierten Kapitel die Nachfrage nach M1 stabil ist. Auch hier wird nicht versucht, den Grund für die widersprüchlichen Resultate aufzudecken.

Nach den empirischen Untersuchungen führt *Leschke* Argumente an, daß sich die Stabilität der europäischen Geldnachfrage zukünftig verändern wird. (Folgt man dieser Argumentation, so stellt sich natürlich direkt die Frage nach dem Sinn und Zweck der vorangehenden empirischen Analysen.) Wegen dieser Instabilitäten schlägt *Leschke* eine Art Kompromiß zwischen der direkten Preisniveaustabilisierung und der Geldmengenpolitik vor: Die EZB sollte eine Politik des inflation targeting mit einem breiten Geldmengenaggregat als Orientierungsgröße verfolgen. Dies habe zudem den Vorteil, daß gleichzeitig an die erfolgreiche Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank sowie an die Politik der Preisniveaustabilisierung der Zentralbanken einiger anderer europäischer Länder angeknüpft werde, was die Akzeptanz der geldpolitischen Strategie erhöhen werde. Somit wird die eingangs gestellte Frage, Geldmengenpolitik oder direkte Preisniveaustabilisierung, vor dem Hintergrund der empirischen Ergebnisse, die zum größten Teil für eine stabile Geldnachfrage sprechen, doch etwas überraschend beantwortet.

Jürgen Ehlgen, Siegen

*Christoph Geiseler*: Das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden 1999, 424 S.

Christoph Geiseler untersucht in seinem Buch, einer an der Universität Bayreuth vorgelegten Dissertation, das beobachtbare Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen. Als klein und mittel werden dabei Unternehmen mit weniger als 500 Beschäftigten angesehen. Der Verfasser entwickelt zunächst ein Entscheidungsmodell für das Finanzierungsverhalten, welches im wesentlichen auf der Theorie des Entscheidungs- und des Kaufverhaltens beruht, und testet anschließend seine modellbedingten Hypothesen auf einer breiten empirischen Grundlage.

Die Arbeit ist als sogenannte Replikationsstudie aufgemacht. Sie knüpft an die empirische Untersuchung von Oelschläger („Das Finanzierungsverhalten in der Klein- und Mittelindustrie – eine empirische Analyse“) aus dem Jahre 1971 an. Sie geht aber in wichtigen Punkten, nämlich dem Umfang der getesteten Hypothesen und in der (statistischen) Methodik deutlich über die Arbeit von Oelschläger hinaus.

Geiseler kommt in seiner Untersuchung zu dem Ergebnis, daß das Finanzierungsverhalten der Unternehmen gegenüber der Studie aus 1971 unverändert vor allem durch die Einstellung der Entscheidungsträger zu den verschiedenen Finanzierungsalternativen bestimmt wird. Risikoscheue und die Kreditfinanzierung

Kredit und Kapital 1/2001

ablehnende Unternehmen zeichneten sich durch ein insgesamt konservatives, wenig diversifiziertes Finanzierungsverhalten mit Bevorzugung der Innenfinanzierung, Ablehnung der Außenfinanzierung/Kreditfinanzierung und des Einsatzes von Finanzinnovationen aus. Die finanzkonservative Einstellung gehe einher mit relativ geringer Qualifikation, höherem Alter und niedrigem Informationsstand der Entscheider und einem niedrigem Spezialisierungsgrad der Finanzorganisation. Allerdings habe sich die Gruppe der Entscheidungsträger mit konservativem Finanzierungsverhalten deutlich verkleinert. Die Bedeutung des Autonomiestrebens sei im Gegensatz zu der Untersuchung aus 1971 stark rückläufig. Insbesondere habe sich die negative Einstellung zur Beteiligungsfinanzierung vor allem bei Unternehmen mit geringer Betriebsgröße vermindert.

Geiseler weist nach, daß die Betriebsgröße und andere Merkmale der Unternehmensstruktur, wie z.B. Branche, Rechtsform oder Eigentümerstruktur, im Vergleich mit den subjektiven Faktoren keine wesentlichen Bestimmungsfaktoren des Finanzierungsverhaltens sind. Lediglich isoliert und bezogen auf spezielle Instrumente der Außenfinanzierung lasse sich die Bedeutung solcher Faktoren etwa in Gestalt von Zugangsbeschränkungen für bestimmte Finanzierungsinstrumente nachweisen. Bemerkenswert ist die Feststellung eines schwachen u-förmigen Verlaufs der Eigenkapitalausstattung mit steigender Betriebsgröße und einer gleichzeitig abnehmenden Streuung der Eigenkapitalquote. Gegenüber der Studie aus 1971 hat nach Geiseler die Bedeutung einzelner Finanzierungsinstrumente wie z.B. des Leasing zugenommen.

Die Arbeit von Geiseler stützt sich auf eine telefonische voll standardisierte Befragung von mehr als 1.500 Unternehmen verschiedener Betriebsgrößeklassen in mehreren Bundesländern. Die zu befragenden Unternehmen wurden durch eine nach Standort, Betriebsgröße und Wirtschaftszweig geschichtete Zufallsauswahl ermittelt. Basis der Auswahl war die Hoppenstedt-Datenbank. Die Stichprobengewichtung erfolgte anhand der Arbeitsstättenzählung von 1987. Die Interviews wurden 1995 durchgeführt. Der Befragung lag ein elfseitiger, gut strukturierter Fragebogen mit insgesamt 48 Fragen zugrunde. Die Inhalte waren weitgehend durch die Anlehnung an die Studie von Oelschläger vorgegeben, gehen jedoch im Umfang über diese hinaus. Die Auswertungsmethodik wurde durch Nutzung von univariaten und multivariaten Analyseverfahren und der für das vorliegende Datenniveau höchstmöglichen statistischen Tests gegenüber der Untersuchung von Oelschläger wesentlich verbessert.

Beim theoretischen Ansatz ist anzumerken, daß das gewählte Modell und die Art der Fragen die Bedeutung der unternehmensexternen Faktoren untergewichtet. Nicht unproblematisch ist gerade im Hinblick auf die Vergleichbarkeit mit der Studie aus 1971 die Einbeziehung von Unternehmen aus den neuen Bundesländern. Fast 40% der Stichprobe stammen aus den neuen Bundesländern. Selbst wenn diese nur mit einem entsprechend der Beschäftigtenzahl gewichteten Anteil in die Grundgesamtheit einbezogen sind (was aus dem Text nicht hervorgeht), ist dies problematisch, weil das Finanzierungsverhalten der Unternehmen in den neuen Bundesländern mindestens 1995 noch wesentlich durch wirtschaftliche Anpassungsprozesse an den Standard der alten Bundesländer geprägt war und gerade der Mittelstand in den neuen Bundesländern – sofern überhaupt vorhanden – nicht mit dem Mittelstand in den alten Bundesländern vergleichbar war. Nicht

umsonst ist in den Analysen von Geiseler der Bestimmungsfaktor Standort alte bzw. neue Bundesländer fast stets signifikant. In den alten Bundesländern wurden lediglich Unternehmen aus Norddeutschland und Bayern befragt. Die Außerachtlassung von Unternehmen aus Nordrhein-Westfalen, Hessen und insbesondere aus Baden-Württemberg könnte zu Verzerrungen der Ergebnisse führen, da sich dort die klassischen Industriestandorte des Mittelstands befinden und damit in der Stichprobe eine bestimmte Gruppe von Unternehmern unterrepräsentiert ist.

Die Arbeit von Geiseler enthält eine Fülle von wichtigen Einzelergebnissen zum Finanzierungsverhalten, die es wert sind, gelesen zu werden. Einige Ergebnisse von Geiseler mögen für den Leser nicht überraschend sein, weil sie den Vermutungen entsprechen. Sie sind aber gleichwohl wichtig, weil sie den empirischen Beweis für eben diese Vermutungen erbringen. Insbesondere ist es ein Verdienst Geislers, daß er die Bedeutung der subjektiven Faktoren des Finanzierungsverhaltens herausgearbeitet und empirisch nachgewiesen hat.

Einige Ergebnisse sind überraschend, so die große Bereitschaft kleiner Unternehmen zur Aufnahme von Eigenkapital. Dies sollte potentiellen Anbietern von Eigenkapital Anlaß zum Nachdenken geben. Auch die Aussage, daß die Betriebsgröße nur einen sehr geringen Einfluß auf das Finanzierungsverhalten hat, entspricht nicht den üblichen Erwartungen. Dieses Ergebnis relativiert Geiseler jedoch selbst, indem er aufzeigt, daß kleinere Unternehmen deutlich mehr Finanzierungsprobleme aufweisen, deutlich höhere Fremdkapitalkosten aufbringen müssen und nur über eine begrenzte Zahl von Finanzierungsinstrumenten verfügen.

Einige Ergebnisse sind interpretationsbedürftig, so die Aussage, daß der Diversifikationsgrad und die Kosten der Finanzierung mit zunehmender (relativer) Stärke der Finanzabteilung abnehmen und die Menge der Finanzierungsprobleme steigt. Dazu muß man sehen, daß Geiseler die relative Stärke der Finanzabteilung am Anteil der Beschäftigten der Finanzabteilung an der Gesamtzahl der Beschäftigten mißt. Setzt man aber die Unternehmensgröße bei 500 Mitarbeitern an, dann erhält man auf die Frage nach dem Umfang der Finanzabteilung in der Praxis eine falsche Antwort. Nach den Erfahrungen des Verbands Deutscher Treasurer haben nämlich selbst deutlich größere Unternehmen meist noch keine „richtige“ Finanzabteilung bzw. die Finanzabteilung ist identisch mit der Finanzbuchhaltung. Erst bei Unternehmen in der Größenklasse zwischen 500 und 2.000 Mio. DM Umsatz werden 1 – 3 Finanzspezialisten beschäftigt. Die Größe der Finanzbuchhaltung sagt aber nichts über die Stärke des Finanzbereiches aus. Letztlich bestätigt Geiseler mit seiner Untersuchung dann auch die Aussage, daß mit zunehmender Betriebsgröße mehr Spezialisten beschäftigt werden und diese für eine kostengünstige und diversifizierte Finanzierung und eine Vermeidung von Finanzierungsproblemen sorgen. Seine Schlußfolgerung, über das Outsourcing des Finanzbereiches bei kleinen Unternehmen nachzudenken, ist insofern zutreffend.

Insgesamt ist festzuhalten, daß die Arbeit von Geiseler auch und gerade im Zeitvergleich mit der Studie von Oelschläger eine wesentliche Lücke in der empirischen Forschung des Finanzierungsverhaltens deutscher mittelständischer Unternehmen schließt.

Heinrich Degenhart, Lüneburg

Kredit und Kapital 1/2001