

## Buchbesprechungen

Laux, Helmut (1998): *Risikoteilung, Anreiz und Kapitalmarkt*, Heidelberger Lehrtexte Wirtschaftswissenschaften, Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg, New York.

Das Buch ‚Risikoteilung, Anreiz und Kapitalmarkt‘ von Helmut Laux erhebt den Anspruch, zusammen mit dem hier nicht besprochenen Werk ‚Entscheidungstheorie‘ des gleichen Verfassers „einen Überblick über Problemstellungen und Lösungsansätze der normativen Entscheidungstheorie zu geben ... Es wird untersucht, unter welchen Bedingungen bei einer Teilungsregel Pareto-Effizienz und/oder Anreizkompatibilität besteht“. Das zentrale Thema, der Zielkonflikt zwischen der Risikoteilung und der Anreizwirkung finanzieller Arrangements, spielt in der jüngeren Finanzierungstheorie eine wichtige Rolle. Er wird in einigen modernen Finanzierungslehrbüchern unter den informationsökonomischen Ansätzen behandelt. Dennoch fehlt eine anspruchsvolle Einführung in das Thema auf dem deutschsprachigen Markt.

Um es an dieser Stelle gleich vorwegzunehmen. Das vorliegende Buch schließt diese Lücke nur teilweise. Der Grund hierfür ist ein konzeptioneller. Laux hat sein Buch über weite Strecken als Ausarbeitung seines eigenen, durchaus beachtlichen Forschungsbeitrages zur Delegationsproblematik geschrieben. Ihm gebührt das Verdienst, diese Fragestellung bereits sehr früh untersucht zu haben. In der weiteren Entwicklung des Forschungsgebietes hat sich aber eine Herangehensweise durchgesetzt, die sich von dem Lauxschen ‚Delegationswertkonzept‘ in wichtigen Punkten unterscheidet. Da Laux auf den ‚Mainstream‘ lediglich in Randbemerkungen eingegangen und zudem eine eigene Terminologie pflegt, sehe ich nur einen eingeschränkten Einsatzbereich.

Vergegenwärtigen wir uns zunächst die übliche Methodik, wie sie praktisch der gesamten Prinzipal-Agent-Literatur sowohl in ihrer Anreiz- als auch in ihrer Selektionsvariante zugrunde liegt. Ausgangspunkt für das Anreizproblem ist die Annahme, daß eine Aktivität (oder Eigenschaft) eines Agenten nicht unmittelbar zum Bestandteil des Vertrages gemacht werden kann. Die in Finanzkontrakten verbrieften Zahlungsansprüche haben damit Auswirkungen auf die Aktivität des Agenten. Als erster Schritt der Analyse wird die Entscheidungssituation präzisiert. Hierzu gehören mindestens Annahmen über die Präferenzen der Parteien, welche sich über Zahlungen hinaus auch auf Aktionen (Arbeitsleid, Prestigegewinn) beziehen können, und über die Auswirkung der nichtkontrahierbaren Aktion auf die Erträge.<sup>1</sup> Für dieses Entscheidungsproblem werden dann optimale Lösungen gesucht. In der üblichen Terminologie sind diese Kontrakte sowohl *anreizkompatibel* als auch (*ex-ante*) *paretoeffizient*, obwohl sie i. a. weder zur besten Risikoteilung führen noch die besten Anreize setzen. Paretoeffizienz bezieht sich dabei immer auf die Optimalität eines Kompromisses im Zielkonflikt zwischen Risikoteilung und dem Wunsch, dem Entscheidungsträger die richtigen Anreize zu setzen. Anreizkompatibilität besagt, daß der Ent-

---

<sup>1</sup> Diese kann zum Beispiel den Erwartungswert des Endvermögens erhöhen oder das Risiko beeinflussen. Darüber hinaus werden oft kontrahierbare Aktionen (Monitoring etc.) eingeführt, das Format zulässiger Verträge beschränkt, Vermögensrestriktionen eingeführt etc.

scheidungsträger bei der gewählten Teilungsregel die im Vertrag implizit vorhergesehenen Aktionen tatsächlich wählt – ohne daß diese notwendigerweise die erstbesten wären.

Die Besonderheit des Lauxschen Ansatz manifestiert sich bereits im ersten Teil des Buches, der zweiseitigen Teilungsverträgen gewidmet ist. Nachdem das Konzept der zustandsabhängigen Nutzenfunktion eingeführt wurde, erläutert Laux ausführlich die Eigenschaften von Verträgen, die Risiken effizient teilen. Hierbei wird zunächst von einem möglichen Anreizproblem abstrahiert. Bei der isolierten Betrachtung der Risikoteilung folgt Laux noch dem oben skizzierten Vorgehen. Ausgehend von einer durch Annahmen zur Nutzenfunktion, den Erwartungen (homogen/heterogen) und der Bedeutung von Umweltzuständen spezifizierten Entscheidungssituation wird die optimale Teilungsregel charakterisiert. In der ausführlichen Behandlung der optimalen Risikoteilung *ohne* Anreizproblem sehe ich den Hauptbeitrag des Buches. Der methodische Bruch erfolgt mit der Hinwendung zum Anreizproblem. Dieses bleibt völlig unbestimmt. Weder ist festgelegt, wer eine Entscheidung treffen kann, für wen damit Anreize überhaupt eine Rolle spielen, noch wird präzisiert, welchen Einfluß die Entscheidung auf die Ertragsverteilung hat. Laux definiert ein spezifisches Kriterium der Anreizkompatibilität, losgelöst von der konkreten Entscheidungssituation. Er verlangt von einer anreizkompatiblen Teilungsregel, daß die Präferenzen der beiden Seiten für jede beliebige Veränderung der Wahrscheinlichkeitsverteilung der Erträge harmonieren. Dies würde erstbeste Anreize in einem sehr allgemeinen Sinn gewährleisten. Gleichgültig wer der Entscheider ist und welche Entscheidung zu fällen ist, es käme nie zu einem Interessenkonflikt der Parteien, und die Wahl der erstbesten Aktion wäre gesichert.

Leider existieren derartige ‚Allzwecklösungen‘ so gut wie nie. Selbst wenn man unterstellt, daß der Nutzen der Parteien nur von den Auszahlungen des Finanzkontraktes abhängt, womit Interessenkonflikte durch Arbeitsleid, Prestige etc. und Umweltzustände außerhalb des Vertrages ausgeblendet werden, können nur dürrtige Ergebnisse abgeleitet werden. Bei speziellen Nutzenfunktionen, für die eine optimale Risikoteilung durch einen linearen Teilungsvertrag erreicht wird (etwa die quadratische), können zugleich die Risiken optimal geteilt und Anreizkonflikte vollständig vermieden werden. In allen anderen Fällen besteht ein Zielkonflikt zwischen Anreizen und Risikoteilung. Über die Konstatierung eines generischen Zielkonfliktes hinaus kann jedoch nichts über den optimalen Teilungsvertrag gesagt werden. Es ist in meinen Augen die Hauptschwäche des Buches, daß es sich durchgängig mit der Feststellung begnügt, ob ‚Anreizkompatibilität‘ im Lauxschen Sinne vorliegt oder nicht, und nie die Frage aufgreift, wie effiziente Lösungen aussehen könnten, wenn Kompromisse eingegangen werden müssen. Zu diesem Problem existiert schließlich eine reichhaltige Literatur, die mit vielen konstruktiven Ergebnissen zu optimalen Finanzkontrakten aufwarten kann.<sup>2</sup>

Während die Behandlung der Anreizprobleme enttäuscht, zeigt das Buch seine Stärke in der Analyse der reinen Risikoteilung. Die explizite Frage nach der optima-

<sup>2</sup> Hier liegt auch der Ausgangspunkt für die leicht irreführende Diskrepanz in der Terminologie. Wenn Laux von ‚pareto-effizienter Risikoteilung‘ spricht, meint er das, was in der Literatur gemeinhin als ‚erstbeste Risikoteilung‘ bezeichnet wird, die i. a. *nicht* mehr pareto-effizient ist, wenn zusätzliche Anreizprobleme zu lösen sind. Natürlich steht es jedem Autor frei, Begriffe zu definieren wie er will. Ein Lehrbuch muß Studenten jedoch auch befähigen, sich selbständig in der Literatur zu orientieren. Es bedürfte daher guter Gründe die etablierte Fachterminologie umzuinterpretieren, und solche kann ich nicht erkennen.

len Risikoteilung hat dem üblicherweise betrachteten Problem der Diversifikation gegenüber deutliche Vorteile. So läßt sich die Intuition für die Wohlfahrtsgewinne der Risikoteilung bereits am vergleichsweise einfachen Beispiel zweiseitiger Teilungsverträge gut entwickeln. Hier gelingt es Laux, die Bedeutung der Einkommensabhängigkeit der Risikoaversion, heterogener Erwartungen und mehrdimensionaler Zielfunktionen (modelliert als zustandsabhängige Nutzenfunktion) für die Struktur optimaler Risikoteilungen herauszuarbeiten. Damit können weit mehr Einflußfaktoren berücksichtigt werden als dies bei der Untersuchung von Diversifikationsvorteilen im Rahmen von Kapitalmarktmodellen der Fall ist.

Kapitalmärkte werden im zweiten und dritten Teil betrachtet. Zur Erklärung des Kapitalmarktgleichgewichtes werden das CAPM und der State-Preference-Ansatz vorgestellt. Das dem CAPM zugrunde liegende  $\mu$ - $\sigma$ -Entscheidungsmodell kann aus restriktiven Annahmen über die Nutzenfunktionen der Anleger (quadratische) oder aus der Annahme der Normalverteilung der Erträge riskanter Wertpapiere abgeleitet werden. Im zweiten Fall sind keine einschränkenden Annahmen über die Nutzenfunktionen nötig. Die explizite Analyse des Risikoteilungsproblems zeigt nun, daß die durch die Normalverteilungsannahme gewonnene Verallgemeinerung bezüglich der Nutzenfunktionen bescheidener ist als oft angenommen. Im CAPM-Gleichgewicht findet eine proportionale Teilung der riskanten Erträge statt. Diese ist jedoch nur für eine bestimmte Klasse von Nutzenfunktionen pareto-effizient. Im allgemeinen könnte daher durch die Einführung von Wertpapieren mit nicht-normalverteilten Erträgen die Risikoteilung verbessert werden, womit die Frage aufgeworfen wäre, was die Einführung dieser Kontrakte verhindert. Diese ‚Inkonsistenz‘ der Normal-Verteilungs-Variante des CAPM wird nicht unmittelbar ersichtlich, wenn nur nach der optimalen Diversifikation eines Portfolios existierender Wertpapiere gefragt wird.

Neben der inhaltlichen Konzeption ist bei einem Lehrbuch auch danach zu fragen, wie leicht es sich dem Studenten erschließt. Hier ist zunächst positiv hervorzuheben, daß jedes Kapitel mit einer Problemstellung beginnt und mit einer knappen Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse und Hinweisen auf weiterführende und vertiefende Literatur endet. Die Literaturhinweise sind allerdings heterogen, so daß der Leser durch eine Kommentierung viel gewonnen hätte. Die einzelnen Schritte der Beweisführung sind immer sorgfältig dokumentiert. In vielen Fällen wird neben der algebraischen Herleitung auch eine grafische Illustration gegeben. Oft finden sich auch Zahlenbeispiele. Allerdings hat diese sehr breit angelegte Erläuterung der Gedankenführung auch Nachteile. So wird der Unterschied zwischen dem Beweis einer allgemein formulierten Behauptung und einem speziellen illustrativen Beispiel für meinen Geschmack nicht immer genügend deutlich gemacht. Auch ist der zusätzliche Erkenntnisgewinn teilweise recht gering. Manche Beispiele und Sonderfälle haben durchaus den Charakter von Übungsaufgaben, die den Studenten zur selbständigen Lösung hätten überlassen werden können.

Des öfteren blieb mir die von Laux vorgenommene Gewichtung in der Darstellung unverständlich. So verwendet er etwa für das oben erwähnte Resultat zur ‚Inkonsistenz‘ der Normal-Verteilungs-Variante des CAPM nur etwa eine halbe Seite. Hier hätten Studenten, bei etwas ausführlicherer Anleitung, ihr Verständnis für die Fußangeln formaler Modelle schulen können. Für die detaillierte Ableitung der Effizienz der Risikoteilung im CAPM-Gleichgewicht bei quadratischen Nutzenfunktionen werden hingegen sechs Seiten geopfert. Insgesamt fällt es dem Leser oft schwer, sich nicht in Spezialfällen zu verzetteln und die große Linie der Argumentation im Auge zu behalten.

Franz Hubert, Berlin

Rodrik, Dani (1997): *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, Washington, 108 pp.

The starting point of this book is the view, that the most serious challenge for the world economy ahead is to ensure that increasing globalization does not disintegrate societies. Media accounts and popular books carrying titles such as “L’horreur économique” or “The Global Trap” convey the picture, that the forces unleashed by globalization are evil, indeed.

Mainstream (neoclassical) economists, on the other hand, praise the virtues of free trade, foreign investment and migration and lament the state of the public debate and the ignorance of politicians. With this book, Dani Rodrik, a professor at Harvard and a research associate at NBER and CEPR specialized in the fields of international economics, development economics and political economy, sets out to adopt a broader perspective which reduces the “yawning gap that separates the views of most economists from the gut instincts of many laypeople.” I would argue that part of this gap can be explained by the fact that economists could do a better job communicating their insights to the general public. Dani Rodrik’s book is certainly not an attempt to improve on that matter. Rather it is thought as a stimulus for his fellow-economists. To claim that these take “an excessively narrow view of the issues” – as he does in the introduction – is off the point. The study of the impact of global economic integration on labor markets, on societal norms and on the welfare state has been and continues to be a very active research field. Two volumes of scholarly papers edited by Bhagwati and Hudec (1996) and Collins (1998), respectively, may serve as examples to indicate that economists have seriously been concerned with the public’s globalization fears, in recent years. Moreover, the contributions in these two volumes cover a wide array of problems and document that there is not little controversy among economists themselves, apart from an almost unanimous agreement concerning the desirability of open markets.

What sets the present volume apart from others and what is its contribution? The distinct feature of this book, in my reading, has to do with the author’s political philosophy, namely a deep-rooted conviction in the importance of written and unwritten social norms and conventions – may they be well-understood or not – and in the need of an active government which fosters these. This value-laden perspective lures through almost each and every page of the book and leads the author to a less benign evaluation of globalization as adopted by the majority of his fellow-economists. The book provokes reaction and it is stimulating in that sense. However, the arguments are often sketchy, not tied up with another and with the body of insights derived in recent years (see e. g. the volumes cited previously) which is also annoying. Rodrik’s essay certainly does a better job in raising questions than in giving answers.

Rodrik sees three sources of tension between the global market and social stability. His first concern are the consequences of trade for labor markets and the employment relationship. According to Rodrik, the preoccupation of the recent “trade and wages”-literature with the consequences of trade between the skilled labor abundant developed world and the unskilled labor abundant developing and emerging economies misses an important aspect of globalization, namely the intra-industry trade among industrial countries themselves. If trade is of intra-industry nature, there is a second channel by which increased economic integration works to the disadvantage of (unskilled) labor apart from the traditional Stolper-Samuelson relationship: the wage elasticity of the demand for labor increases because competition on globalized product markets implies a higher price elasticity of demand for a firm’s product. Moreover, Rodrik claims that the elasticity of demand for labor generally increases in

more open economies. In fact, in the appendix he has an example, where this holds when capital becomes increasingly mobile. The consequences of a more elastic demand for labor are far-reaching, according to Rodrik, forcing workers to bear a greater incidence of non-wage costs, leading to greater volatility in employment and earnings which contributes to the widening wage differential between the skilled and the unskilled, and eroding their bargaining power. Surely this is an interesting argument which deserves further scrutiny. As presented by Rodrik there are some loose ends. For one, it is well-known that intra-industry trade by its very nature also has very benign distributional implications in the sense of “lifting all boats”, that is, real factor returns, as Bhagwati has once put it. This reduces the thrust of Rodrik’s argument. Second, the claim that the demand for labor is necessarily more elastic in more open economies has been shown not to hold in general (Panagariya, 1999). Third, Rodrik is too vague (in the body of the text as well as in the appendix) whether “labor” refers to the unskilled or to all skill-classes and therefore, whether his argument is meant to refer to a capital-labor dichotomy or to the – probably more interesting! – dichotomy between the skilled and the unskilled. Fourth, to argue as Rodrik does, that the employment increase associated with a loss of union bargaining power may actually be unwelcome from an efficiency perspective because in trade protected import competing sectors output is too high, is logically correct but doesn’t seem to have much relevance, at least from a European perspective.

Rodrik’s second concern is that international integration leads to conflicts within as well as between nations over domestic norms. Differences in social arrangements (labor standards, environmental standards, social policies) have implications for trade and investment flows, which, in turn, impinge on domestic social arrangements in other countries. These insights are found in any elementary textbook. The crucial question is whether these implications of trade should be accepted. According to Rodrik, adverse distributional implications alone do not provide a justification for imposing restrictions on trade and investment. However, if comparative advantage is founded on *processes* that are not perceived by national preferences as legitimate, he would not treat trade liberalization as a sacred cow and consider trade interference as legitimate. The problems arising from different social norms and practices are intriguing, indeed, as Rodrik shows with an example of child labor. However, his treatment of the issue is far from satisfactory. To argue that trade interference is legitimate without detailing under what circumstances opens the door for pure protectionism. Moreover, if trade is an engine of income growth and if the level of labor standards reflects the income level, interference with trade would be counterproductive. Finally, social norms (positive rights) are associated with costs. To let those decide about these norms who do not carry the costs involves problems of the public good character.

Rodrik’s third concern is the tension that globalization puts on the welfare states. At length he expounds that the rise of the welfare states in the post world war two period can be explained as a reaction towards the increasing external risks, that the citizens of the opening economies were confronted with. Notwithstanding all econometric evidence presented by Rodrik, one may question the validity of Rodrik’s hypothesis and point to other factors which account for the rise of the welfare state. A problem raised by Rodrik in the light of the above analysis is the dilemma that the demands on the state to provide social insurance rise with increasing globalization, whilst the states are less and less able to provide insurance as an ever larger share of the tax base becomes mobile. One need not follow Rodrik’s first hypothesis to see that globalization poses a real problem for the (financing of the) welfare state. The tricky question is what to do. Rodrik gives some guidelines for a “pragmatic approach to

public policy” which he addresses at economists, labor advocates, national governments and international institutions. He also hints at some specific policy measures, such as the taxation of footloose factors at the global level, with revenue sharing among nations, without closely thinking through the implications. I would agree with him that these proposals are “little more than a beginning”.

### References

- Bhagwati, J. / Hudec, R. E.*, eds., (1996), *Fair Trade And Harmonization. Prerequisites for Free Trade? Volume 1: Economic Analysis.* The MIT-Press, Massachusetts.
- Collins, S. M.*, ed. (1998), *Imports, Exports and the American Worker.* Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Panagariya, A.* (1999), *Trade Openness: Consequences for the Elasticity of Demand for Labor and Wage Outcomes.* Mimeo. University of Maryland.

Michael Pflüger, Freiburg i. Br.