

## Buchbesprechungen

*Philip Arestis* (Hrsg.): *Contemporary Issues in Money and Banking*. Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Stephen F. Frowen. McMillan Press, London 1988. 217 S.

Man kann kaum erwarten, daß in einer Welt dynamischer Änderungen in Technologie, Unternehmen und Finanzinstituten allein die Banken von neuen Entwicklungen in der Geldpolitik und auf dem Gebiet der finanziellen Internationalisierung unbeeinflusst bleiben könnten. Die Fülle und Komplexität neuer Banktechniken sowie ihre Konsequenzen für die Bankentheorie werden in diesem Buch mit Kompetenz und Klarheit von verschiedenen Autoren behandelt, obgleich sich die Beiträge hauptsächlich auf britische und deutsche Erfahrungen beschränken, abgesehen von einer Diskussion über das Problem der Geldnachfrage und Schuldentrückzahlung in Entwicklungsländern.

Wie der Herausgeber, *Philip Arestis*, betont, stand die Reaktion von Finanzinnovationen auf die Herausforderungen geldpolitischer Maßnahmen in den 70er und 80er Jahren im Vordergrund der zu untersuchenden Probleme. Insbesondere haben die Computer-Informationstechnologie sowie Deregulierungen bei der Devisenkontrolle zusammen mit der Integration der Finanzmärkte verschiedener Länder die Bankenbehörden veranlaßt, ganz neue Arten von Dienstleistungen und geldpolitischen Maßnahmen zu ergreifen. Es war deshalb vor allem der Wunsch nach stabilen Wechselkursen und einer engeren Kooperation der Märkte, der das Europäische Währungssystem EWS ins Leben gerufen hat. In seiner spezifischen Analyse dieser Tendenzen bemerkt *E. P. W. Gardener*, daß Finanzinnovationen zu einer „wirtschaftlichen Maschine“ geworden sind, die gegenwärtig dabei ist, die Arbeitsatmosphäre der Banken rapide zu ändern. In den 50er Jahren hatte diese Funktion die Evolution zum „Retail-Banking“ – die in Europa begann – gehabt, als Folge von strukturellen Deregulierungen und Konglomeration.

Durch die Bereitstellung von Liquiditätsdienstleistungen und Finanzinformationen ermöglichen es die Banken den Unternehmen erst, Entscheidungen in einer sehr ungewissen Welt zu treffen. Finanzinnovationen haben sich daher zum Vehikel des finanziellen, kapitalistischen Systems entwickelt. Dabei gibt es einen Aspekt, der auf die eigentliche Natur einer Bank revolutionierend wirkt, und dies ist das neue Phänomen der Securitisation. Hierdurch werden Bankkredite durch handelsfähige Wertpapiere ersetzt, die am offenen Markt gekauft und verkauft werden können. Auf diesem Wege stehen die Geschäftsbanken nun in direktem Wettbewerb mit anderen Finanzdienstleistungsorganisationen, wie z. B. Investment Banks. Die früher übliche Spezialisierung wird mehr und mehr durch ein Universalbanksystem ersetzt, bei dem Banken eine weite Palette von Finanzdienstleistungen zur Verfügung stellen.

Eine interessante Studie dieser Änderungen sowie ihrer Wirkungen auf die Keynesianische Theorie zeigt *Victoria Chick*. Nach *Keynes* finanzieren Firmen ihre Investitionspläne auf vier Arten; durch (1) Eigenmittel, (2) Neuemissionen von Aktien, (3)

Emissionen von Schuldverschreibungen und (4) Bankkredite. Darüber hinaus war *Keynes* der Ansicht, daß Neuinvestitionen den Ersparnissen vorangehen. Langfristige Verschuldung wäre die normale Form, Investitionsmittel aufzunehmen. Bankkredite dienten lediglich als finanzielle Hilfe, die benötigt wird, um mittelfristige Liquiditätsbedürfnisse zu befriedigen, und die Aufgabe solcher Liquidität würde von der Höhe des Zinssatzes abhängen. Weiterhin setzte *Keynes* voraus, daß das Geldangebot exogen bestimmt würde. Die Banken würden durch die Zentralbank über Mindestreserven kontrolliert, die diese bei ihr zu unterhalten haben. Aber bereits zu *Keynes'* Zeiten hatte ein Nationalökonom wie *Sir Dennis Robertson* betont, daß zur Finanzierung zusätzlicher Realinvestitionen die Notwendigkeit besteht, die Geldmenge oder die von den Banken zur Verfügung gestellten Loanable Funds zu erhöhen. Und, wie *Chick* betont, können Banken Kredite schöpfen, bevor es zu Ersparnissen kommt, wodurch *Keynes'* Argument ohne Zweifel gestärkt wird.

Bis 1971 waren die Soll- und Habenzinsen im Vereinigten Königreich an die Bank Rate gebunden. Die Bereitschaft der Geschäftsbanken, Kredite zu gewähren, hing daher – abgesehen von der Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers – weitgehend von dem Liquiditätsstatus der Bankaktiva ab und besonders vom Grad der Möglichkeit, sich Reserven zu beschaffen. Somit blieb die Geldmenge während des Zeitraumes zwischen den beiden Weltkriegen verhältnismäßig konstant. Und, wie *Keynes* betonte, selbst beim Bau einer neuen Eisenbahnlinie bestand seinerzeit keine Notwendigkeit, die gesamte Summe für ihre Konstruktion bereits zu Beginn der Bauarbeiten zu leihen. Im Jahre 1970 jedoch zeigten sich grundsätzliche Änderungen auf dem Gebiet der Kreditgewährung und Unternehmensfinanzierung, verursacht durch das sehr schnelle Wachstum des Wettbewerbs und der Kreditkontrolle, sowie den Beginn einer Tendenz hin zur Deregulierung, alles zu einer Zeit hoher Inflationsraten. Die Kreditnachfrage stieg gleichzeitig auch als Ergebnis zunehmender Transaktionsbedürfnisse, die sich aus dem ansteigenden Preisniveau ergaben; darüber hinaus nahm die Spekulation auf dem Immobilienmarkt zu. Als Ergebnis dieser Entwicklungen kam es zu der Schließung einer Reihe bedeutender Banken, was wirtschaftliche Störungen wie auch allgemein finanzielle Verluste mit sich brachte. Dennoch hat sich das Volumen an Bankkrediten während des Zeitraumes von 1976 bis 1980 fast verdoppelt.

Manches hat sich seit *Keynes* verändert. Erstens ist die Kompetenz der Finanzabteilung einer Firma heute (fast) ebenso stark wie bei Banken. Großunternehmen (insbesondere multinationale) haben sich oft selbst zu Banken entwickelt und die Banken auch zu Industrieunternehmen. Insoweit es Banken gelingt, Kapitalbesitzer vom Erwerb von Regierungsschuldverschreibungen hin zum Erwerb von Bankeinlagen zu bewegen, versorgen sie das Bankensystem mit zusätzlichen Reserven, die es zur weiteren Expansion benötigt. Weiterhin verkaufen Banken heute handelbare Passiva und Aktiva und erschweren dadurch die Erfassung von Realwerten bilanzunwirksamer Konten. Dies bedeutet letztlich, daß das Geldangebot nicht länger unabhängig von der Kreditnachfrage ist. Geld wird zu einem endogenen Faktor, dessen Angebot von Banken aufgestockt werden kann, um eine Zunahme der Nachfrage zu befriedigen.

Bei dieser Entwicklung der Bankpraktiken versuchen Unternehmer nach *G. L. S. Shackle* die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Ereignisse soweit wie möglich vorauszuberechnen. Wegen der überwältigend hohen Ungewißheit, in der Entscheidungen zu treffen sind, ist das „bestmögliche Ergebnis“ zu wählen und das „schlechtestmögliche“ zu vermeiden. Die Wahrscheinlichkeit wird nun zur Zielvariablen, und die Planung

wird auf kurzfristige Perioden reduziert oder, falls der Ausdruck erlaubt ist, den Elastizitäten der Überraschung angepaßt. Nach C. A. E. Goodhart ist es offensichtlich, daß die Banken dabei ernste Risiken auf sich nehmen, und ihre Sorge gilt dem Problem, wie diese Risiken durch ein Versicherungssystem abgedeckt werden können. Gleichzeitig sollte aber auch an die moralischen Gefahren gedacht werden, die solche Praktiken mit sich bringen. Goodhart betont deshalb den Unterschied zwischen „Zahlungsunfähigkeit“ und „Illiquidität“ bei der Beurteilung der Vertrauenswürdigkeit und finanziellen Stabilität einer Bank.

Nach Norbert Kloten haben die westdeutschen Banken in einem institutionell sehr liberalen Rahmen arbeiten können, und bereits im Jahre 1967 sind alle Zinskontrollen beseitigt worden. Es war das Ziel der Zentralbank, die Inflation durch Geldpolitik unter Kontrolle zu halten; und dabei war sie außerordentlich erfolgreich. Darüber hinaus wurde das Mindestreservesystem der Deutschen Bundesbank modernisiert, um der Initiative der privaten Banken einen größeren Spielraum einzuräumen. Allerdings kann heute die Geldpolitik nicht länger darauf ausgerichtet sein, lediglich der Kontrolle inländischer Geldaggregate zu dienen; die Höhe der Wechselkurse wie auch Wechselkursbewegungen müssen ebenso berücksichtigt werden. Für die Bundesrepublik Deutschland ist die Existenz des Europäischen Währungssystems offensichtlich eine andauernde Herausforderung, die Gegensätze zwischen Wechselkursstabilität und Preisstabilität im Inland zu lösen. Es scheint, daß das zweite dem ersten Ziel geopfert wurde, da die Geldpolitik in zunehmendem Maße die monetäre Integration innerhalb der Europäischen Gemeinschaft als Kernziel verfolgt.

Diese Grundidee wird noch deutlicher im Beitrag von Claus Köhler, der die Wirtschaftspolitik im Rahmen internationalisierter Wirtschaftsbeziehungen behandelt. Die Liberalisierung der internationalen Bewegungen von Gütern, Dienstleistungen und Kapital beschränkt die Autonomie der inländischen Wirtschaftspolitik. Das heute von allen Ländern verfolgte Ziel ist deshalb eine inlandsorientierte Geldpolitik mit internationaler wirtschaftlicher Kooperation. In diesem Zusammenhang können Handelsbilanzdefizite auch nicht länger allein als nationales Problem angesehen werden. Daher ist Köhlers Schlußfolgerung von größter Bedeutung, nach der die Kooperation der Länder untereinander auf dem Gebiet der Wirtschaftspolitik um so notwendiger wird, je mehr die wirtschaftlichen Beziehungen internationalisiert werden.

Eine internationale Kooperation ist auch um so wichtiger, weil, wie George Zis zeigt, das System flexibler Wechselkurse weder zum Vorteil der importierenden, noch der exportierenden Länder gewirkt hat. Er weist darauf hin, daß die eigentlichen Determinanten der Wechselkursschwankungen monetärer Natur sind. Mehr Aufmerksamkeit sollte sich deshalb auf die monetäre Natur von Zahlungsbilanzgleichgewichten richten, weil Geld zu einem dauerhaften Aktivum geworden ist, es also nicht länger lediglich als Tauschmittel dient. Insoweit Wechselkurse den relativen Preis eines Aktivums gegenüber einem anderen ausdrücken, werden sie höchst sensibel hinsichtlich der Erwartungen zukünftiger Ereignisse und wirtschaftspolitischer Änderungen.

Das Europäische Währungssystem EWS war nach Auffassung von Michael Artis aus zwei Gründen sehr erfolgreich: (1) weil es ihm gelungen ist, stabile Wechselkurse aufrechtzuerhalten, und (2) weil es antiinflationistisch gewirkt hat. Trotzdem sieht sich nun das System neuen Problemen gegenüber: (a) der Liberalisierung und Deregulierung, (b) der schwindenden Entschlossenheit, die Inflation zu bekämpfen, (c) dem

Wunsch der Gruppe der Sieben (G-7) auf eine spezifische Kooperation und Koordination der Wirtschaftspolitik, und (d) der britischen Unentschlossenheit, am Europäischen Wechselkursmechanismus teilzunehmen. Aber es gibt eigentlich keinen Zweifel, wie *Elias Karakitsos* zeigt, daß es viel Asymmetrien in der Geldpolitik der unabhängigen, europäischen Länder einerseits und den Vereinigten Staaten andererseits gibt, die dahin tendieren, die internationale Kooperation zu untergraben. Wirtschaftswissenschaftliche Arbeiten zeigen deutlich, daß (1) Europa auf eine monetäre Expansion weniger mit wirtschaftlichem Wachstum und eher mit Inflation reagiert als die Vereinigten Staaten, und daß (2) der Einfluß eines steigenden Preisniveaus auf die Arbeitslosigkeit in Europa zehnmal größer ist als in den Vereinigten Staaten.

Die internationale Verschuldung kann nach *Manfred Borchert* normalerweise nur durch einen Transfer von Realgütern (flows) oder einen Transfer von Kapital (stocks), z. B. mit Hilfe von Aktien-Swaps, gelöst werden, was in der Realität Importe ausländischen Kapitals erfordert. Wenn diese Maßnahmen sich als ungenügend erweisen, sollten Verhandlungen zwischen Kreditoren und Schuldern stattfinden, um die Struktur der ausstehenden Auslandsschulden zu ändern. Borchert weigert sich, den Internationalen Währungsfonds als letzten Kreditgeber für Zentralbanken seiner Mitgliedsländer zu akzeptieren, um die internationale Schuldenkrise zu lösen. Obwohl er zugibt, daß die Defizite auch externen Faktoren zuzuschreiben sind – wie einer Zunahme des Zinsniveaus, einer weltweiten Rezession oder chronischen Überschüssen in einigen Ländern –, bleibt er der Meinung, daß das Hauptproblem in den meisten verschuldeten Ländern darin liegt, daß ihre Passiva ungenügend durch Aktiva gedeckt sind. Er würde einen erweiterten Gebrauch von Einlagezertifikaten und anderen handelsfähigen Instrumenten empfehlen, um die Schuldenlast der verschuldeten Länder zu mildern. Offensichtlich behandelt dieser Autor die Schuldenfrage mit strikt wirtschaftlichen Argumenten, und er scheint keine Konzeption irgendeiner Art zu haben, die sozialen Kosten für die betroffenen Menschen zu mildern.

In seinem Beitrag über die Wirksamkeit der Geldpolitik bei Liquiditätsbeschränkungen betont *George Hadjimatheou* seine Vorliebe für das keynesianisch-theoretische Gerüst einer recht stabilen, an verschiedene Einkommenshöhen angepaßten Konsumfunktionen. Dies schließt ein Entsparen bei abnehmendem Einkommen ein. Regierungen seien deshalb berechtigt, Maßnahmen zu ergreifen, um die Wirkungen von Liquiditätsbeschränkungen in einer solchen Situation zu vermeiden oder zu lindern.

Im letzten Beitrag zeigt *Philip Arestis*, der Herausgeber von *Contemporary Issues in Money and Banking*, ein höchst scharfsinniges, methodologisches Vorgehen, um die Gültigkeit von Geldnachfrage-theorien in drei kleinen Entwicklungsländern, Mauritius, Malta und Zypern, zu untersuchen. Die Ergebnisse dieser Untersuchung scheinen die Diskontpolitik der Zentralbank zu rechtfertigen, mit Ausnahme vielleicht von Mauritius.

Vor dem Résumé eines hochinteressanten und instruktiven Buches über zeitgenössische Probleme auf dem Gebiet Geld und Banken sollte erwähnt werden, daß das Buch zu Ehren von *Professor Stephen F. Frowen*, dem ersten Inhaber der Bundesbank-Professur für Internationale Währungspolitik an der Freien Universität Berlin, der nun am University College London tätig ist, geschrieben wurde. In der Mitte der 50er Jahre wurde er zum Chefredakteur der seit 1844 bestehenden Londoner Bankzeit-

schrift *The Bankers' Magazine* (heute *Banking World*) ernannt und lehrte später als Professor für Geld und Banken an englischen und deutschen Universitäten.

Zum Schluß bleibt die Frage, ob der Anstoß zu all den Finanzinnovationen lediglich einem Geist selbstloser Dienstleistung entspricht, einem Geist der Solidarität, oder aber ob er mehr dem blinden Drang entspricht, jeden möglichen Weg zu steigenden Gewinnen aufzuspüren; und dies in einer Welt schärfsten Wettbewerbs, in der sich mächtige wirtschaftliche Zusammenballungen entwickeln werden, sobald sich erst der einheitliche europäische Markt eingespielt haben wird. Es sind diese beunruhigenden Gedankengänge, die die Gewissen der Nationalökonomien in Banken wie auch der Finanziers aufrütteln sollten, um nicht nur die Vorteile globaler Finanzmärkte und monetärer Interdependenz zu realisieren, sondern auch die Gefahren eines vollkommen autonomen Marktes ohne jede Kontrolle zu vermeiden. In irgendeiner Form werden institutionelle Kontrollen erforderlich werden, entweder in der Form einer weltweiten Zentralbank oder eines zentralisierten, föderativen Reservesystems, um diese neuen Kräfte zum Wohlergehen aller Menschen hinzulenken und nicht allein zu den wenigen Privilegierten.

A. J. Fonseca, S. J.

*D. Bender et al.*: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik. 2 Bände. 3. überarbeitete und erweiterte Auflage 1988. Band 1: VIII, 603 S. kart. DM 48,-; Band 2: VIII, 615 S. kart. DM 48,-.

Dieses nun bereits in der 3. Auflage vorliegende, umfassende zweibändige Kompendium hat seit seinem ersten Erscheinen im Jahre 1980 in Fachkreisen rasch Anerkennung gefunden. Jeder Band enthält 10 in sich abgeschlossene Darstellungen einzelner Stoffgebiete der Volkswirtschaftslehre, die allerdings von den Autoren gemeinsam konzipiert worden sind. Es beginnt mit einem Überblick über „Wirtschaftssysteme“ (*J. Thieme*) und den Grundzügen von „Wirtschaftskreislauf und Gesamtwirtschaftliches Rechnungswesen“ (*L. Hübl*). Dann werden die gängigen mikro- wie makroökonomischen Teilgebiete abgehandelt, wobei die gewählte Reihenfolge der Beiträge nicht immer ganz einleuchtet. Da die Beiträge jedoch jeweils für sich gelesen werden können, tut dies inhaltlich wenig zur Sache.

Nach einem Überblicksartikel von *E.-M. Claassen* („Ökonomische Aspekte gesellschaftlicher Probleme“), der die grundsätzliche Notwendigkeit staatlicher Interventionen im marktwirtschaftlichen System aufzeigt, folgen sieben Beiträge zu wirtschaftspolitischen Schwerpunkten.

Jeder Beitrag verfügt am Ende über ein kurz kommentiertes Literaturverzeichnis mit Schwergewicht auf der deutschsprachigen Studienliteratur. Im Text selbst werden zusätzlich zahlreiche Literaturangaben gemacht, die an den aktuellen Diskussionsstand heranreichen.

Einem Kompendium durchaus gerecht werdend sind die Beiträge in erster Linie als reine Survey-Artikel konzipiert. Es wird ein einführender Überblick über die herrschenden Ansätze sowie die neueren Entwicklungen gegeben. Es ist aus Raumgründen hier natürlich nicht möglich, auf die Beiträge jeweils einzeln einzugehen. Stellvertretend für die anderen seien hier nur kurz die „monetären“ Artikel vorge-

stellt, welche die Leser von „Kredit und Kapital“ vermutlich besonders interessieren werden.

*D. Kath* gibt in seinem Beitrag „Geld und Kredit“ einen guten Überblick über die Rolle des Geldes in Volkswirtschaften, stellt die verschiedenen Geldkonzepte vor, skizziert die Grundzüge der Geldnachfrage- und -angebotstheorie und geht schließlich noch auf den – portfoliotheoretisch-monetaristischen – Transmissionsmechanismus monetärer Impulse ein.

Den „Währungsparat“ hat *M. Willms* übernommen. Neben der üblichen und notwendigen Darstellung von Zahlungsbilanz- und Wechselkursfragen werden auch die im Rahmen des EWS und der währungspolitischen EG-Integration besonders aktuellen Probleme der Währungs Kooperation, Währungsunion bzw. des optimalen Währungsgebietes diskutiert.

Das Thema „Inflation“ wird von *D. Cassel* abgehandelt. Besonders intensiv setzt er sich dabei auch mit den nicht-monetären Inflationstheorien auseinander und spart zudem das interessante Phänomen der Inflation in Planwirtschaften nicht aus. Bedingt durch die weitgehend administrative Preisfixierung tritt sie dort vorwiegend in Form einer „Kassenhaltungsinflation“ in Erscheinung. Wegen der übermäßigen (geplanten) Geldversorgung klaffen „Kauffonds“ und der weniger expandierende „Warenfonds“ zunehmend auseinander: „Diese Politik des reichlichen Geldes erleichtert zugleich den Absatz der häufig nicht bedarfsgerechten Konsumgüterproduktion und ermöglicht den prinzipiell den produktions- und nicht absatzorientierten Betrieben die Erfüllung ihrer Planaufgaben“ (S. 312).

Es ist kaum ein Geheimnis – ein Blick in die Namensliste der Autoren macht dies dem Eingeweihten deutlich –, daß die Darstellungen überwiegend aus neoklassischem Blickwinkel bzw. mit monetaristischer Brille verfaßt sind. Zwar werden (natürlich) auch die anderen Ansätze gebührend referiert, ihre Würdigung fällt allerdings oft recht parteiisch aus. Dagegen ist im Prinzip zwar nichts einzuwenden; jeder hat, sei es bewußt, sei es unbewußt, seinen theoretischen oder ideologischen Standpunkt. Als Mangel muß allerdings empfunden werden, daß die massive Kritik, der sich der neoklassische Ansatz seit Jahr(zehnt)en ausgesetzt sieht, in den Einzelbeiträgen faktisch nicht thematisiert wird. Dies erscheint gerade für ein Werk, das aus der Sicht der Autoren „auch in der Art eines Lehrbuchs verwendet werden kann“, recht unangemessen. Aus der Lehrpraxis weiß man, wie schwer sich die Studierenden mit den zum Teil heroischen Prämissen der neoklassischen Modellwelt tun. Da ist von Gleichgewichten, von Vollbeschäftigungstendenz, ertragsgesetzlichen Kostenkurvenverläufen die Rede, und zwar so, als ob es eine reine Selbstverständlichkeit wäre. Die Lücke, die zwischen der sich als weitgehend heil präsentierenden neoklassischen Theoriewelt und der gemessen daran offensichtlich desolaten Realität klafft, veranlaßt die Leser unter Umständen dazu, den Darstellungen zu mißtrauen und/oder zumindest für die Realität als wenig relevant zu erachten. Um nicht mißverstanden zu werden: Die einzelnen Beiträge des Kompendiums sind als solche weder schlecht noch fehlerhaft, nur teilen sie das gravierende Defizit der herkömmlichen Lehrbuchliteratur: Sie verschweigen, übersehen oder verharmlosen die kritischen Bedenken und Einwände, die das orthodoxe Lehrgebäude zum Teil auf einen recht engen Gültigkeitsbereich eingrenzen, zum Teil an der Festigkeit ihrer Grundpfeiler rütteln, insbesondere, was ihre Relevanz für die Analyse der Wirklichkeit betrifft.

Es ist sicher kein Zufall, daß das Werk keinen Beitrag enthält, der eine Einführung in die methodologischen Probleme des Fachgebiets gibt. Es wäre wünschenswert gewesen, den Lesern zunächst das grundsätzliche Problem der Theoriebildung sowie des Zusammenhangs zwischen Theorie und Realität aufzuzeigen. Das Fehlen eines solchen methodologischen Vorspanns ist das folgerichtige Ergebnis der Tatsache, daß – etwas provokativ formuliert – die Neoklassik sich eben nicht für die Realität, sondern nur für ihre Modelle interessiert.

Michael Burchardt, Berlin

*Andreas Michael Seum*: Das Anlageverhalten der Sparer. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main 1988. 231 S. DM 34,-.

Die Thematik, das Geldanlageverhalten privater Haushalte zu erklären, geht *Seum* nach einleitenden Kapiteln von zwei Seiten her an: Während der größere Teil der Untersuchung darauf abzielt, jeweils Bestimmungsgründe für den Erwerb einzelner Geldvermögensarten durch private Haushalte ökonomisch zu ermitteln, besteht der zweite Ansatz in einer mehr deskriptiven Erklärung des sich im Zeitablauf wandelnden Anlegerverhaltens. Danach unterscheidet der Autor, beschränkt auf die bundesrepublikanische Nachkriegsgeschichte, drei deutlich durch „Qualitätssprünge“ (S. 19) getrennte Perioden: Die 50er und frühen 60er Jahre, in denen das Sicherheitsmotiv – einen „Notgroschen“ zu schaffen – dominierte, die weiteren 60er und frühen 70er Jahre, als das Zwecksparen im Vordergrund stand und schließlich die darauf folgende Zeit, als Vermögensbildung und Altersvorsorge wichtig wurden. Diesen Wandel stellt *Seum* in verschiedenen Zusammenhängen heraus, macht ihn aus den wirtschaftlichen Gegebenheiten heraus plausibel und leitet daraus Rollen für einzelne Geldvermögensarten ab.

Bei der Analyse des jeweiligen Erwerbs von Geldvermögensformen im Zeitraum 1970 - 85 stützt sich die Arbeit auf die Abgrenzungen und Daten der Geldvermögensrechnung der Deutschen Bundesbank. Dabei werden zweckmäßigerweise drei Gruppen unterschieden: Bankeinlagen, Wertpapiere und Geldanlage bei Nichtbanken. Einführende Überlegungen beziehen sich jeweils auf die Entwicklung dieser Gruppenaggregate, bevor dann Regressionsanalysen für insgesamt neun Geldvermögensarten (Spareinlagen, festverzinsliche Wertpapiere, Geldanlage bei Versicherungen, usw.) durchgeführt werden. Auffällig ist die deutliche Dominanz des verfügbaren Einkommens für die Geldanlage bei Nichtbanken. Diese Trendkomponente hat weiterhin auch für Sicht- und Spareinlagen Bedeutung. Ansonsten bestimmen Zinseinflüsse und Substitutionsbeziehungen zu anderen Geldvermögensformen die Anlageentscheidungen. Immerhin zwei Drittel der Gleichungen beinhalten Variable mit Zeitverzögerung: ein plausibles Ergebnis, da es um das Verhalten von Haushalten geht.

Allerdings wirken diese für die neun Geldvermögensformen durchgeführten multiplen Regressionsanalysen zu stark voneinander isoliert. Dieser Eindruck wird auch durch die Arbeit selbst hervorgerufen, indem die Einführung eines (portfolio-) theoretischen Rahmens (S. 51 ff.) – so knapp er auch gehalten sein mag – in der empirischen Untersuchung nicht durchgängig weiterverfolgt wird. Etwas enttäuschend insbesondere, daß zwar Risikogesichtspunkte als Kernstück der Portfoliotheorie erläutert

werden (S. 58 ff.), aber aufgrund des gewählten Analyseverfahrens keine Berücksichtigung finden können. Die realisierte Vorgehensweise liefert auch keinen unmittelbaren Aufschluß über die Aufteilung eines Vermögensbestandes. Möglicherweise hätte eine Reduktion der zulässigen Parameter – wenngleich unter Verlust an Schätzgenauigkeit – Hinweise auf wesentliche übergreifende Entscheidungsregeln bieten können.

Noch in einer zweiten Hinsicht stellt sich aus der Arbeit selbst heraus die Frage nach den Erkenntnismöglichkeiten des gewählten Vorgehens. Auf der einen Seite stellt der Autor gravierende Verhaltensänderungen in den Vordergrund, hebt die abrupten Wirkungen von Gesetzesänderungen hervor und konstatiert „als eine Art Fazit die Verschiedenartigkeit der den Untersuchungszeitraum umspannenden vier Phasen“ (S. 87). Auf der anderen Seite operiert er dann immerhin über einen 15-Jahres-Zeitraum mit „Durchschnittswerten“.

Insgesamt jedoch sollen die – auch von *Seum* eingeräumten – Fragezeichen nicht verdecken, daß das (auch aus anderen Untersuchungen) zusammengetragene Material sowie dessen Aufarbeitungen interessante Einsichten bieten und zu klaren Ergebnissen führen.

Lukas Menkhoff, Frankfurt

G. Franke und H. Hax: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt. Springer Verlag, Berlin et al., 1988. 486 S.

Mit diesem Lehrbuch liegt endlich ein deutschsprachiges Werk vor, das versucht, eine Gesamtdarstellung des heutigen, als einigermaßen gesichert geltenden Standes der finanzmarktorientierten Theorie der betrieblichen Finanzwirtschaft zu geben; Werke, wie sie im angelsächsischen Sprachraum seit geraumer Zeit verfügbar sind. Der immer noch unter unseren Studenten – und nicht nur unter ihnen – verbreiteten Schwellenangst vor einem englischsprachigen Lehrbuch wird mit diesem Versuch der Boden entzogen, wozu in erfreulicher Weise der Umstand beiträgt, daß auf beständig überkritische bis ablehnende Kommentierung der vorzutragenden theoretischen Überlegungen verzichtet wird.

Das Material, das das Buch behandelt, ist in insgesamt acht Kapitel gegliedert. Das erste Kapitel widmet sich Aufgaben und Zielen des Finanzbereichs der Unternehmung. Es orientiert sich dabei bereits konsequent an der modernen Sicht, die die Probleme entscheidungsorientiert auf die (durchaus unterschiedlichen) Interessen aller am Unternehmensprozeß Beteiligten projizieren. Zugleich wird die für finanzwirtschaftliche Probleme dominante Rolle der Zahlungsmittel Ebene (Stichwort: Liquidität) und ihre Einbindung in das Interessengeflecht und in das Rechnungswesen deutlich gemacht. Kapitel 2 führt den Zusammenhang zwischen Finanzwirtschaft und Rechnungswesen des Unternehmens weiter aus, wobei im einzelnen die finanzwirtschaftliche Erfolgsmessungen und die traditionellen Instrumente von Finanzplanung und Finanzkontrolle behandelt werden. Motiviert wird diese Darstellung vor allem wieder aus der Zielsicht: An Erfolgsgrößen des Rechnungswesens knüpfen Ansprüche von Financiers an, ihnen wird oft Informationsgehalt in Hinsicht auf eine Erfolgskontrolle bzw. in Hinsicht auf eine Vorbereitung finanzwirtschaftlicher Entscheidungsrechnungen zugemessen. Mit solchen Entscheidungsrechnungen befassen sich die Kapitel 3, 4 und 5.



Zunächst werden in Kapitel 3 Entscheidungen bei Sicherheit diskutiert; vollkommener Kapitalmarkt und individuelle intertemporale Konsumnutzenmaximierung werden von den Verfassern als theoretisches Fundament der klassischen Investitionsrechnungsverfahren, die von einer separierenden Betrachtung von Investition und Finanzierung ausgehen, herausgestellt. Leider versäumen es die Verfasser, bereits hier den für die moderne Kapitalmarkttheorie so zentralen Gedanken der Arbitrage und der Arbitragefreiheit einzubringen, ein Gedanke, der die klassischen Investitionsrechnungsverfahren allein auf Dominanzgesichtspunkte ohne Rückgriff auf Konsumpräferenzen (Indifferenzkurvenanalyse etc.) aufzubauen gestattet, der zugleich eine konsistente Formulierung der Fristigkeitsstruktur der (risikofreien) Zinssätze erlaubt. Hier hätte schon der Bogen zu Kapitel 6 (Die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt) geschlagen werden können, wodurch eine größere Geschlossenheit der Gesamtkonzeption hätte erzielt werden können. Insgesamt ist Kapitel 3, das im weiteren Verlauf den Steuereinfluß und den Einfluß von Inflation sowie den Einfluß von Marktunvollkommenheiten (z. B. Finanzierungsrestriktionen) auf die Investitionsentscheidung untersucht, daher eher traditionell ausgefallen.

Den Ausgangs- und Kernpunkt moderner Betrachtung der Finanzmärkte bildet zweifellos das Unsicherheits- bzw. Risikoproblem. Das Kapitel 3 findet im Rahmen der Darstellung der Verfasser eine konsequente Fortsetzung in Kapitel 4, das Planungstechniken bei Unsicherheit behandelt: Auch hier stehen die zum festen Bestand traditioneller Investitionsrechnungen gehörenden Lehrstücke der Risikoanalyse, der starren und flexiblen Planung im Vordergrund. Den Übergang zur modernen Problemsicht bildet Kapitel 5 mit der Darstellung der Bewertung von Investitionen bei Unsicherheit von den entscheidungstheoretischen Grundlagen des *Bernoulli*-Prinzips über den Grundgedanken der Portfolio-Optimierung zur Betrachtung von Marktwert- und Nutzenkriterium. Hier hat der Rezensent denselben Mangel an Konsequenz zur wirklich modernen Sichtweise zu bedauern wie im Fall der Sicherheit: Der Zusammenhang mit der viel weniger an individuellen (Risiko-)Präferenzen anknüpfenden Arbitrage Theorie wird nicht genutzt; so wird in Abschnitt 5.3.2 die Wertadditivität – zumindest zunächst – isoliert von dem in Abschnitt 6.2.1 behandelten Prinzip der Arbitragefreiheit dargestellt. Immerhin werden aber drei klassische Bewertungsfunktionen (der erwartete Kapitalwert (warum nicht schon der Kapitalwert bei Sicherheit?), der State-Preference-Ansatz und das Capital Asset Pricing Model (CAPM) als Beispiele für Wertadditivität dargestellt.

Das Zentrum der kapitalmarkttheoretischen Forschung – die Preisbildungstheorien für den Kapitalmarkt – handeln die Verfasser in Kapitel 6 auf nur etwa vierzig Seiten ab; dabei werden Grundzüge der Optionspreistheorie, Arbitrage Theorie, State-Preference-Ansatz und CAPM in, wie das Buch durchgängig verfährt, überwiegend verbaler und doch präziser, die wesentlichen Argumente heraushebender Weise dargestellt (wo formale Ableitungen größeren Umfangs der Sache nach unumgänglich erscheinen, sind sie jeweils Anhängen zu den einzelnen Kapiteln anvertraut worden); entgegen den meisten sonstigen Lehrbuchdarstellungen wird das CAPM – zusätzlich zur eher konventionellen Herleitung in Kapitel 5 – hier aus dem State-Preference-Ansatz als Spezialfall hergeleitet. Neben diesen Herleitungen enthält dieses Kapitel außerdem noch eine sehr instruktive Behandlung des Problems der Informationseffizienz des Kapitalmarktes anhand eines einfachen Modellansatzes der Informationsverarbeitung. Hier hätte sich der Rezensent einen noch stärkeren Bezug zum Konzept des Informationswertes nach *Marshall* auf der einen Seite und einen klareren Hinweis

darauf gewünscht, daß der Informationsvorteil sich, jedenfalls im entwickelten Modell, nur im Erwartungswert niederschlägt, daß bei näherer Betrachtung aber auch das Risiko steigt, so daß das Modell ein einleuchtendes Ergebnis nur für den Fall der Risikoneutralität aufweist.

Die beiden Schlußkapitel führen die Überlegungen zu den finanzwirtschaftlichen Zielen und die zu der Marktbewertung von (sicheren oder unsicheren) Zahlungsströmen mit den institutionellen Gegebenheiten der Bundesrepublik Deutschland (interpretierende Darstellung in Kapitel 7) zusammen und wenden sie in einer Beurteilung auf Probleme der Finanzierungspolitik an. Kernpunkte sind hier die Unterscheidung externer und interner Effekte – die in der neoklassischen Kapitalmarkttheorie keine Rolle spielt – sowie das Konzept effizienter Verträge. Mit diesen Kapiteln gehen die Verfasser über den Standardstoff gängiger Lehrbücher hinaus. Hier gelingt in besonders beeindruckender Weise eine Darstellung von praxisrelevanten Fragestellungen im Lichte einer fortgeschrittenen Theorie.

Das vorliegende Buch wendet sich ausweislich des Vorwortes nicht zuletzt an Studierende und Praktiker, die sich über den Erkenntnisfortschritt in dem angesprochenen Gebiet informieren wollen. Diesen Zweck erfüllt das Buch ohne jeden Zweifel: Es ist nicht nur diesem Personenkreis als anregende, stets anspruchsvolle, aber nie überfordernde Lektüre überaus zu empfehlen. Daß es in der Gesamtkonzeption noch merkbare Spuren zweier Forscherpersönlichkeiten gibt, ist bei der ersten Auflage eines Gemeinschaftswerkes nicht verwunderlich. Einer zweiten Auflage wäre eine noch deutlichere Einstellung der investitionstheoretischen Elemente unter das gemeinsame Dach der Arbitrage Theorie zu wünschen, wodurch eine stärkere konzeptionelle Verklammerung des gesamten Buches erreicht werden könnte.

Jochen Wilhelm, Passau