

Buchbesprechungen

Luis Esteban Chalmovsky: Der internationale Zahlungsverkehr und die Devisenmärkte in der volkswirtschaftlichen Theorie und in der bankbetrieblichen Praxis. Peter Lang Verlag, Frankfurt/M. 1984, 313 Seiten, SFr. 65,-.

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 ist das Interesse an der Untersuchung der Bestimmungsgründe von Wechselkursänderungen erheblich gestiegen. Neuere empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß die in der Wechselkurstheorie im Vordergrund stehenden Modellansätze meist nur einen geringen Teil der Varianz der Wechselkursänderungen erklären können und somit nur begrenzt erklärungs- und prognosetauglich sind.

Eine wesentliche Ursache für den geringen Erklärungsbeitrag der gängigen Wechselkursmodelle sieht *Chalmovsky* in den sehr realitätsfernen Annahmen über den internationalen Zahlungsverkehr und den Devisenhandel. Der Verfasser analysiert in der vorliegenden Untersuchung, inwieweit die Annahmen ausgewählter Zahlungsbilanz- und Wechselkurstheorien über den internationalen Zahlungsverkehr und den Devisenhandel mit der bankbetrieblichen Praxis in Einklang stehen und auf welche Weise die Art der Devisenmarktdarstellung die jeweilige Erklärung des außenwirtschaftlichen Geschehens bestimmt.

Zu Beginn seiner Untersuchung setzt sich der Verfasser kritisch mit der Devisenmarktabbildung der traditionellen Ansätze der Wechselkursbestimmung auseinander. Je nach Modellvariante werden Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt danach entweder ausschließlich durch internationale Zahlungen in Verbindung mit Außenhandelsgeschäften oder durch internationale Zahlungen im Zusammenhang mit Waren- und zinsdifferenzabhängigen Kapitaltransaktionen determiniert. Nach einer systematischen Analyse der bankbetrieblichen Abwicklung internationaler Zahlungen und der Gepflogenheiten im Devisenhandel kommt *Chalmovsky* zu dem Ergebnis, daß die in den traditionellen Modellansätzen postulierte Übereinstimmung der Gesamtmengen von internationalen Zahlungen und Devisenhandelsgeschäften nur ein seltener Spezialfall darstellt. Internationale Zahlungen, d. h. Übertragungen von Zahlungsmitteln zwischen in- und ausländischen Rechtsträgern, werden heute überwiegend durch girale Verrechnung über Nostrokonten international tätiger Banken abgewickelt. Verbleiben bei einem zahlungsbewilligenden Kreditinstitut am Ende einer Verrechnungsperiode positive oder negative Salden auf den Fremdwährungskonten bei ihren Korrespondenzbanken, so kann für den Ausgleich außer einem Devisenhandelsgeschäft alternativ auch ein Geldhandelsgeschäft in dieser Währung abgeschlossen werden. Auf welche Weise der Ausgleich letztlich stattfindet, wird nach Ansicht des Verfassers auf der Basis eines Entscheidungskalküls getroffen, das im wesentlichen von Wechselkursänderungserwartungen und intervaltaristischen Zinsdifferenzen bestimmt wird. Der Abschluß eines Devisenhandelsgeschäftes ist für die Durchführung einer internationalen Zahlung keinesfalls eine notwendige Voraussetzung. Eine genaue Analyse der bankbetrieblichen Praxis des Devisenhandels läßt

den Realitätsbezug der Devisenmarktdarstellung der traditionellen Erklärungsansätze ebenfalls fragwürdig erscheinen. So kommen verschiedene Schätzungen zu dem Ergebnis, daß die Devisenhandelsumsätze weltweit bis zu zehnmal höher sind als die durch die Zahlungsbilanzstatistiken jeweils ausgewiesenen internationalen Waren- und Kapitaltransaktionen. Vor dem Hintergrund dieses Sachverhalts ist nach Ansicht des Verfassers die in der volkswirtschaftlichen Literatur zum Teil vertretene Behauptung, die Nachfrage nach Devisen einer Volkswirtschaft sei gleichzusetzen mit den in der statistischen Zahlungsbilanz ausgewiesenen Aktivpositionen, das Angebot mit den ausgewiesenen Passivpositionen, kritisch zu betrachten.

Eine Analyse des Zusammenhangs zwischen Devisenhandelsgeschäften und den in der inländischen Zahlungsbilanz abgebildeten Positionen zeigt, daß keine der zahlungsbilanzwirksamen Transaktionen notwendigerweise den Abschluß eines Devisenhandelsgeschäftes voraussetzt. Darüber hinaus weist *Chalmovsky* darauf hin, daß die zur Erfüllung eines Devisenhandelsgeschäftes getätigten Zahlungen sich nur dann in der inländischen Zahlungsbilanz niederschlagen, wenn die unmittelbar beteiligten Rechtsträger gemäß der jeweils zugrundegelegten Gliederung der Zahlungsbilanz verschiedenen selbständigen Unterguppen der Volkswirtschaft zuzuordnen sind.

Chalmovsky untersucht abschließend den Problemeinstieg der bestandsökonomischen Zahlungsbilanz- und Wechselkurstheorien, die den Devisenmarkt als reinen Bestandshaltermarkt kennzeichnen. Die Kursbildung am Devisenmarkt wird nach diesen Erklärungsmodellen durch die Pläne der Devisenmarktteilnehmer bestimmt, Vermögensbestände zu verändern, die auf Fremdwährung lauten. Dabei stellen die Wechselkursänderungserwartungen und die intervaltarischen Zinsdifferenzen die maßgeblichen Einflußgrößen für das Bestandshaltekalkül der Marktteilnehmer dar. Der Verfasser vertritt die Auffassung, daß die Kennzeichnung des Devisenmarktgeschehens im Rahmen der bestandsökonomischen Zahlungsbilanz- und Wechselkurstheorien weitgehend mit der gegenwärtigen Praxis des internationalen Zahlungsverkehrs und des Devisenhandels übereinstimmt. Als Schlußfolgerung seiner Arbeit formuliert er die recht optimistische These, daß eine möglichst geringe Abstraktion von den realen Phänomenen durch Berücksichtigung der Zusammenhänge im internationalen Zahlungswesen die Chance biete, zu einer allgemein akzeptierten Zahlungsbilanz- und Wechselkurstheorie zu gelangen.

Insgesamt liefert die vorliegende Untersuchung eine systematische und durch Verwendung buchungstechnischer Abbildungsverfahren sehr anschauliche Darstellung der gegenwärtigen Praxis des internationalen Zahlungsverkehrs und des Devisenhandels. Die Studie zeigt, daß die Wechselkurstheorie, in der seit Mitte der siebziger Jahre verstärkt bestandsökonomische Modellansätze in den Vordergrund getreten sind, auf dem richtigen Weg ist, eine realitätsnähere Abbildung des Devisenmarktgeschehens zu erreichen. Der Erklärungsbeitrag einzelner Modellansätze wird sich jedoch erst dann verbessern, wenn es gelingt, die Bestimmungsgründe der Wechselkursänderungserwartungen, denen nach Ansicht des Verfassers die maßgebliche Bedeutung für die Determinierung des markträumenden Devisenkurses zukommt, genau zu spezifizieren.

Hans-Joachim Rotländer, Bonn

Patrick Wendisch: Supply-Side Policy. Theoretische Grundlagen und prozeßpolitische Konsistenz, Frankfurt/Main 1984, 211 Seiten, 49,- SFr.

Eine in den letzten Jahren in nahezu allen westlichen Industriestaaten zu verzeichnende dauerhaft hohe Beschäftigungslosigkeit, nachlassende Wachstumsdynamik und abnehmende Produktivitätsfortschritte haben in weiten Bereichen der Wirtschaftspolitik und -theorie in zunehmendem Maße zu Zweifeln und Kritik an der Wirksamkeit der bislang dominierenden antizyklischen Globalsteuerungsstrategie geführt. Es kam vielfach zu einer Neueinschätzung der Ursachen der zu beobachteten Fehlentwicklungen. Diese Ursachen wurden nicht so sehr in einer fehlenden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gesehen, als vielmehr in allgemein verschlechterten bzw. ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, durch die eine wünschenswerte Entwicklung und Entfaltung der ökonomischen Aktivitäten mehr oder minder stark behindert werde. Dies forcierte die Verbreitung einer Vielfalt konkreter Maßnahmen und Politikvorschläge, die als angebotsorientiert galten, d. h. die darauf abzielen, die gesamtwirtschaftlichen Angebotsbedingungen zu verbessern.

Ein Hauptanliegen des Verfassers ist es, zu prüfen, ob sich diese Vorschläge, die alle für sich in Anspruch nehmen, genuin angebotstheoretischer Natur zu sein, zu einem konsistenten Theoriengebäude zusammenfassen lassen. Dabei konzentriert sich *Wendisch* auf die amerikanische Wirtschaftspolitik, „... da sie gemeinhin mit der ‚reinen‘ supply-side policy identifiziert wird ... und dieses Wirtschaftsprogramm dort mit bemerkenswerter Konsequenz verfolgt wird.“ (S. 2)

Im ersten Teil seiner Arbeit geht *Wendisch* der Frage der theoriehistorischen Verwurzelung der supply-side policy nach. Dazu gibt er zunächst einen kurzen Abriß der traditionellen Standpunkte zur Stabilisierungsaufgabe (klassische und keynesianische Position) sowie der neueren theoretischen Entwicklungen der Stabilisierungsdebatte (Monetarismus, Ungleichgewichtsökonomie und Theorie rationaler Erwartungen), durch die das Feld für eine Abkehr von traditionellen und die Implementierung von neuen Konzepten der Wirtschaftspolitik bereitet worden ist. Daran anschließend wird die Konzeption der supply-side policy dargelegt. Dabei gerät jedoch ein Anliegen des ersten Teils, nämlich die klassische Fundierung der supply-side policy aufzuzeigen, stark in den Hintergrund. Ein Punkt, der dann im zweiten Teil der Arbeit und insbesondere im dritten Teil, in dem unter anderem die klassische Fundierung einer kritischen Beurteilung unterzogen wird, kompensiert wird.

Im zweiten Teil der Arbeit setzt sich *Wendisch* mit den theoretischen Grundlagen der supply-side policy auseinander. Schwerpunktig untersucht er dabei sehr anschaulich und aufschlußreich die Wirksamkeit der für die Angebotspolitik fundamentalen Anreizmechanismen (Senkung der Grenzsteuersätze und Arbeitsangebotswirkungen bzw. Kapitalangebotswirkungen). Neben der mehr auf mikroökonomischer Grundlage basierenden Theorie der Angebotsanreize analysiert *Wendisch* auch die gesamtwirtschaftlichen Ansätze wie das *Laffer-Kurvenkonzept* sehr detailliert und zwar, dies kann man als Novum in der Diskussion der Angebotspolitik betrachten, beides vor dem Hintergrund der finanzwissenschaftlichen Steuerwirkungslehre und der klassischen Produktionstheorie. Bei seinen Beurteilungen bezieht sich *Wendisch* nicht nur auf formal-theoretische Kriterien, sondern ebenfalls auf eine kritische Würdigung empirischer Untersuchungsergebnisse. Schließlich nimmt auch der Problembereich der Reduzierung der Staatsausgaben und der staatlichen Regulierungen der Wirtschaft einen breiten Raum in den Untersuchungen im zweiten Teil ein.

Der dritte und letzte Teil der Arbeit enthält, neben der bereits angesprochenen Thematik, eine sehr kritische Bewertung der theoretischen Grundlagen der Supply-Side Policy, und *Wendisch* meldet dort erhebliche Vorbehalte hinsichtlich einer erfolgversprechenden wirtschaftspolitischen Umsetzbarkeit dieses Konzeptes an. Als Ergebnis seiner Überlegungen bescheinigt *Wendisch* der supply-side policy „ . . . insgesamt ganz erhebliche Konsistenz- und Kompatibilitätsmängel . . .“ (S. 185) und er trifft dabei die beinahe vernichtende Feststellung, „ . . . daß die Logik und Stringenz der theoretischen Argumentation (. . .) nicht erlaubt, von der supply-side Theorie als einem logisch und empirisch geschlossenem und konsistenten System zu sprechen.“ (S. 187)

Zur Gesamtbewertung der Arbeit von *Wendisch* kann man sich getrost der folgenden Aussage aus dem Geleitwort zu diesem Buch anschließen: „Ob man nun den – zum Teil sehr apodiktisch vorgetragenen, gleichwohl begründeten – Schlußfolgerungen des Verfassers in allen Punkten folgt oder nicht erscheint weniger wichtig, wichtig ist, daß der Verfasser mit seiner Arbeit auf jeden Fall – da zum Widerspruch, dem Ferment jeder wissenschaftlichen Auseinandersetzung reizend – die einschlägige Diskussion angeregt, belebt und befruchtet hat.“ (S. VI).

Armin Rohde, Hannover

Arjo Klamer: The New Classical Macroeconomics. Conversations with New Classical Economists and Their Opponents. Brighton 1984 (Wheatsheaf Books/Harvester Press). XII + 265 S. £ 15.95 (hard cover). £ 6.95 (paper).

Dies ist ein ungewöhnliches Buch. Entwicklung, Modellannahmen und wirtschaftspolitische Folgerungen des makroökonomischen Ansatzes der Neuen Klassik (New Classical Economics) werden durch Interviews mit ihren Verfechtern und Gegnern beleuchtet.

In einer kurzen Einleitung wird der wirtschaftstheoretische Hintergrund für die Gespräche erhellt. *Klamer* beschränkt sich dabei auf eine Einführung in die Sichtweise der Neokeynesianer und Neuen Klassiker bezüglich der Wirksamkeit staatlicher Eingriffe in den Wirtschaftsprozeß. Auch einige Bemerkungen zur neuen Ökonometrie fehlen nicht. Die Gesprächspartner selbst werden in fünf Gruppen unterteilt: Im ersten Teil kommen mit *Robert E. Lucas*, *Thomas J. Sargent* und *Robert M. Townsend* die Neuen Klassiker zu Wort; im zweiten Teil werden die Gespräche mit der älteren Generation der Neo-Keynesianer wiedergegeben, nämlich *James Tobin*, *Franco Modigliani* und *Robert M. Solow*. Dem schließen sich im dritten Teil die Gespräche mit der jüngeren Generation der Neokeynesianer an (*Alan S. Blinder* und *John B. Taylor*). *Karl Brunner* bildet als Monetarist die vierte Gruppe; in der letzten Gruppe finden wir die unkonventionellen Ökonomen (radical economists), wobei *David M. Gordon* und *Leonard A. Rapping* ausgewählt wurden. Eine Interpretation dieser Gespräche mit den führenden (amerikanischen !) Ökonomen gibt *Klamer* dann abschließend im letzten Kapitel. Die in den Gesprächen genannten Ökonomen werden am Schluß des Buches kurz vorgestellt. In einer getrennten Liste findet der Leser die in den Gesprächen erwähnten Veröffentlichungen.

Mit Hilfe dieser Gespräche erhellt *Klamer* den Entwicklungsprozeß des neuen makroökonomischen Ansatzes; auf den Wahrheitsgehalt ihrer Thesen kann er selbstverständlich nicht eingehen. Um eine neue Schule zu gründen – so schließt er – muß man ein „Forschungsprogramm“ initiieren, was *Lucas* (und *Rapping*) mit der Bedeutung der rationalen Erwartungen gelungen ist. Klamers Interpretation der ökonomischen Auseinandersetzung um die Thesen der neuen ökonomischen Klassik hat damit mehr soziologische Züge: Eine Gruppe junger, dynamischer Wissenschaftler fordert die „herrschende Lehre“ durch provozierende Aussagen und eine interessante Methodik heraus; nach einer weiteren Generation sind sie die alten Herren geworden, die dann wiederum von jungen Ökonomen mit anderen gewagten Thesen herausgefordert werden. Passion und Gruppenbildung verhelfen dann zusätzlich zur Popularität. So folgert er: „One major lesson for good and effective economists is that a detached and neutral attitude does not make an interesting and persuasive economist.“ (S. 253). *Solow* hingegen bedauert, daß die wissenschaftlichen Gespräche zwischen den unterschiedlichen Gruppierungen heute ungefähr folgende Form annehmen: „I went to Grantchester today.“ – „That is funny, I didn't“ (S. 145).

Durch diese Gespräche wird deutlich, daß die Neue Ökonomische Klassik nicht durch ein Charakteristikum allein definiert werden kann. Sie gründet auf dem wahltheoretischen Ansatz der Mikrotheorie und fügt die Postulate der rationalen Erwartung und der Marktträumung hinzu. Ihre Vertreter halten außerdem Geld für eine zentrale wirtschaftspolitische Größe und betonen, daß es auch nicht auf die Realität der Modellannahmen ankommt, um sinnvolle wirtschaftspolitische Aussagen abzuleiten („as if“-Ansatz). Das oft in der Diskussion im Vordergrund stehende Postulat der Ineffektivität wirtschaftspolitischer Maßnahmen (Neutralitätspostulat) steht nach Aussagen der Neuen Ökonomischen Klassiker nicht im Zentrum ihrer Überlegungen (obwohl *Modigliani* dies im Gespräch noch betont); vielmehr wurde ein Modell mit diesem Ergebnis als kurioses Gegenbeispiel konzipiert, das dann die Opponenten ernster nahmen als die Propagandisten der Neuen Klassik selbst.

Klamer zeigt sich sehr sachkundig. Sein Interesse gilt allerdings mehr der Genese als der Exegese; seine Fragen sind treffend und interessant. So wird von allen Ökonomen der persönliche „background“, das Verhältnis zu anderen Ökonomen, ihre Einstellung zur Methodik ihres Forschungsansatzes (on doing economics) hinterfragt. Auch die Bewertung der eigenen Arbeit und die der verschiedenen Ansätze anderer Ökonomen werden angeschnitten. Man bekommt dadurch einen tieferen Einblick in die Denkweise führender Ökonomen und auch in die Situation an den amerikanischen Elite-Universitäten. Beeindruckend war insbesondere das persönliche Geschick *Rappings*, wie er sich vom Neuen Ökonomischen Klassiker (er hatte mit *Lucas* 1969 den bahnbrechenden Artikel geschrieben) zum radikalen Ökonomen entwickelte. Der Leser wird sich allerdings fragen, warum *David Gordon* interviewt wurde; anstelle eines Interviews mit ihm hätte er wohl eher ein Gespräch mit *Milton Friedman* oder *Robert Barro* für angemessen gehalten.

Dieses Buch liest sich angenehm. Man bekommt einen guten Überblick über das Streitobjekt (Effektivität wirtschaftspolitischer Maßnahmen) und einen guten Einblick in die Entwicklung der Gedanken einiger bekannter Ökonomen. So sind ihre intellektuelle Herkunft, ihre Selbsteinschätzung sowie politische Einstellung, die man aus den Zeitschriften bekanntlich nicht entnehmen kann, erhellt und hilfreich zum Verständnis der Positionen der Kontrahenten. Es ist ein ausgezeichnetes Buch,

das man als Einführung in die neue klassische Sichtweise zur Stabilisierungspolitik voll empfehlen kann; für den Kenner der Materie werden jedoch keine neuen wirtschaftstheoretischen Argumente sichtbar. Dies ist allerdings auch nicht die Absicht des Buches gewesen.

Werner Lachman, Mainz

Michael C. Jensen und Clifford W. Smith, Jr. (Hrsg.): The Modern Theory of Corporate Finance. McGraw-Hill Series in Finance, New York 1984. 773 + X Seiten, 79,18 DM.

Der Beitrag der Finanztheorie amerikanischer Provenienz für die betriebliche Finanzwirtschaft wird häufig ausschließlich in den sogenannten Irrelevanzpropositionen gesehen. Hierbei handelt es sich um die These, daß der die Kapitalgeber interessierende Marktwert einer Unternehmung unabhängig ist (a) von der Ausgestaltung einzelner Finanzierungsformen, (b) von der gewählten Finanzierungsstruktur (Eigen-, Fremdkapital) und (c) von der gewählten Eigenfinanzierungsstruktur (Selbstfinanzierung und Aktienemission). In den letzten Jahren allerdings ist die Finanzökonomie zu einigen der Fragestellungen zurückgekehrt, die die weitgehend theorielese „traditionelle Finanzwirtschaftslehre“ der fünfziger Jahre gekennzeichnet hat: Welche Faktoren beeinflussen die Bestimmung optimaler Finanzierungs- und Ausschüttungsregeln? Wie läßt sich ökonomisch die Abhängigkeit des Marktwertes einer Unternehmung von einzelnen Finanzierungsentscheidungen begründen?

Die insgesamt 28 Aufsätze, die in diesem Buch zusammengestellt sind (15 davon aus dem Journal of Financial Economics), bieten vornehmlich zwei Erklärungsansätze an. Dies ist zum einen die Ausgestaltung des Steuersystems, sowie zum anderen die Berücksichtigung des potentiellen Interessenkonfliktes zwischen außenstehenden Kapitalgebern und internem Management im Rahmen der betrieblichen Delegationsbeziehung. Die Beiträge dieses Buches versuchen auf verschiedene Weise empirisch bedeutsame Phänomene der Unternehmensfinanzierung zu erklären. Diese Erklärung im Sinne einer positiven Theorie geschieht auf der Grundlage der häufig als „steril“ bezeichneten neoklassischen Finanzierungstheorie. Hier liegt meines Erachtens der eigentliche Fortschritt gegenüber einer traditionellen Finanzwirtschaftslehre, der es in Ermangelung eines theoretischen Rahmens um die rein beschreibende Darstellung beobachtbarer Phänomene zu tun war.

Viele der in diesem Band vertretenen Autoren haben auf die eine oder andere Weise an dem Fundament der Portfolio- und Kapitalmarktttheorie mitgearbeitet, allen voran der Herausgeber *Michael Jensen*. Die bekannten Irrelevanzpropositionen wurden oftmals mißverstanden als eine Verirrung der theoretischen Entwicklung – als ein Verlust des Realitätsbezugs. Im historischen Rückblick allerdings dienten diese Theoreme einem anderen Zweck, indem sie es ermöglichten, den „harten Kern“ (*I. Lakatos*) der Grundannahmen der Kapitalmarktttheorie aufzuspüren. *Eugene Fama* hat 1978 diesen Suchprozeß in der American Economic Review zusammengefaßt. Sein weithin bekannter Beitrag leitet den ersten Teil des Aufsatzzbandes ein, welcher sich in sieben Aufsätzen mit der Frage einer „optimalen Kapitalstruktur“ beschäftigt. Die sechs folgenden Beiträge dieses Teils vertiefen die von Fama aufgeworfene Kapitalstrukturfrage.

DeAngelo und *Masulis* untersuchen den Einfluß verschiedener Formen der Unternehmensbesteuerung auf eine mögliche optimale Kapitalstruktur unter Berücksichtigung unterschiedlicher persönlicher Einkommenssteuersätze. Der Steuervorteil der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung (und damit auch die Bedeutung der entsprechenden These von *Modigliani/Miller*) erscheint dadurch stark geschmälerzt. *Jerold Warner* untersucht den Einfluß von Insolvenzkosten im Sinne der Verfahrenskosten einer Konkursabwicklung. Seine empirische Untersuchung zeigt, daß diese Konkurskosten unterproportional mit der Firmengröße wachsen, so daß die Vorteilhaftigkeit einer Fremdfinanzierung durchaus von der Unternehmensgröße mitbestimmt wird. Neben Steuern und Konkursrisiken gehören auch die Delegationsprobleme zu den von Fama genannten Fragestellungen. Der mittlerweile hinreichend bekannte (und wohl auch hinreichend oft abgedruckte) grundlegende Artikel von *Michael Jensen* und *William Meckling* über den Einfluß von Delegationskosten in der Theorie der Firma leitet den Abschnitt über Delegationsprobleme ein. Ihm folgt ein weiterer Beitrag von *Eugene Fama*, in dem versucht wird zu zeigen, daß das Delegationsproblem zwischen Anteilseignern und Managern grundsätzlich über den Arbeitsmarkt für Manager gelöst werden kann.

In Famas Darstellung spielt der Manager-Arbeitsmarkt die Rolle eines Sanktionsinstrumentes, das auf effiziente Weise den angesprochenen Konflikt löst. Das Informations- und Vertrauensproblem zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern wird allerdings nicht über einen Markt „gelöst“, sondern es wird durch die vertragliche Festschreibung von Kontrollrechten gemildert. Die beiden Artikel von *Stewart Myers* sowie von *Smith* und *Warner* geben eine detaillierte Darstellung derartiger Kontrollmechanismen in Kapitalüberlassungsverträgen.

Der zweite Hauptteil der Aufsatzsammlung beschäftigt sich mit verschiedenen Finanzierungsformen. Hierzu zählen der Leasing-Vertrag, mit dem sich vier Beiträge befassen, handelbare Schuldverschreibungen (fünf Beiträge) und verschiedene Eigenkapitalformen (sechs Beiträge). Leasing-Verträge werden vor allem unter zwei Gesichtspunkten betrachtet. Zum einen ist dies die Möglichkeit der Ausnutzung bestehender Steuervorteile, wie es beispielhaft in dem Aufsatz von *Myers/Dill/Bautista* vorgeführt wird. Darüber hinaus sind Situationen denkbar, in denen Leasing-Arrangements geringere Vertragsabschlußkosten verursachen als ein gemischter Kauf-Kreditvertrag. Dieser Fall wird von *Flath* untersucht. Der bekannte Aufsatz von *Klein/Crawford/Alchian* aus dem Journal of Law and Economics untersucht die unterschiedlichen Anreizstrukturen, die mit verschiedenen Kapitalüberlassungsverträgen verbunden sind. Sie folgern, daß das Vorliegen firmenspezifischen Kapitals aufgrund der darin potentiell enthaltenen Ausbeutungsmöglichkeiten von dritter Seite zu der Überlegenheit von Eigentümerpositionen führt. Die folgenden vier Papiere beschäftigen sich aus theoretischer und empirischer Sicht mit der Bewertung von Schuldverschreibungen auf Kapitalmärkten. Der Aufsatz von *Smith* (aus dem Handbook of Financial Economics) bietet eine kurze Übersicht über die Theorie der Bewertung von Call- und Put-Optionen und zeigt wie die von *Black/Scholes* entwickelte Optionspreistheorie angewendet werden kann auf praktisch alle Finanzierungsinstrumente im Unternehmensbereich. Der folgende Artikel von *Warner* versucht empirisch zu entscheiden, inwiefern der Preis von Schuldverschreibungen beeinflußt wird durch die Existenz von Vertragsklauseln, welche die Reihenfolge der Gläubigerbefriedigung im Konkursfall regeln. Der hiermit angesprochenen These von der Markteffizienz wird auch in den folgenden beiden Beiträgen nachgegangen, in denen

die Bedeutung von „Bond Rating Agencies“ untersucht wird. Während *Mark Weinstein* zeigt, daß die Klassifizierung von Schuldern nach Qualitätsklassen durch Anlageberater keinen Einfluß auf den Preis von Schuldverschreibungen hat, zeigt *Lee Wakeman*, daß es durchaus Transaktionskosten-Argumente für die Existenz dieser Dienstleistungen geben kann.

Eine ganze Serie von Untersuchungen über die Preisgestaltung verschiedener Instrumente auf dem Markt für Eigenkapital gelangt übereinstimmend zu dem gleichen Ergebnis: Die Erhöhung des Leverage, d. h. die Erhöhung des Fremdkapitalanteils an der Bilanzsumme führt zu einer Erhöhung des Marktwertes der Unternehmung. So zeigen *Masulis* sowie *Mikkelsen* in ihren Studien, daß sogenannte „Exchange Offers“ (Tausch von Eigen- in Fremdkapitaltitel) zu einer Werterhöhung der verbleibenden Eigenkapitaltitel führen. Das gleiche Ergebnis berichtet *Dann* in einer Untersuchung von Aktienrückkäufen (diese Finanztransaktion ist auf deutschen Aktienmärkten nicht gestattet). *Ibbotson* und *Smith* zeigen in zwei Studien, daß die Emission von Aktien regelmäßig zu einem unterbewerteten Preis stattfindet. Insbesondere die Ergebnisse dieses Unterabschnittes über die Bewertung auf Eigenkapitalmärkten ist überraschend. Eine Interpretation der Beobachtungen wird allerdings von keinem Autor überzeugend geliefert. Hierauf werde ich weiter unten noch gesondert eingehen.

Der letzte Teil der Aufsatzsammlung befaßt sich in sieben Beiträgen mit der Gestaltung der Dividendenpolitik der Unternehmen. Wie schon die Frage der optimalen Kapitalstruktur so besteht auch bei der Frage der Dividendenpolitik ein bedeutender Nachholbedarf der Wissenschaft in bezug auf die Erklärung des allgemein beobachteten Unternehmensverhaltens. Der kurze, aber einflußreiche Beitrag von *Fischer Black* über „The Dividend Puzzle“ faßt die offene Fragestellung zusammen. Wiederum werden insbesondere zwei Faktoren genannt, die für eine optimale Dividendenpolitik verantwortlich sein könnten. Dies ist zum einen die Steuergesetzgebung wie zum anderen das Vorliegen von Delegationskosten. Der Beitrag von *Kalay* untersucht den letzten der beiden Punkte, in dem gezeigt wird, daß die Auferlegung von Ausschüttungsobergrenzen den Wert von Schuldverschreibungen erhöht. Welcher Einfluß aber besteht zwischen der Höhe von Dividendenzahlungen einerseits und der Höhe des Aktienpreises andererseits? An dieser Frage scheiden sich die Geister besonders krass. So wird in dem Beitrag von *Asquith/Mullens* wie von *Litzenberger/Ramaswamy* gezeigt, daß die Aktienpreise positiv mit den Dividenden korrelieren. Dagegen entdecken *Black/Scholes* und *Miller/Scholes* keine Abhängigkeit zwischen den beiden Größen, während *Long* für eine bestimmte Gattung von Aktien zeigt, daß hohe Dividenden mit verminderter Aktienpreisen und damit verminderter Renditeerwartungen einhergehen. Diese auf den ersten Blick widersprüchlicher Ergebnisse weisen darauf hin, daß es bisher noch nicht gelungen ist, die empirischen Phänomene angemessen zu beschreiben. Es kann daher zu dem gegenwärtigen Zeitpunkt keine Bewertung der alternativen Ergebnisse vorgenommen werden. Eine solche wird in der vorliegenden Aufsatzsammlung weder nahegelegt noch überhaupt gewollt. Gerade dieser letzte Abschnitt zeigt, daß die Vielfalt der empirischen Ergebnisse den Finanzwirtschaftler sozusagen zurückverweist auf die Theorie, wo ein anspruchsvollerer Erklärungsansatz gefunden werden muß.

Wer sich in der Fülle empirischer Ergebnisse nun ein wenig ratlos umschaut, hofft natürlich, daß die beiden Herausgeber ihm eine Orientierung vermitteln können. Die

für diesen Aufsatzband geschriebene Einleitung mit dem Titel "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview" von *Michael Jensen* und *Clifford Smith* läßt in dieser Hinsicht einiges erwarten. An dieser Stelle allerdings wurden meine Erwartungen enttäuscht. Die Einleitung besteht im wesentlichen in einer thematisch geordneten Präsentation der verschiedenen in diesem Band vereinten Beiträge, sowie einiger ähnlicher, aber hier nicht veröffentlichter Artikel. Insbesondere fällt auf, daß keinerlei Deutung der theoretischen Entwicklungen der letzten fünfundzwanzig Jahre versucht wird. Entsprechend ist der angekündigte historische Überblick auch sehr bescheiden. Über die „traditionelle“ Finanzwirtschaftslehre (vor *Modigliani/Miller*) reichen zwei einleitende Absätze aus.

Aber auch die Darstellung der heutigen Kapitalmarkttheorie, wie sie die meisten Lehrbücher dominiert, kommt m. E. zu kurz. Auf knapp vier Seiten werden die sogenannten „Building Blocks“ der Markteffizienz, der Portfolio-Theorie, der Capital Asset Pricing Theorie und der Optionsbewertungstheorie abgehandelt. Ebenso knapp fällt die Präsentation der „Agency Theorie“ aus. Dies ist um so bedauerlicher, als gerade aus diesem „Building Block“ ein Großteil der Einflüsse herrührt, der die Entwicklung der Finanzökonomie von einer normativen zu einer positiven Theorie geprägt hat. Störend wirkt in dieser Kurzpräsentation der Agency Theorie die vollständige Vernachlässigung der umfangreichen theoretischen Literatur, die sich in den letzten zehn Jahren mit dem Principal-Agent(s)-Problem beschäftigt hat. Dagegen ist die empirische Literatur zur Unternehmenskontrolle durch den Aktienmarkt mit einem hervorragenden Aufsatz von *Jensen* und Richard *Ruback* in der Textsammlung ausreichend vertreten.

Obwohl diese Aufsatzsammlung zahlreiche wesentliche Beiträge im Rahmen der neueren, empirisch orientierten Finanzierungstheorie zusammenstellt und ordnet, ist in meinen Augen eine noch bessere Chance vertan worden. Als Veröffentlichung in einer derartig renommierten Lehrbuchreihe hätte ein fundierter historischer Überblick über die Entwicklung der Finanzierungstheorie ebenso für mehr Geschlossenheit sorgen können, wie auch ein Sonderkapitel, in dem die in zahlreichen Beiträgen dieses Buches verwendeten statistischen Methoden und Testverfahren der sogenannten „Event Studies“ im Detail dargestellt worden wären. Darüber hinaus hätte ich mir ein Abschlußkapitel gewünscht, in dem *Jensen* und *Smith* ihre Auffassung von dem gegenwärtigen Zustand und den weiteren Entwicklungsmöglichkeiten der Capital Asset Pricing-Theory darlegen, unter Berücksichtigung der in der Aufsatzsammlung präsentierten Beiträge zu einer Finanzierungstheorie im Rahmen der Theorie der Unternehmung.

Das tatsächlich Gebotene ist dennoch seinen Preis wert und eignet sich insbesondere für die Gestaltung eines Seminars zur neueren Entwicklung in der Finanztheorie. In seiner Ausrichtung ist die vorliegende Erscheinung konkurrenzlos auf dem Markt der Textsammlungen und Lehrbücher.

Jan Pieter Krahnen, Berlin