

Buchbesprechungen

Thomas Burkhardt und Karl Lohmann: Banking und Electronic Commerce im Internet, Bd. 16 der Schriftenreihe „Neue Betriebswirtschaftliche Studienbücher“, herausgegeben von Wolfgang Benner und Karl Lohmann, Verlag Arno Spitz, Berlin 1998, 505 S.

Unter der Bezeichnung Electronic Market Place wurden schon vor Jahren elektronische Plattformen entwickelt, die jeweils einer Mehrzahl von Anbietern die Präsentation ihrer Waren und Interessenten den Abschluß von Kaufverträgen ermöglichen. Neben derartigen Plattformen treten aber auch Einzelunternehmen wie z.B. Versandhandelshäuser als Anbieter im Internet auf. Allgemein spricht man von Electronic Commerce, wenn Waren im Internet zum Kauf angeboten werden, und man unterscheidet bei den Geschäftsbeziehungen Business-to-Business-, Business-to-Consumer- und Consumer-to-Consumer-Beziehungen. Wenn die verkauften Güter in digitaler Form vorliegen, z. B. als Software, dann erfolgt auch die Lieferung über das Internet. Andernfalls müssen die Güter physisch vom Lieferanten zum Abnehmer transportiert werden. Die Bezahlung der im Electronic Commerce verkauften Güter mußte zunächst noch konventionell, per Nachnahme, gegen Rechnung oder, rechtlich etwas problematisch, durch eine im Internet erstellte elektronische Lastschrift erfolgen.

Naturgemäß ist es wünschenswert, daß die Käufer ihre Rechnung auch über das Internet bezahlen, möglichst Zug-um-Zug, insbesondere dann, wenn die Lieferanten ihre Käufer nicht kennen. Inzwischen sind daher auch Verfahren für die Zahlung über das Internet entwickelt worden, von denen die ersten nun aus der Erprobungsphase heraustreten und für die breite Anwendung zur Verfügung stehen. Für die Kreditinstitute war es naheliegend, aber nicht zwingend, daß sie sich an der Entwicklung von Verfahren für die sichere Bezahlung im Internet beteiligten. Sie wollten einerseits bei dieser Gelegenheit das technische Wissen gewinnen und vertiefen, das auch für die Abwicklung von Bankgeschäften im Internet erforderlich ist, andererseits wollten sie den im Rahmen des Electronic Commerce anfallenden Zahlungsverkehr nicht an branchenfremde Unternehmen wie z. B. Software-Häuser oder Service Provider abgeben, was unabsehbare Langzeitwirkungen für die Struktur des Finanzdienstleistungsmarktes haben könnte. Diesem Interface zwischen Bankgeschäft und Electronic Commerce ist der vorliegende Sammelband gewidmet. Er beruht auf dem Symposium zum Thema „Bankgeschäfte im Internet“, das am 2./3. Oktober 1997 an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg stattgefunden hat.

Die Autoren der Beiträge zu diesem Sammelband, namhafte Wissenschaftler und erfahrene Praktiker, beleuchten die komplexe Problematik nicht nur aus bankbetrieblicher und marktlicher Perspektive, sondern auch aus der Sicht der Wirtschaftsinformatik und der Rechtswissenschaft, so daß für den Leser ein wohl-

ausgewogenes und abgerundetes Bild der Problematik, der verwendeten Systeme, ihrer Einsatzvoraussetzungen und Auswirkungen entsteht. Der 518 Seiten umfassende Band enthält 14 Beiträge, die in sechs Teilen präsentiert werden.

In Teil I bieten Burkhardt und Lohmann unter der Überschrift „Wachstum und Facetten des Electronic Commerce“ eine Einführung in die Gesamtproblematik. Teil II (Elektronische Märkte, Internet-Banking und Intermediation) umfasst fünf Papers: Reus arbeitet mit Blick auf den Bankenmarkt die Merkmale und ökonomischen Effekte elektronischer Märkte heraus. Burkhardt beschäftigt sich mit der automatisierten Verhandlungsführung und Mediation in elektronischen Märkten, und er geht hierbei nicht nur auf die Modellierung geschäftlicher Transaktionen und marktlicher Koordinationsmechanismen ein, sondern insbesondere auch auf transaktionsunterstützende internet-basierte Technologien wie z.B. elektronische Auktionen und intelligente Software-Agenten. Brenner und Schubert, die Cyber-Intermediaries behandeln, präsentieren ein Rollen- und ein Wertschöpfungs-Modell für Informations-Intermediäre, die sich zwischen Anbietern und Nachfragern des elektronischen Marktes positionieren und versuchen, insbesondere den Nachfragern durch Intermediationsleistungen einen Mehrwert zu bieten, indem sie aus Basis-Content der primären Anbieter des Marktes durch Auswahl, Bündelung und Kombination einen Value-added-Content erstellen und für die Nachfrager bereithalten. Derartige Informations-Intermediäre, die einen Markt transparent machen und den Nachfragern die Selektion des für sie besten Angebots erleichtern, gibt es nicht nur in den Bank- und Versicherungsmärkten, sondern z.B. auch im Telekommunikationsmarkt. Durch ihr Auftreten tragen sie zu einer erheblichen Veränderung der Verhaltensweisen von Anbietern und Nachfragern in den jeweiligen Märkten bei. Für einen konkreten Markt, den Wertpapiermarkt, zeigen Picot und Sennewald die Auswirkungen der Automatisierung des Wertpapiergeschäfts in den verschiedenen Handelsphasen auf, und sie betrachten hierbei insbesondere die Transaktionskosten als Effizienzkriterium sowie die Informationseffizienz und die Markttransparenz. Es wird deutlich, wie der Wettbewerb der Börsen untereinander die Marktstrukturen verändert, insbesondere hinsichtlich Börsenzugang, Preisfeststellung und Regulierung. Teil II wird abgeschlossen durch den Beitrag von Thießen über Internet- und traditionelle Zahlungssysteme. Die Varianten der Internet-Zahlungssysteme wie digitales Bargeld sowie Kreditkarten, Kundenkonten- und Geldkartensysteme werden vorgestellt, und es wird der gegenwärtige Entwicklungsstand herausgearbeitet.

Die beiden Beiträge von Teil III setzen sich mit der Sicherheit im Internet-Banking auseinander, einerseits aus der Sicht der Informatik (Baldi/(Achleitner) und andererseits aus Kundensicht (Mundorf/Kolbe). Teil IV besteht aus zwei Beiträgen zu Wettbewerbsstrategie und Marketing. Locarek-Junge untersucht die Chancen und Risiken der neuen internet-basierten Marktformen, und Henn arbeitet heraus, wie das World Wide Web als Werbemedium für Banken genutzt werden kann. Teil V enthält Berichte über neue Software-Anwendungen. Zarnekow behandelt neuere Entwicklungen bei intelligenten Software-Agenten, und er stellt einen existierenden Prototypen eines agentenbasierten elektronischen Marktplatzes vor. Burkhardt et al. präsentieren ein elektronisches Katalogsystem, das für die Darbietung von Waren im Internet vorgesehen ist, und Wilkens bietet konzeptionelle Überlegungen zur Entwicklung und Ausgestaltung internet-gestützter Wertpapieranalyse-Systeme.

Mit dem Interface von Bankgeschäft und Electronic Commerce behandelt der vorliegende Sammelband eine faszinierende, aber auch außerordentlich komplexe Problematik. Etwa die Hälfte der Beiträge beleuchtet den Gegenstand eindeutig aus Banksicht. Eine zweite Gruppe von Beiträgen konzentriert sich auf Aspekte des Electronic Commerce (ohne Bankbezug), und die Beiträge zur Sicherheit im Internet und zu den Rechtsproblemen der Internet-Nutzung gelten ohnehin anwendungsgebiet-übergreifend. Eine gewisse Heterogenität der Beiträge war bei der Zusammenstellung dieses Sammelbandes naturgemäß nicht ganz zu vermeiden. Dennoch bietet dieser Band einen willkommenen Überblick über das Gesamtgebiet und anhand der jeweils angegebenen Literatur vielfältige Vertiefungsmöglichkeiten. Auch das Niveau der Beiträge ist durchaus heterogen: Einige setzen erhebliche Vorkenntnisse voraus, andere erschließen sich für den interessierten Leser sehr viel leichter. Insgesamt ist dieser Sammelband Interessenten aus Forschung und Praxis zu empfehlen, die einen qualifizierten Einstieg in dieses faszinierende Gebiet von Banking und Electronic Commerce suchen.

Hermann Meyer zu Selhausen, München

Michael Wolgast: Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken, Devisenspekulation und nichtfundamentale Wechselkursbewegungen, Duncker & Humblot, Berlin 1997, 293 S.

In einer Zeit, in der die internationalen Finanzmärkte von starken Turbulenzen erschüttert werden und sich die Stimmen mehren, die eine strengere Bankenaufsicht und Kontrolle internationaler Kapitalbewegungen fordern, kommt eine Studie, die das Augenmerk auf die Aktivitäten von Geschäftsbanken im Eigenhandel mit Devisen lenkt, gerade recht. Ausgangspunkt hier ist die Beobachtung, daß herkömmliche theoretische Ansätze zur Erklärung von Wechselkursbewegungen, die sich auf ökonomische Zusammenhänge, sogenannte „Fundamentaldaten“, stützen, offenbar nur einen geringen Erklärungs- und Prognosegehalt haben und daß der Devisenspekulation, die sich nicht an Fundamentaldaten orientiert, ein beträchtlicher Einfluß auf das Marktgeschehen zukommt. Wie der Autor detailliert begründet, ist dabei „der Deviseneigenhandel der Geschäftsbanken ... als der bei weitem bedeutendste potentielle Träger spekulativer Transaktionen anzusehen“ (S. 30). Den Umfang dieses Handels, die dahinterstehenden Motive und Erwartungen und die sich daraus ergebenden währungspolitischen Implikationen darzustellen, ist das Ziel dieser interessanten Arbeit, die dem Leser einen Einblick in das Währungsgeschehen und die dahinterstehenden Abläufe bietet und zugleich eine Verbindung zu dem Annahmengerüst der traditionellen Währungstheorie herzustellen sucht.

Die Studie basiert im wesentlichen auf den Ergebnissen einer Umfrage unter 107 in Deutschland als Market Maker im Devisenhandel tätigen Geschäftsbanken, die zum einen auf die Einflußfaktoren der Erwartungsbildung von Devisenhändlern und zum anderen auf deren Zielsetzung im Eigenhandel und in den Umsätzen im Verhältnis zu dem Kundengeschäft gerichtet war. Die Vorgehensweise bei der Befragung, die Liste der einbezogenen Institute und der Fragebogen selbst mit den dazugehörigen kommentierten Ergebnissen sind in einem Anhang abgedruckt. Abgesehen von Einleitung und Zusammenfassung gliedert sich das Buch in vier Hauptteile.

Kredit und Kapital 1/2000

In dem ersten Teil wird zunächst die überragende Bedeutung des Devisenkassahandels der Banken für das Währungsgeschehen beschrieben und innerhalb desselben das hohe Gewicht, das der kurzfristigen Spekulation im Eigenhandel zukommt. Damit sind die Grundlagen für die weitere Argumentation gelegt. In diesem Teil finden sich zahlreiche Informationen zu Struktur und Organisation des Devisenhandels, seinen Instrumenten und verschiedenen Marktsegmenten und Funktionsträgern. Geschäftsbanken kommt hier eine zentrale Rolle als Market Maker zu. Sie sind ständig bereit, Beträge in fremder Währung zu kaufen und zu verkaufen. Das allein kann jedoch, so das Argument, nicht die Höhe ihrer Engagements erklären. Neben den Interbankumsätzen finden sich zahlreiche weitere Hinweise auf eine über das Market Making hinausgehende Spekulation. Sie ergeben sich zum einen aus der Analyse der Zielsetzungen von Geschäftsbanken und staatlichen und unternehmensinternen Vorschriften zur Beschränkung von Wechselkursrisiken und zum anderen aus einer Betrachtung technischer Aspekte und der Geschäftstätigkeit der Institute in der Praxis, die ausführlich erörtert werden.

Der zweite Teil befaßt sich mit der Entscheidungsfindung der Banken im Deviseneigenhandel und mit der Bildung von Wechselkurserwartungen im Markt. Dabei stellt der Autor die Ergebnisse seiner Befragung denen früherer Untersuchungen gegenüber, wobei er insgesamt zu folgendem Bild kommt: Die Erwartungsbildung im Deviseneigenhandel der Banken orientiert sich zu einem Großteil an nichtfundamentalen Einflußfaktoren auf die Wechselkursentwicklung. Sie gründet sich im wesentlichen auf technische Analysen, auf den Meinungsaustausch mit anderen Marktteilnehmern und die allgemeine Bewertung von Nachrichten und Ereignissen. Betont wird die kurzfristige Natur der Erwartungen und der entsprechenden Geschäfte, die durch Unbestimmtheit, Zufälligkeit und entsprechende Volatilität und Instabilität gekennzeichnet sind. Langfristig-fundamentalorientierte Spekulation stellt demgegenüber eine vergleichsweise unattraktive Alternative dar und kommt entsprechend selten vor.

Der dritte Teil sucht nach Erklärungsansätzen für diese kurzfristige Spekulation, die sich nicht an fundamentalen Daten der Wirtschaftsentwicklung orientiert. Der Grundgedanke hierbei ist, daß sich eine derartige Spekulation als Nullsummenspiel interpretieren läßt, bei dem der Gewinn des einen Marktteilnehmers der Verlust eines anderen ist. Eine solche Handlungsweise scheint zunächst der in der Arbeit unterstellten Rationalitätsannahme zu widersprechen. Um den Widerspruch aufzulösen, wird die Idee vorgestellt, nach der „mikroökonomische Ineffizienzen bzw. Hindernisse für den Lernprozeß für die Existenz und Fortdauer des Nullsummenspiels einer nichtfundamentalen Spekulation verantwortlich sein könnten“ (S. 31). Zwei Ursachen derartiger Ineffizienzen werden im einzelnen diskutiert: Interessengegensätze im Verhältnis zwischen Devisenhändlern und Geschäftsleitung und eine mangelnde Transparenz der Ergebnisse im Deviseneigenhandel, die Lernprozesse auf beiden Seiten behindert.

Der letzte Teil des Buches geht der Frage nach, welchen Einfluß die beschriebene kurzfristige, nichtfundamentale Devisenspekulation auf den Wechselkursverlauf hat und welche währungspolitischen Implikationen sich daraus ergeben. Dieser Teil ist nicht frei von Widersprüchen zu den vorherigen Ausführungen, etwa wenn der Autor, nachdem er im Detail gezeigt hat, wie sehr sich die Erwartungen der kurzfristigen Spekulation, die das Marktgeschehen über weite Teile

dominiert, von der Entwicklung fundamentaler Einflüsse unabhängig bilden, nun ausführt, warum die langfristigen Wechselkursbewegungen im Trend doch den von der Entwicklung fundamentaler Einflußfaktoren vorgezeichneten entsprechen. Der Grund hierfür ist seiner Ansicht nach in der Ankerwirkung fundamental bedingter Transaktionen zu sehen, wobei allerdings die Relation zwischen dem langfristigen Kursverlauf und den Aktivitäten der von ihm befragten Marktteilnehmer verschwommen bleibt. Insbesondere wirft die Unterstellung eines „fundamentalen Gleichgewichtskurses“, dessen Existenz hier offenbar im Einvernehmen mit der anfangs so kritisch betrachteten theoretischen Literatur bedingungslos akzeptiert wird, Fragen auf.

Entsprechend wenig befriedigend sind auch die währungspolitischen Schlußfolgerungen, die im Anschluß an diese Betrachtung gezogen werden. Der Autor spricht sich gegen währungspolitische Eingriffe zur Stabilisierung der Wechselkurse vor allem aus zwei Gründen aus: Zum einen weist er mit Blick auf die zuvor beschriebene Bedeutung der fundamentalen Einflüsse darauf hin, daß die Wohlfahrtsverluste nichtfundamental Kursbewegungen nach seiner Einschätzung gering sein dürften. Zum anderen ergeben sich praktische Schwierigkeiten bei der Implementierung einer solchen Politik wie etwa die zuverlässige Ermittlung der Höhe der Kursabweichungen von ihrem langfristigen Gleichgewichtspfad. Besonderes Augenmerk richtet sich auf den Vorschlag zur Einführung einer Devisenumsatzsteuer, der sogenannten Tobin Tax. Ihr werden im Vergleich zu anderen währungspolitischen Eingriffen noch die größten Erfolgsaussichten eingeräumt, da sie den Politiker von der Notwendigkeit einer Ermittlung der fundamentalen Gleichgewichtskurse und der Abweichungen davon entbindet, doch wird mit Blick auf die Wirksamkeit und Kosten dieses Instrumentes auch dessen Einsatz als nicht unproblematisch gesehen.

Die Stärken der vorliegenden Arbeit liegen somit eher in den ersten Teilen, die sich mit Marktgeschehen und Marktreaktionen beschäftigen. In der jüngsten Asienkrise wurde häufig davon gesprochen, daß internationale Anleger panikartig aus dem thailändischen Baht, dem koreanischen Won und anderen Währungen geflohen sind. Die Studie von Michael Wolgast weist darauf hin, daß für den Kursverfall dieser und anderer Währungen in den vergangenen Jahren wohl andere Ursachen als reine Panik zumindest mitverantwortlich waren. Der Eigenhandel der großen Banken ist heutzutage der dominierende Faktor auf den internationalen Devisenmärkten, der, selbst wenn er nicht den Auslöser für eine Kursbewegung darstellt, diese beschleunigen, ihr Auftrieb geben und damit Prozesse selbsterfüllender Erwartungen immer wieder von neuem nähren kann. Die Ergebnisse der Befragung vermitteln einen Eindruck von der Heterogenität und Kurzlebigkeit der Ansichten und Reaktionen in diesem Markt. Das Verdienst des vorliegenden Buches ist es, die Aufmerksamkeit auf diesen Umstand gelenkt zu haben und einen Einblick in die Abläufe und die dahinterliegenden Motive und Erwartungen zu geben, die bislang in der aktuellen Diskussion weitgehend unberücksichtigt geblieben sind. Entwürfe zu einer neuen internationalen Finanzarchitektur sollten diesem Aspekt Rechnung tragen. Schon aus diesem Grund bleibt das Thema aktuell.

Beate Reszat, Hamburg

Volker Wohlschieß: Unternehmensfinanzierung bei asymmetrischer Informationsverteilung, Gabler Edition Wissenschaft, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 1996, 296 S.

Wegen der real existierenden Asymmetrie der Informationsverteilung im Wissenschaftsbetrieb ist es oft hilfreich, eine Buchbesprechung zeitlich zu verzögern. Während der Verzögerungsperiode treten oft Zusatz-Informationen auf, die eine bessere Beurteilung des Buches ermöglichen. Dieser Glücksfall liegt hier vor. Im Jahre 1997 erschien in der Zeitschrift „Finanzmarkt und Portfolio Management“ ein Artikel von Volker Wohlschieß mit dem Titel „Die Determinanten der Kapitalstruktur“ (11. Jahrgang 1997, S. 282 - 308). Dieser Artikel basiert auf der Dissertation von Herrn Wohlschieß, die im Jahre 1996 unter dem Titel „Unternehmensfinanzierung bei asymmetrischer Informationsverteilung“ bei Gabler erschienen war. Im redaktionellen Vorwort zum Artikel werden auf S. 257 Insider-Informationen preisgegeben. Der Autor sieht seine Dissertation als empirische Arbeit über die Auswirkungen asymmetrischer Informationsverteilung auf die Unternehmensfinanzierung.

Wenn man den Zeitschriftenartikel liest, ist diese Klassifikation gut nachvollziehbar. Die 23 Seiten des Beitrages werden folgendermaßen aufgeteilt: 4 Seiten (= 17 %) sind theoretische Analyse, 19 Seiten (= 83 %) sind empirische Analyse. Das sind Anteile, die der Themenstellung gerecht werden. Die Lektüre des Artikels ist eine wahre Freude: Die wesentlichen Überlegungen zur Formulierung der Testhypthesen werden im Abschnitt 2 auf 4 Seiten kurz und bündig vorgetragen. Die folgenden Abschnitte 3 bis 6 haben die empirische Analyse zum Gegenstand. Es wird genau gesagt, welche Verfahren und Datensätze zur Anwendung kommen. Die empirischen Ergebnisse werden übersichtlich vorgestellt und interpretiert. Der Artikel trägt nach meiner Auffassung angelsächsischen Standards in bester Form Rechnung. Frei nach Gertrude Steins „rose is a rose is a rose ...“ kann man hier sagen: „Eine empirische Arbeit ist eine empirische Arbeit.“

Schaut man sich danach das Dissertations-Buch an, dann reibt man sich zunächst die Augen. Von den rund 270 Seiten der Arbeit entfallen 148 Seiten auf den Theorieteil und 122 Seiten auf den Empirieteil; das sind Quoten von 55 % zu 45 %. Man höre und staune: In der empirischen Arbeit gehören genau 45 % der Analyse zum Empirieteil.

Um die Proportionen richtig zu rücken, machen wir ein Experiment. Wir halten die Empirie-Seitenzahl von 122 aus der Dissertation konstant, wenden aber die Proportionen aus dem Artikel auf die Dissertation an. Dann errechnen wir eine Gesamtlänge der Arbeit von 147 Seiten mit 25 Seiten für den Theorieteil; der Rest ist, wie gesagt, der Empirieteil mit 122 Seiten. Eine Gesamtseitenzahl von knapp 150 ist aus meiner Sicht der Ideal-Umfang für eine Dissertation.

Auf 25 Seiten kann der theoretische Hintergrund der Testhypthesen gut diskutiert werden. Von den 148 Theorie-Seiten im Buch können nach meiner Auffassung 123 Seiten ersatzlos gestrichen werden. Ich werde die Begründung dafür unten liefern. Die Arbeit würde durch die Streichung eindeutig an Focus gewinnen. Für die empirische Analyse sind viele der vorgetragenen Theorieüberlegungen schlicht irrelevant. Man verstehe mich bitte richtig: Ich habe gar nichts gegen eine theoretische Analyse einzuwenden. Wenn aber eine empirische Arbeit vorgelegt werden soll, dann müssen die Schwerpunkte richtig gesetzt werden. Anderen-

falls wird der Leser systematisch verwirrt. Er ist dann nicht in der Lage, die zentralen Aussagen zu identifizieren. Ich werde unten zeigen, daß der Empirieteil in der Tat Top-Qualitäten aufzuweisen hat; leider sind diese jedoch beim vorliegenden Arbeitsaufbau nahezu verschüttet.

Ehe ich die Details der Arbeit bespreche, möchte ich die Gelegenheit wahrnehmen, um eine persönliche Auffassung vorzutragen. Sehr oft leiden Dissertationen in Deutschland an einer Krankheit: Sie sind nicht in der Lage, eine konkrete Frage zu beantworten oder ein konkretes Problem zu lösen. Die Themenformulierung ist so ungenau, daß der Verfasser in Versuchung kommt, alles ihm zum jeweiligen Themenkreis bekannte Wissen „abzuladen“. Dabei entstehen Arbeiten von 400 Seiten Länge und mehr. Dazu gehört auch die Unart, allgemein bekannte Überlegungen erneut breitzutreten und Nacherzählungen von Nacherzählungen zu liefern. Um der Vielschreiberei Einhalt zu gebieten, sollte folgende Vorschrift eingeführt werden: Dissertationen mit einem Umfang von mehr als 150 Seiten sind polizeilich verboten.

Diese Vorschrift kann bei empirischen Arbeiten sicher leicht eingehalten werden. Die Einhaltung ist auch bei rein modelltheoretisch aufgezogenen Arbeiten garantiert. Mir ist klar, daß bei verbalen und nicht formalisierbaren Darstellungen mit der Seitenbegrenzung Schwierigkeiten auftreten können. Hier kann nach meiner Meinung das Konzept der Fallstudie Abhilfe schaffen. Ein konkreter Fall wird an den Anfang gestellt. Nach der Fallbeschreibung muß der theoretische Hintergrund der Falllösung ausführlich diskutiert werden. Dabei ist es wichtig, die Voraussetzungen und Annahmen des Theorierahmens genau zu berücksichtigen. Der letzte Teil der Arbeit ist ein Anwendungskapitel. Hier werden Fallbeschreibung und Theoriehintergrund integriert. Jeder Lösungsvorschlag hat dann eine solide Theoriefundierung. Falls in der Praxis schon konkrete Lösungen existieren, können diese auf ihre Theoriefundierung hin überprüft werden. Auf jeden Fall kann bei dieser Vorgehensweise ein Abgleiten in uferlose Seitenmaximierung vermieden werden. Der folgende Leitspruch gilt auch bei Dissertationen: In der Kürze liegt die Würze. Ich muß bekennen, daß diese Einsichten mir auch erst spät gekommen sind. Seitdem ich jedoch diese Spielregeln in meiner eigenen Betreuungspraxis anwende, haben die Ergebnisse aus meiner subjektiven Sicht eine bessere Qualität; die verbesserten Ergebnisse werden in jüngster Zeit auch durch Preisverleihungen objektiv anerkannt.

Im Rest der vorliegenden Besprechung beschäftige ich mich mit Details der Dissertation. Der Theorieteil besteht aus vier Kapiteln mit folgenden Inhalten: In Kapitel 2 wird die bekannte Zweiteilung in Modelle mit adverser Selektion und mit Moral Hazard vorgestellt. Die Ansätze zur Identifikation und zur adversen Selektion werden noch einmal in zwei Untergruppen zerlegt. Wenn der Informations-Outsider den ersten Schritt macht, spricht man vom Screening-Ansatz (Kapitel 3); macht dagegen der Insider den ersten Schritt, so ist vom Signaling-Ansatz die Rede (Kapitel 4). Anreizfragen und Moral-Hazard-Probleme sind Gegenstände von Kapitel 5. Meine Kritik am Theorieteil in der vorliegenden Form basiert auf zwei Punkten: Einerseits ist die Darstellung zum großen Teil überflüssig, andererseits ist sie widersprüchlich.

Ein Beispiel für die Überflüssigkeit ist der Abschnitt 3.1.1.2. Hier werden die alternativen Gleichgewichtskonzepte von Nash, Wilson und Riley vorgestellt. Ein

Leser, der die Fundierung für die empirische Analyse im Theorieteil sucht, wird sich fragen: Wozu brauche ich die alternativen Gleichgewichtskonzepte? Zur Vermeidung von Missverständnissen möchte ich noch einmal betonen: Ich habe nichts gegen die eingehende Diskussion von Gleichgewichtskonzepten; ich betreibe selbst dieses Hobby. Ich sehe aber keinen Sinn in einer L'art-pour-l'art-Diskussion: Wenn die Konzepte nur eingeführt, später aber nicht eingesetzt werden, dann kann man darauf tunlichst verzichten.

Im Theorieteil sollen bekanntlich die Testhypotesen konzeptionell begründet werden. Anhand von zwei Zitaten kann der Vorwurf der Widersprüchlichkeit begründet werden. Hinsichtlich der Rechtfertigung der Unternehmensgröße als eines Erklärungsfaktors für die Kapitalstruktur liest man im Buch auf S. 188: „Die Unternehmensgröße ist keine Determinante der Verschuldung, die sich aus den hier betrachteten Modellen mit asymmetrischer Informationsverteilung ableiten läßt.“ Im Artikel steht dagegen auf S. 290: „Der theoretisch positive Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Verschuldung wird zum einen über geringere Agency-Kosten des Fremdkapitals durch eine bessere Überwachung großer Unternehmen und über einen Diversifikationseffekt erklärt.“ Ich weiß nicht, welche höhere Einsicht diesen Sinneswandel herbeigeführt hat.

Ich halte es für keine Schande zuzugeben, daß bei vielen beobachtbaren Zusammenhängen die theoretischen Erklärungen auch heute noch unklar oder unbefriedigend sind. In diesen Fällen muß man sich mit kurzen Plausibilitätsargumenten begnügen. Der Theorieteil ist dann zugegebenermaßen sehr kurz; die oben vorgeschlagenen 25 Seiten hätten daher völlig ausgereicht. Diese Vorgehensweise ist aber wenigstens ehrlich. Mit den im Buch vorgelegten 4 Kapiteln auf 148 Seiten wird eine Scheingenaugkeit vorgegaukelt. Die Wirklichkeit sieht anders aus: Wir wissen auch heute nicht, warum Unternehmen ihre Kapitalstruktur so und nicht anders wählen. Die Situation von 1984, als Stewart Myers diese Aussage machte, hat sich trotz intensiver Berücksichtigung asymmetrischer Informationsverteilung wenig geändert. Die Behauptung Myers, das *Warum* sei nach wie vor ein Geheimnis, widerspricht jedenfalls nicht der schlichten Tatsache, daß ein Zusammenhang empirisch festgestellt werden kann.

Der Empirieteil der Arbeit ist außerordentlich gut gelungen. Wie angedeutet lautet die Grundidee: Es besteht ein systematischer Zusammenhang zwischen der Kapitalstruktur einer Unternehmung als endogener Größe und verschiedenen exogen gegebenen Unternehmenseigenschaften. Zu diesen Eigenschaften gehören etwa: die Unternehmensgröße, das Unternehmensrisiko, die Position im Life Cycle des Unternehmens, die Wachstumschancen des Unternehmens, der Liquiditätsgrad der Aktiva, der Spezialisierungsgrad des Outputs, die Branchenzugehörigkeit. Aus meiner Sicht fehlen die Außenhandelsanteile bei Inputs und Outputs als zusätzliche Erklärungsfaktoren. Die zentralen Fragen lauten: Wie sehen die Zusammenhänge zwischen der Verschuldungshöhe und den verschiedenen Bestimmungsfaktoren im Falle deutscher Aktiengesellschaften aus? Sind die Zusammenhänge in Deutschland mit jenen in den USA vergleichbar?

Der Aufbau der Empiriateile im Buch und im Artikel ist sehr parallel; einige Abschnitte werden wörtlich übernommen. Die ökonometrischen Verfahren und die Datensätze werden im Detail beschrieben. Die verschiedenen Eigenschaften werden mit Hilfe von Kennzahlen genau quantifiziert. Alle Schritte werden über-

zeugend erklärt. Die Ergebnisse der Regressionsanalyse werden übersichtlich präsentiert. Die Vorzeichen der Regressionskoeffizienten werden plausibel kommentiert. Zusätzlich werden Zeitverzögerungen und Branchendummies explizit berücksichtigt. In diesem Teil der Arbeit gibt es nichts zu kritisieren.

Zum Abschluß meiner Besprechung möchte ich zu den Arbeiten von Wohlschließ eine Leseanweisung geben: Man beginne die Lektüre mit dem Zeitschriftenartikel. Zur Klärung empirischer Detailfragen greife der Leser auf Teil II des Buches zurück. Er findet hier Einzelheiten, die aus Platzgründen im Artikel nicht erwähnt werden konnten. Den Teil I des Buches kann der Leser schlicht ignorieren. Der theoretisch interessierte Leser sollte nach meiner Auffassung auf die Bücher von Kreps (A Course in Microeconomics) oder Mas-Colell/Whinston/Green (Microeconomic Theory) zurückgreifen. Hier werden alle Theoriekonzepte gut erklärt. Zwei Aussagen sollen den Schluß bilden: Weniger wäre mehr gewesen. Und: Die empirische Analyse von Volker Wohlschließ ist in Deutschland bislang einmalig.

Hellmuth Milde, Trier