

Risikowirtschaft I

Handlungsfreiheiten und Handlungszwänge in einer fremdfinanzierten Ökonomie

Helmut Baisch, Wuppertal

März 1997

ARBEITSPAPIERE
DES FACHBEREICHS
WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFT
BERGISCHE UNIVERSITÄT -
GESAMTHOCHSCHULE
WUPPERTAL
Nr. 177/1997

42097 Wuppertal

ISBN 3-00-001467-5

Risikowirtschaft I

Handlungsfreiheiten und Handlungszwänge in einer fremdfinanzierten Ökonomie

Helmut Baisch, Wuppertal

März 1997

Einleitung	S. 1
1. Die Endogenisierung des Kapitalstocks	S. 4
2. Der Vermögensmarkt und seine Akteure: Problematisierung des monetärkeynesianischen Vermögensmarktverständnisses	S. 8
3. Die Rolle der Geschäftsbanken	S.10
3.1. Die Sicherheitsprüfung der Geschäftsbanken	S.12
3.2. Der Zusammenhang zwischen Höher- und Überbewertung	S.15
4. Die Rolle der Unternehmen	S.20
4.1. Die Realwertunsicherheit des Sachvermögens	S.21
4.2. Die Bewertungstendenzen am Vermögensmarkt	S.22
4.3. Der Zusammenhang zwischen Tiefer- und Unterbewertung	S.24
4.3.1. Die Bewertungsstrategien ohne Funktionsverlust- risiken des Sachvermögens	S.26
4.3.2. Die Bewertungsstrategien unter Berücksichtigung von Funktionsverlustrisiken des Sachvermögens	S.28
5. Die Rolle der Vermögenseigentümer	S.31
6. Risikowirtschaft	S.33
7. Ergebnisse	S.37

Einleitung

Der monetäre Keynesianismus präsentiert eine Theorie der Geldwirtschaft, die auf der funktionalen Trennung von Eigentum und Besitz an Vermögensgegenständen basiert. Durch diese funktionale Trennung wird Geld zu einem Medium, welches die Akteure des Vermögensmarktes in die Lage versetzt, die Entscheidungen über den Umfang des Sachvermögens, welches der Produktion zugänglich gemacht werden soll, in Geld auszuhandeln. Dazu wird die Theorie eines Kreditgeldes entwickelt, das auf die Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen den Vermögenseigentümern und den Unternehmen als den Besitzern von Vermögensgegenständen zurückgeführt wird. Bei ausschließlich fremdfinanzierter Produktion entstehen Kapitalstock, Kredit und Geld uno actu und das Geldangebot wird dabei endogenisiert. Der monetäre Keynesianismus hält das Verständnis von Geld als Zahlungsmittel, das heißt als Schuldendeckungsmittel, der Orthodoxie entgegen, die Geld primär von dessen Tauschmittelfunktion her begreift.

Geld wird im monetären Keynesianismus der Berliner Schule als das Medium begriffen, welches durch seine Endogenisierung die Budgetbegrenzung für die Ökonomie liefert. Einzelwirtschaftlich bedeutet dies, daß der Vermögenseigentümer durch seine Bereitschaft zur Überlassung von Eigentum gegen Entgelt das Unternehmen beschränkt. Die funktionale Trennung zwischen Eigentum und Besitz korrespondiert mit der Trennung auf Akteursebene zwischen den Vermögenseigentümern als den Gläubigern und den Unternehmen als den Schuldern des Systems.

Im vorliegenden Beitrag wird das monetärkeynesianische Vermögensmarktverständnis an zwei Stellen problematisiert, hinsichtlich

- (a) der Rolle der Geschäftsbanken im Prozeß der Kreditvergabe und
- (b) der ökonomischen Sicherheit von Vermögensgegenständen.

(a) Im monetären Keynesianismus wird allgemein angenommen, daß die nominale Kreditvergabe vollständig zinselastisch sei. Ich versuche zu zeigen, daß diese Annahme nicht getroffen zu werden braucht. Stattdessen gehe ich von der Annahme aus, daß Kredite nur gegen Sicherheiten vergeben werden.

Da das Unternehmen als Schuldner des Systems kein eigenes Vermögen hat, kann es als Sicherheit nur Zugriffsrechte auf das zu erwerbende Produktivvermögen anbieten. Dadurch verändert sich meines Erachtens die

Rolle der Geschäftsbank im Kreditvergabeprozess. Denn mit der durch Zugriffsrechte gedeckten Kreditvergabe übernimmt in der Risikowirtschaft die Geschäftsbank - und nicht mehr wie im monetären Keynesianismus der Vermögenseigentümer - die Gläubigerposition. Wie sich herausstellen wird, ist in der auf Kauf von Produktivvermögen basierenden fremdfinanzierten Ökonomie die Gläubiger-Schuldner-Beziehung für den Vermögenseigentümer völlig uninteressant. Der Vermögenseigentümer ist im streng funktionalen Sinne lediglich derjenige, der zu entscheiden hat, ob Vermögen zur Produktion überlassen wird oder nicht. Deshalb können auch die Handlungskalküle des Vermögenseigentümers nicht durch den Gläubiger-Schuldner-Ansatz im funktionalen Sinn erklärt werden. ¹

Ich werde zeigen, daß durch die Rolle der Geschäftsbanken im Prozess der Kreditvergabe und durch ihre aus der Kreditsicherung resultierende Kontrollfunktion nicht nur die funktionale Zuordnung von Akteuren und Risiken verändert wird, sondern daß dies auch die Machtverhältnisse am Vermögensmarkt verändert. Das Vermögensmarktgleichgewicht ist dann nicht mehr nur durch die Vermögenseigentümer bestimmt, sondern es ist das Ergebnis der in ihren Preis-Mengen-Bezügen zu beschreibenden Interaktionen aller Vermögensmarktakteure.

(b) Im monetären Keynesianismus wird angenommen, daß Sachvermögen Preisniveauschwankungen ausgesetzt ist und Geldvermögen darüberhinaus Funktionsverlustrisiken, sodaß Geldvermögen gegenüber dem Sachvermögen einer doppelten Realwertunsicherheit unterliegt. Wenn angenommen wird, daß lediglich das Geldvermögen in seinen Funktionen am Vermögensmarkt bedroht sein kann, so bildet das Sachvermögen für den Vermögenseigentümer eine besondere Anlagealternative, weil dem Sachvermögen damit gegenüber dem Geldvermögen prinzipiell die Eigenschaft zugeschrieben wird, Vermögen in seinen Funktionen zu sichern. Auf diese Weise wird im monetären Keynesianismus ein künstliches Refugium der funktionellen Sicherheit einbehaltenen Sachvermögens für den Vermögenseigentümer geschaffen. Dadurch begründet sich auch im monetären Keynesianismus die herausragende Machtstellung des Vermögenseigentümers, denn wer auf das Refugium der funktionellen Realwertsicherheit des Sachvermögens zurückzugreifen vermag,

¹ Heinsohn/Steiger (1996) verweisen in ihrer Theorie der Eigentumswirtschaft ebenfalls auf die Relevanz von Sicherheiten im Kreditvergabeprozess. Da sie aber keine funktionale Trennung zwischen den ökonomischen Akteuren vornehmen, sondern positional zwischen Gläubigern und Schuldern unterscheiden, ist ihre Theorie der Eigentumswirtschaft eher eine Theorie von Sicherheiten als eine Theorie von ökonomischen Handlungskalkülen.

kann keinen Handlungszwängen ausgesetzt, sondern nur mit Handlungsfreiheiten ausgestattet sein.² Wer jedoch fürchtet, daß sein Sachvermögen die Vermögensmarkttauglichkeit verliert, wird in seinem Handeln von Risikokalkülen geleitet. Der Vermögenseigentümer muß, um seine eigene Funktion zu sichern, die Risiken seiner Vermögensgegenstände beziehungsweise Vermögensanlagealternativen und -verwendungsentscheidungen kalkulieren.

In diesem Diskussionspapier entwickle ich eine Sehweise, die sowohl Ertrags- als auch Risikokalküle der Akteure am Vermögensmarkt vorsieht. Dazu gehe ich von dem von Karl Betz (1993) vorgeschlagenen KD-ir-Modell aus, das ich kurz in seinen Funktionsweisen und Wirkungsrichtungen darstellen werde. Um die Risikowirtschaft modelltheoretisch erfassen zu können, werde ich im folgenden dem monetärkeynesianischen KD-ir-Modell des Vermögensmarktes die Annahmen einer Risikowirtschaft unterlegen. Auf diese Weise will ich die Konsequenzen der Handlungskalküle ökonomischer Akteure beschreiben, die von Ertrags- und Risikokalkülen geleitet sind. Es wird gezeigt,

- unter welchen Bedingungen es zu einer durch die Handlungsfreiheiten der Akteure vermittelten gleichgewichtigen Bewertung am Vermögensmarkt kommt, und
- wann Handlungszwänge die Akteure dazu bringen, daß sie sich trotz Über- beziehungsweise Unterbewertung auf eine Überlassung von Vermögensgegenständen einlassen.

Dabei beschränke ich mich auf das Modell eines geschlossenen Vermögensmarktes, in dem die Produktion ausschließlich durch Fremdkapital finanziert wird und die Überlassung von Produktivvermögen über Kaufbeziehungen erfolgt.³

² So wie im Berliner monetären Keynesianismus wird auch in der Theorie der Eigentumswirtschaft konzeptionell nicht berücksichtigt, daß Eigentum nur so lange als Sicherheit fungieren kann, wie es in seiner Vermögensmarkttauglichkeit gesichert ist. Es reicht nicht aus, daß die Eigentumsverhältnisse klar definiert sind. Neben der rechtlichen Dimension des Eigentums ist dessen ökonomische Dimension, d.h. seine Risikostruktur, von besonderer Bedeutung.

³ Mit dem Diskussionspapier Risikowirtschaft II ergänze ich modelltheoretisch die fremdfinanzierte Produktion um die eigenfinanzierte Produktion.

1. Die Endogenisierung des Kapitalstocks

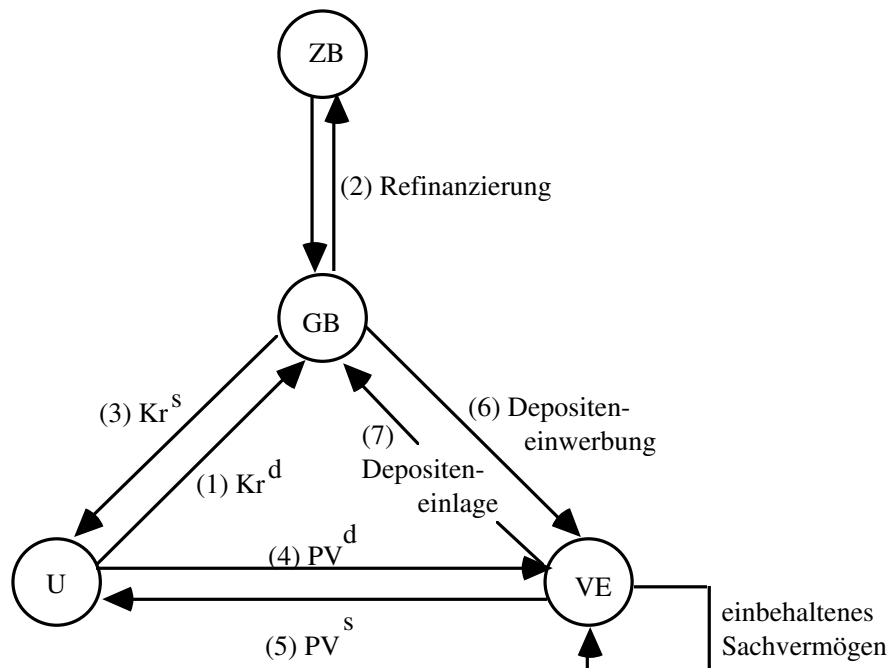
Mit dem KD-ir-Modell versucht Betz, die monetärkeynesianische Sicht des Vermögensmarktes modelltheoretisch zu erfassen. Bei ihm dient Geld nicht primär der Transaktion am Gütermarkt, sondern ist das Zahlungsmittel und Interaktionsmedium auf dem Vermögensmarkt. Geld entsteht bei ihm in dem Maße, wie die zur Produktion benötigten Kredite durch Gläubiger-Schuldner-Beziehungen am Vermögensmarkt geschaffen werden. Geld wird hier ausschließlich von seiner Funktion her erfaßt, Produktionskredite zu vermitteln: es entsteht mit dem Zustandekommen von Produktionskrediten und verschwindet mit deren Einlösung.

Dem KD-ir-Modell liegen die folgenden Annahmen zugrunde:

- (a) Die Akteursgruppen (Geschäftsbanken (GB), Unternehmen (U) und Vermögenseigentümer (VE)) sind funktionalistisch zu verstehen, d.h. daß eine natürliche Person auch mehrere Rollen übernehmen kann. Die Zentralbank wird als ein institutioneller Akteur verstanden.
- (b) Das Gleichgewicht wird jeweils als *stationary state* formuliert. Die Nettoinvestitionen sind Null. Alle Investitionen sind Bruttoinvestitionen.
- (c) Die Nutzungsdauer der Kapitalgüter sowie die betrachteten Transaktionen sind einperiodig.
- (d) Alle Investitionen werden durch Kredite finanziert.
- (e) Die Vermögenseigentümer halten ihr Geld ausschließlich in Form von Depositen bei den Geschäftsbanken. Der Kassenhaltungskoeffizient ist Null.
- (f) Der Vermögensmarkt kennt nur einen Sachvermögenstyp, für den gilt, daß er als Anlagealternative absolut realwertgesichert ist.
- (g) Das Kreditangebot der Geschäftsbanken ist vollständig zinselastisch, d.h. jede Kreditnachfrage wird befriedigt.
- (h) Es besteht Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit des Geschäftsbankensystems.
- (i) Der Vermögenseigentümer vollzieht seine Wahlentscheidung zur Optimierung des Portfolios durch den Verkauf bzw. die Einbehaltung von dem in seinem Eigentum befindlichen Sachvermögen, d.h. der Vermögensmarkt ist durch Kaufbeziehungen charakterisiert.

Der Vermögensmarkt ist der Ort, an dem Kapitalstock gebildet wird. In einer fremdfinanzierten Geldökonomie geschieht dies über das Medium Geld in Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. Um den Geldentstehungsprozeß zu verdeutlichen, unterstellt Betz Wirkungszusammenhänge, die in nachstehender Abbildung veranschaulicht sind.

Abbildung (1): Kreditentstehung bei fremdfinanzierter Produktion auf Kaufbasis aus monetärkeynesianischer Sicht



Das Unternehmen besorgt sich den zur Durchführung der Produktion benötigten Kredit bei der Geschäftsbank (1). Das Kreditangebot wird vollständig zinselastisch gedacht, da jeder Kreditnachfrage nachgekommen wird. Die Geschäftsbank beschafft sich die Mittel zur Kreditvergabe bei der Zentralbank (2) und leitet das ihr von der Zentralbank temporär überlassene Geld an das Unternehmen weiter (3). Das Unternehmen verfügt nunmehr über Geld, mit dem es die zur Produktion benötigten Vermögensgegenstände dem Vermögenseigentümer abkaufen kann (4). Indem der Vermögenseigentümer die Preise für die Überlassung von Sachvermögen an das Unternehmen formuliert (5), bestimmt er den realen Wert des nominalen Kreditvolumens. Das vom Vermögenseigentümer aus der Überlassung von Sachvermögen erzielte Geld dient der Geschäftsbank als Refinanzierungsalternative. Die Geschäftsbank wird daher versuchen, diese Gelder als Depositen einzuwerben ((6) und (7)).

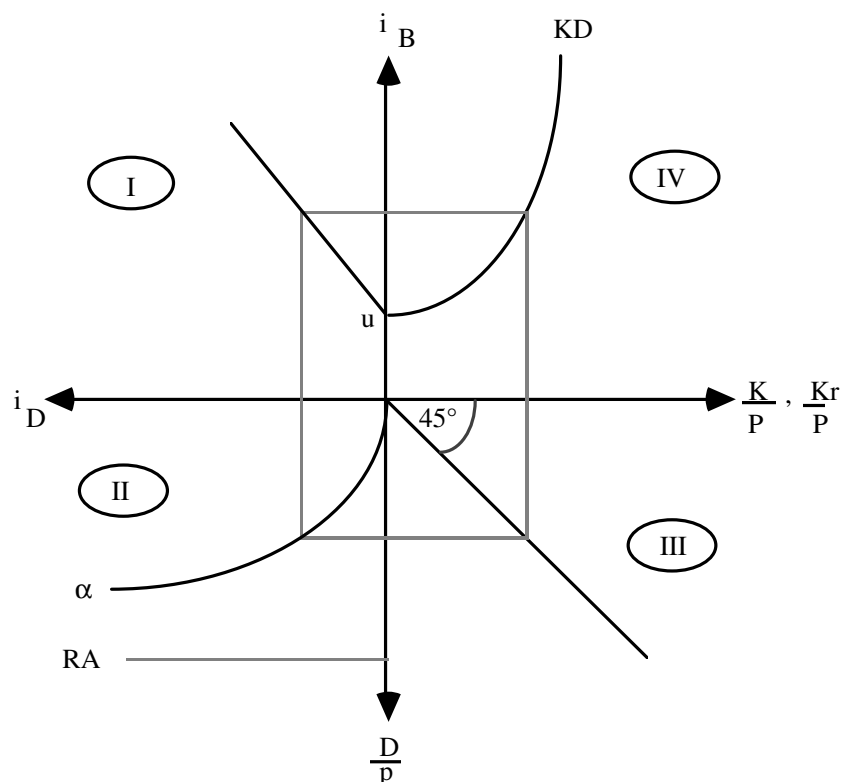
Unter den getroffenen Annahmen stellt sich ein Gleichgewicht ein, wenn das reale Kreditvolumen mit dem realen Depositenvolumen und dem realen Kapitalstock übereinstimmt, d.h.

$$\frac{Kr}{p} = \frac{D}{p} = \frac{K}{p} .$$

Betz bestimmt das Gleichgewicht am Vermögensmarkt durch den Schnittpunkt einer Kapitalstockangebotskurve (KD-Kurve) und einer Kapitalstocknachfragekurve (ir-Kurve). Die KD-Kurve ist der geometrische Ort aller Kreditzins-Kapitalstock-Kombinationen, bei denen das reale Depositenvolumen gleich dem realen Kreditvolumen ist. Die ir-Kurve ist der geometrische Ort aller Kreditzins-Kapitalstock-Kombinationen, bei denen der Kreditzins der Profitrate entspricht.

In diesem Beitrag konzentriere ich mich auf die KD-Kurve, die Betz in dem folgenden 4-Quadrantenschema darstellt:

Abbildung (2):



Im Quadranten I ist die Beziehung zwischen Depositenzinsen (i_D) und Kreditzinsen (i_B) dargestellt. Beide Zinssätze hängen vom Zentralbankzinssatz (i_{ZB}) ab:

$$i_B = i_{ZB} + u \quad (1)$$

Der Kreditzins i_B hängt einerseits vom Refinanzierungszins i_{ZB} ab und andererseits von einer als vom Kreditvolumen unabhängig und konstant angenommenen Unsicherheitsprämie u , durch die sich die Geschäftsbanken die Unsicherheit des Vermögensrückflusses entgelten lassen:

$$i_D = (1 - \text{res}) i_{ZB} \quad (2)$$

Die Geschäftsbanken können sich entweder durch die Refinanzierung bei der Zentralbank oder durch die Einwerbung von Depositen der Vermögenseigentümer die für die Produktionskredite verliehenen Gelder beschaffen. Daher hängt der Depositenzins i_D vom Zentralbankzinssatz ab. Auf Grund der Mindestreserveverpflichtungen der Geschäftsbanken ist "die Liquiditätswirkung von Depositen nur das $(1-\text{res})$ -fache von Zentralbankgeld" (Betz 1993;82).

(2) in (1) ergibt:

$$i_B = \frac{1}{(1-\text{res})} i_D + u \quad (3)$$

Der so hergestellte Zusammenhang zwischen Kreditzins und Depositenzins ist in Quadrant I durch eine Gerade abgebildet, die umso steiler verläuft, je höher der Reservesatz ist.

Die im Quadranten II dargestellte α -Kurve zeigt die Bereitschaft der Vermögenseigentümer, Teile ihres Vermögens (RA) in Form von Geld (αRA) zu halten. Der Realvermögensbestand des Vermögenseigentümers (RA) wird durch α aufgeteilt in einen Teil, der in Form von Geldvermögen gehalten wird ($\alpha RA = GV$, entspricht der Höhe nach PV) und in einen Teil, der als Sachvermögen ($(1-\alpha) RA = SV$) einbehalten wird. Diese Portfoliowahl hängt von zwei Parametern ab:

$$\alpha = \alpha (i_D, b_{SV}) \quad (4)$$

+ -

Der Geldanteil α am Portfolio ist umso höher, je höher der Depositenzinssatz (i_D) und je niedriger die erwartete Ertragsrate des Sachvermögens (b_{SV}) ist.

Der steigende Verlauf der α -Kurve resultiert aus der positiven Korrelation mit dem Depositenzinssatz; der unterproportionale Anstieg begründet sich aus der Annahme, daß der Vermögenseigentümer nur bei überproportional steigenden Depositenzinsen auf die absolute Realwertsicherheit des Sachvermögens verzichtet. Die RA-Linie bildet die Vermögensrestriktion des Systems.

Die in Quadrant III eingezeichnete 45° -Linie bildet die

Gleichgewichtsbedingung ab, daß das reale Depositenvolumen $\frac{D}{p}$ gleich dem realen Kreditvolumen $\frac{K_r}{p}$ sein muß.

Aus den in Quadrant I bis III enthaltenen Zusammenhängen ergibt sich in Quadrant IV die KD-Kurve als geometrischer Ort aller $i_B - \frac{K}{p}$ -Kombinationen, die eine Gleichheit von $\frac{K_r}{p}$ und $\frac{D}{p}$ vermitteln.

2. Der Vermögensmarkt und seine Akteure: Problematisierung des monetärkeynesianischen Vermögensmarktverständnisses

Bei Betz fließen zwischen Unternehmen, Geschäftsbanken und der Zentralbank zunächst nur Nominalströme, d.h. es fließt Geld, ohne daß dessen Wert bestimmt ist. Erst der Vermögenseigentümer verwandelt durch seine Preisformulierung das nominale Kreditvolumen in eine reale Größe. Das Vermögensmarktgleichgewicht ist ein Ergebnis der Portfoliowahl und der Preisentscheidung des Vermögenseigentümers. Die KD-Kurve steht für jene Zins-Kapitalstock-Kombinationen, bei denen sich die Vermögenseigentümer in ihrem intrasubjektiven Gleichgewicht befinden. Die übrigen Akteure am Vermögensmarkt haben die vom Vermögenseigentümer gesetzten Beschränkungen zu akzeptieren. Der Vermögenseigentümer "diktiert" gleichsam das Geschehen auf dem Vermögensmarkt.

Für den monetären Keynesianismus leitet sich aus diesen Zusammenhängen die Dominanz der Vermögenseigentümer gegenüber den anderen Akteuren ab: Erstere setzen durch ihre Bereitschaft, Vermögensgegenstände zur Produktion zu überlassen, die Beschränkungen für letztere. In dem Maße, wie der Vermögenseigentümer diese Überlassung von Vermögensgegenständen verweigert, übt er Macht über andere aus, da er ihr Handlungspotential

beschränkt. Seine Macht besteht also darin, daß er andere Akteure an der Ausübung ihrer potentiellen Funktion zu hindern vermag, indem er ihnen die für ihr Handeln benötigten Mittel vorenthält. Der Umstand, daß er Eigentum an Gegenständen hat und die Verfügung über diese jenen vorenthalten kann, die sie zur Produktion benötigen, stellt ihn gleichsam außerhalb des ökonomischen Prozesses.

Wie kommt es zu dieser Abgehobenheit und der daraus resultierenden Macht des Vermögenseigentümers über andere Akteure? Welche getroffenen Annahmen sind dafür verantwortlich, daß die Einflüsse der Geschäftsbanken und der Unternehmen auf das Vermögensmarktergebnis scheinbar ausgeblendet werden können?

Mein Argument ist, daß an den Stellen, an denen andere Vermögensmarktakteure auf das Vermögensmarktergebnis Einfluß nehmen könnten, dies durch die getroffenen Annahmen unterbunden wird. Die übermäßige Macht des Vermögenseigentümers im monetären Keynesianismus resultiert aus zwei Annahmenbündeln, die jeweils spezifische Handlungsoptionen der Geschäftsbanken und der Unternehmen ausblenden:

(a) Auf der einen Seite fungieren die Geschäftsbanken lediglich als Durchreicher von Krediten, wenn sie ein vollständig zinselastisches Kreditangebot formulieren. Es wird davon abgesehen, daß die Geschäftsbanken für das Zustandekommen von Krediten Sicherheiten verlangen.

(b) Auf der anderen Seite haben die Unternehmen keine Möglichkeit zur Preisgestaltung am Vermögensmarkt, da ihnen unter der Annahme der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens vom Vermögenseigentümer nur hervorragendes Vermögen angeboten wird.

Zum Verständnis des Annahmenbündels (b) sind die folgernden Erläuterungen hilfreich: Zu unterscheiden ist zwischen der relativen und der absoluten Realwertunsicherheit eines Vermögensgegenstandes. Die *relative Realwertunsicherheit* bedeutet, daß ein Vermögensgegenstand sich in seinem Wert durch Preisänderungen gegenüber anderen Vermögensgegenständen ändern kann. Die *absolute Realwertunsicherheit* bedeutet, daß der Vermögensgegenstand seine Vermögensmarkttauglichkeit verlieren kann, das heißt, daß er seine Eigenschaft, ein Gegenstand am Vermögensmarkt zu sein, einbüßen kann und so seine Funktionen verliert. Monetärkeynesianische Autoren befassen sich mit der doppelten Realwertunsicherheit des Geldes: Geld ist einerseits durch Preisniveauschwankungen in seinem Realwert unsicher,

andererseits kann Geld seine Funktionen völlig verlieren. Für das Sachvermögen wird jedoch angenommen, daß es nur relativ in seinem Realwert unsicher ist. Weil dem Vermögenseigentümer so das Refugium der absoluten Sicherheit des Sachvermögens zugebilligt wird und er in seiner Preissetzungsmacht deshalb keine Handlungszwänge, sondern nur Handlungsfreiheiten kennt, ist der monetärkeynesianische Vermögensmarkt ein Abbild des Machtmonopols des Vermögenseigentümers.

Gegenüber der auf diesen Annahmen basierenden monetärkeynesianischen Sichtweise meine ich, daß das Vermögensmarktgeschehen interaktiv gesehen werden muß, wobei die besondere Macht des Vermögenseigentümers durchaus mitreflektiert wird, sie jedoch nicht als ein Machtmonopol begriffen wird. Denn andere Akteure haben Möglichkeiten, das Vermögensmarktergebnis zu beeinflussen, wenn sie sich Optionen eröffnen, ihrerseits für sie spezifische Funktionen zu verweigern. Dann charakterisieren nicht mehr Machtmonopole, sondern Machtasymmetrien das Vermögensmarktgeschehen. Um die Machtasymmetrien modelltheoretisch erfassen und reflektieren zu können, hebe ich im folgenden die beiden Annahmen auf, durch die sich das Machtmonopol der Vermögenseigentümer begründet hat. Durch das Aufbrechen der ersten Annahme, das heißt des vollständig zinselastischen Geldangebotes, nehme ich im wesentlichen die von Heinsohn/Steiger am monetären Keynesianismus geäußerte Kritik auf, allerdings ohne ihren Schlüssen zur Notwendigkeit einer Theorie der Eigentumswirtschaft zu folgen. Durch das Aufbrechen der zweiten Annahme, das heißt der absoluten Sicherheit einer Vermögensanlagealternative, zeige ich, daß die Handlungen ökonomischer Akteure sowohl ertrags- wie auch risikotheorietisch beschrieben werden müssen.

3. Die Rolle der Geschäftsbanken

Der Einfluß der Geschäftsbanken begründet sich meines Erachtens aus ihrer Kontrollfunktion, daß sie in ihrem eigenen Interesse Kredite nur gegen Sicherheiten gewähren.⁴ Da die Unternehmen als Schuldner des Systems in

⁴ Die Kontrollfunktion der Geschäftsbank ist auf die funktionalistische Sicht der Akteure zurückzuführen. In der Realität gibt es den Akteur nicht in seiner isolierten Funktion. Die Geschäftsbank hat in der Realität immer auch Vermögenseigentümerfunktionen inne. Dadurch wird die Kontrollfunktion der Geschäftsbank relativiert. Wenn die Geschäftsbank in der Funktion des Vermögenseigentümers ihr eigenes Sicherungsmaterial stellen kann, ist ihre Kontrollfunktion nicht mehr gewährleistet. Aus diesem Funktionsmix der Geschäftsbank leiten viele monetärkeynesianischen Autoren die besondere Machtstellung des

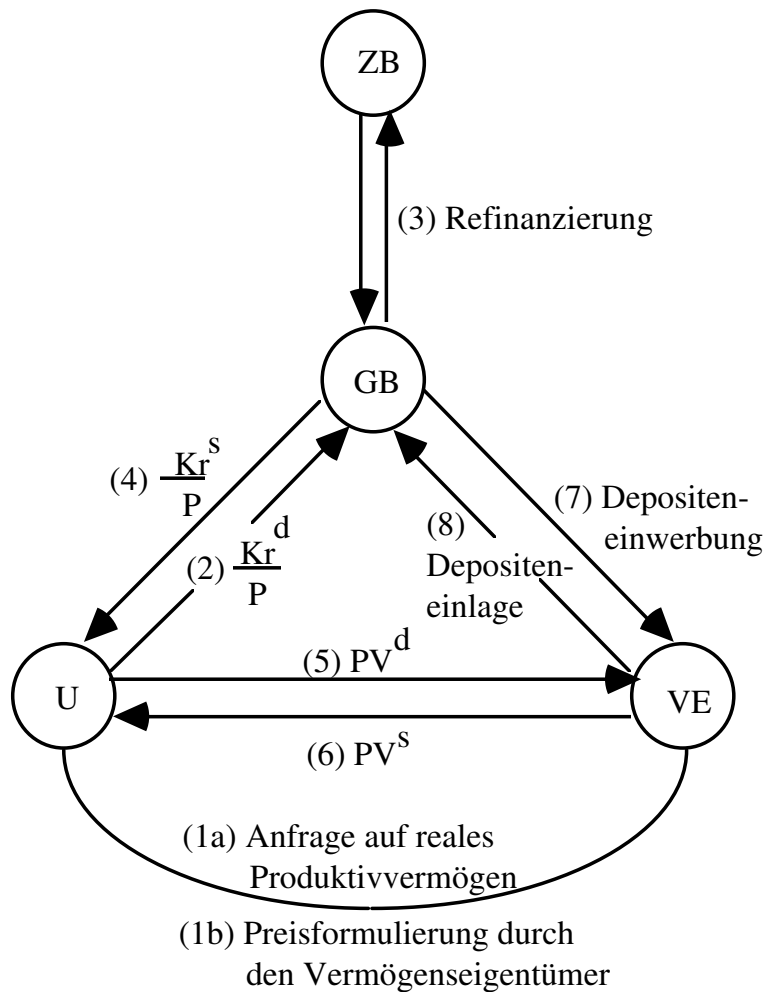
funktionalistischer Sicht nicht mit eigenem Eigentum zu sichern vermögen, bleibt ihnen nur die Möglichkeit, den Geschäftsbanken, Zugriffsrechte auf das mit dem Kredit zu beschaffende Produktivvermögen einzuräumen.⁵ Die Geschäftsbank wird ihre Entscheidung zur Kreditvergabe davon abhängig machen, ob ihre Gläubigerrisiken durch die auf das entstehende Produktivvermögen eingeräumten Zugriffsrechte hinreichend abgedeckt sind. Die Zugriffsrechte haben hierbei nicht nur den Fall der Säumnis abzudecken, sondern sie bilden gleichsam ein Sanktionspotential der Geschäftsbank gegen ihre Schuldner. Will die Geschäftsbank als Gläubiger erreichen, daß der Schuldner Zins- und Tilgungsraten pünktlich bezahlt, so kann sie das - abstrahiert von einer eventuell bestehenden Rechtsstaatlichkeit - nur dann, wenn sie durch den Gebrauch des Zugriffsrechts dem Schuldner einen Schaden zufügen würde, der von ihm höher eingeschätzt wird als der aus seiner Säumigkeit entstehende Schaden.

Im Unterschied zur bisherigen monetärkeynesianischen Auffassung (Abbildung (1)) beginnt der Kreditbildungsprozeß nicht mit der nominalen Kreditnachfrage des Unternehmens bei der Geschäftsbank, sondern mit seiner Preisanfrage bei den Vermögenseigentümern für die Überlassung von Sachvermögen zur Produktion. Ungewohnt ist die Unterscheidung zwischen *Anfrage* und *Nachfrage*. Üblicherweise wird die Ökonomie durch Angebots- und Nachfragestrukturen charakterisiert, in der hier vorgelegten Sicht ist die Anfrage der Nachfrage logisch vorangestellt. Dadurch gibt es in der fremdfinanzierten Ökonomie keine nominalen Größen im Kreditkreislauf, weil jede Nachfrage bereits durch die vorgelagerte Anfrage auf reale Größen bezogen wird. Das macht es mir möglich, einerseits Preisaushandlungen zwischen Unternehmen und Vermögenseigentümern abzubilden, und dabei andererseits den Einfluß der Geschäftsbanken zu berücksichtigen.

Vermögenseigentümers ab. Originär ist es aber nicht der Funktionsmix, der die besondere Machtstellung des Vermögenseigentümers begründet, sondern seine Verweigerungsoptionen.

⁵ Es reicht nicht aus, die Kreditsicherung über die personelle Schuldnerbonität zu thematisieren, d.h. über die Einhaltung von Rückzahlungsversprechungen. Die Kreditsicherung verstehe ich vorrangig als Objektsicherung. Dies gründet auf der plausiblen Annahme, daß ein Gläubiger allenfalls bei familiären oder ähnlichen Beziehungen auf Rückzahlungsversprechen vertrauen mag, der Gläubiger als ökonomisch rational handelnder Akteur jedoch sich durch die Objektsicherung Sanktionsmöglichkeiten gegen den Schuldner einräumen läßt.

Abbildung (3): Kreditentstehung bei Kaufbeziehungen



Erst wenn das Unternehmen den Preis für die Überlassung von Sachvermögen kennt, kann es seine reale Kreditnachfrage an die Geschäftsbank richten. Das Unternehmen muß der Geschäftsbank darlegen, was es mit dem nachgefragten Kredit zu beschaffen beabsichtigt, da das mit dem gewährten Kredit beschaffte Produktivvermögen den Geschäftsbanken als Sicherheit dient. Insofern wirken auch die Geschäftsbanken beschränkend auf die Vermögensmarktlösung.

3.1. Die Sicherheitsprüfung der Geschäftsbanken

Jeder Vermögensmarktakteur übernimmt im Prozeß der Kreditentstehung ganz spezifische Funktionen: das Unternehmen tritt als Preisanfrager und Kreditnachfrager auf, der Vermögenseigentümer als Überlasser von Produktivvermögen und die Geschäftsbank als Intermediär und Kontrollinstanz.

Die Geschäftsbank überprüft den von den Vermögenseigentümern geforderten Preis für die Überlassung von Sachvermögen (p_{SV}) und vergleicht ihn mit den am Vermögensmarkt üblichen Preisen für Produktivvermögen (p_{PV}). Mit γ bezeichne ich das Verhältnis der beiden Preise, welches den Geschäftsbanken als Kontrollparameter dient:

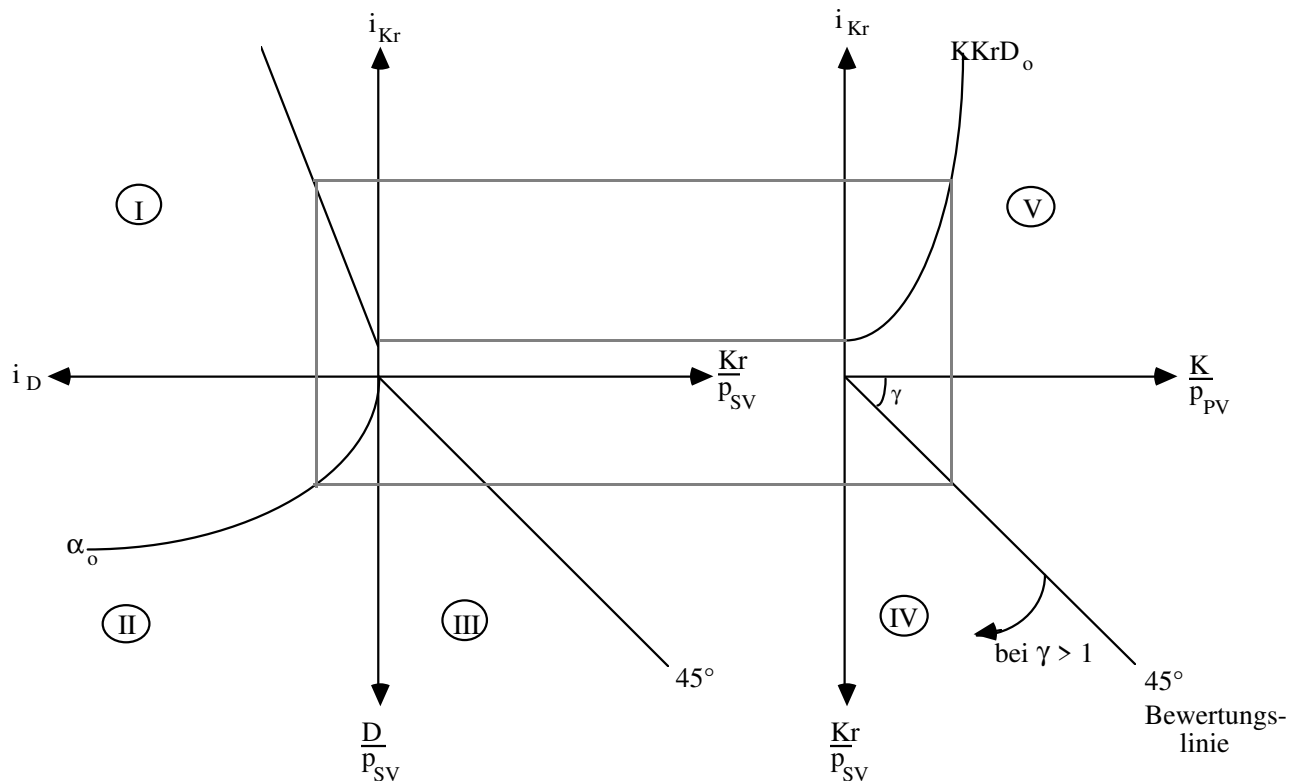
$$\gamma = \frac{p_{SV}}{p_{PV}} \quad (6)$$

Für $\gamma > 1$ gilt: der Kredit wird nicht gewährt.

Für $\gamma \leq 1$ gilt: der Kredit wird in vollem Umfang gewährt.

Würde im Fall $\gamma > 1$ die Geschäftsbank den Kredit gewähren, so wäre sie unterversichert. Denn die Geschäftsbank hätte dann für den Kauf von Vermögensgegenständen zu hohe Kredite gewährt, weil diesem Kauf ein überhöhter Preis zugrunde gelegt wurde. So hätte der Schuldner zum potentiellen Schaden der Geschäftsbank zu wenig Sicherungsmaterial, weswegen der Kredit überhaupt nicht zustande kommt. Im Fall $\gamma < 1$ ist die Geschäftsbank überversichert.

Um die durch die Kreditvergabe vermittelten Zusammenhänge zwischen Geld und Kapitalstock in ihren Preis-Mengen-Bezügen verstehen und diskutieren zu können, splitte ich die im Quadranten III der Abbildung (2) enthaltene 45° -Linie in zwei Linien auf: Die folgende Abbildung (4) enthält in Quadrant III die Kreditkreislaufbedingung einer geschlossenen Geldwirtschaft $\frac{K_r}{p} = \frac{D}{p}$ und in Quadrant IV die veränderbare Beziehung zwischen Kreditvolumen und Kapitalstock. Dadurch wird es mir möglich, Kreditentstehung und Kreditsicherung am Vermögensmarkt voneinander funktionalistisch isoliert zu trennen.

Abbildung (4): Der Einfluß der Geschäftsbank ⁶

Die im Quadranten III eingezeichnete 45°-Linie steht für die Kreislaufbedingung, daß in einer geschlossenen Wirtschaft die Summe der Verbindlichkeiten immer gleich der Summe der Forderungen sein muß, also $\frac{Kr}{p} = \frac{D}{p}$ gelten muß.

Mit Hilfe des Quadranten IV wird es mir möglich, eine Ungleichheit zwischen dem Kreditvolumen und dem Kapitalstock abzubilden und zu diskutieren. Das Verhältnis zwischen dem Realwert der Kredite und dem Realwert des Produktivvermögens ist im Quadranten IV als Tangens des Winkels γ erkennbar. Machen die Geschäftsbanken von ihrer Option zur Verweigerung der Kreditvergabe Gebrauch, so ist $\gamma > 1$ und die Bewertungslinie dreht sich nach links.

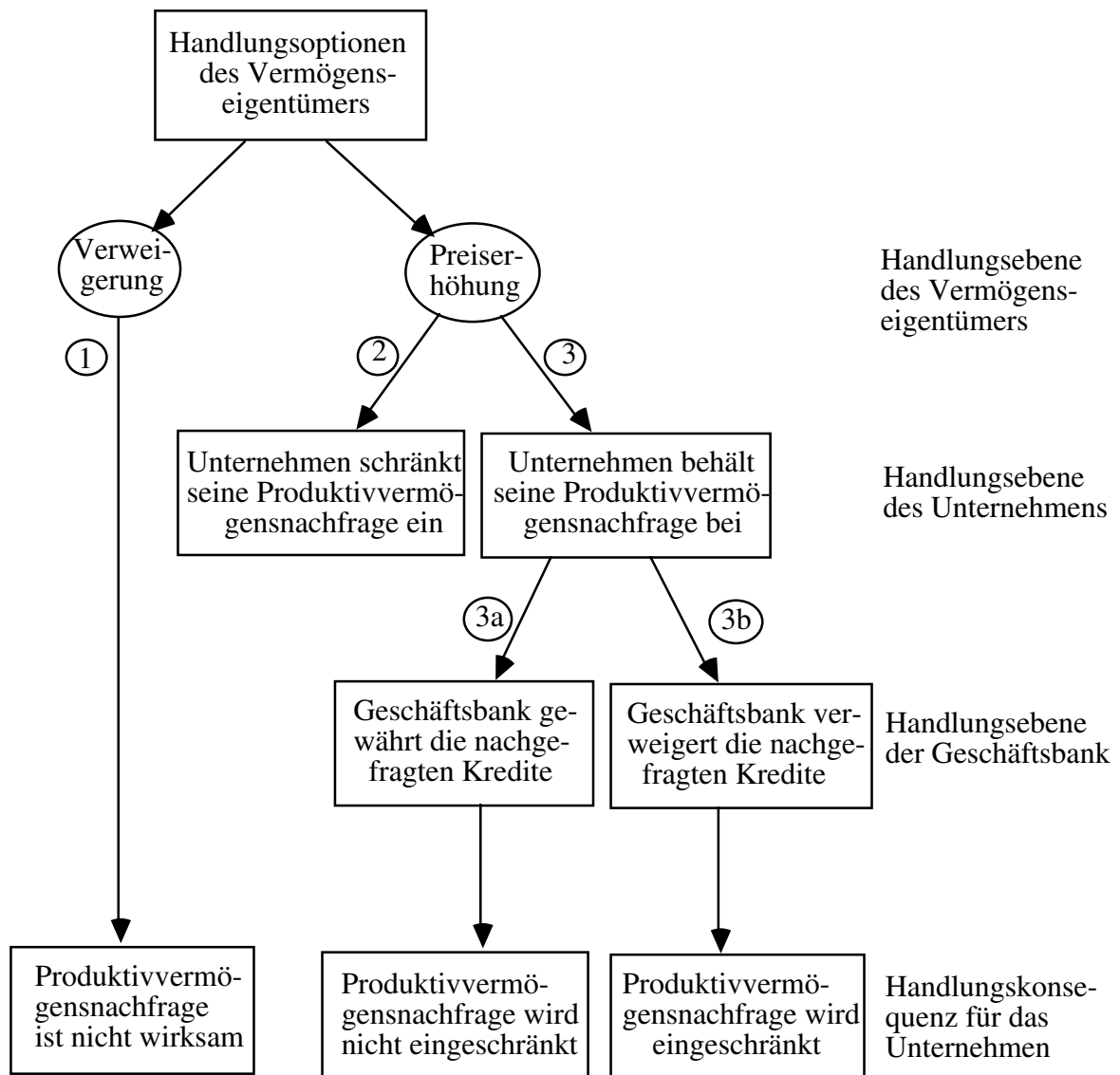
⁶ Im folgenden bezeichne ich den Kreditzins nicht mehr mit i_B , sondern mit i_{Kr} .

Die Rolle der Geschäftsbank am Vermögensmarkt wird bestimmend, wenn der Vermögenseigentümer für die Überlassung von Sachvermögen Preiserhöhungen durchsetzen will. Die Geschäftsbank hat dann im Rahmen des Kreditsicherungsgeschäftes in jedem Einzelfall zu überprüfen, ob ihr die Preiserhöhung gerechtfertigt erscheint oder nicht. Die Geschäftsbank nimmt daher in ihrem ureigensten Interesse eine gesellschaftliche Kontrollfunktion wahr, nämlich Preiserhöhungen als *Höherbewertung* oder als *Überbewertung* zu deuten und sich dementsprechend zu verhalten.

3.2. Der Zusammenhang zwischen Höher- und Überbewertung

Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen sind die Handlungsoptionen des Vermögenseigentümers, die ihm für seine Portfoliowahl zur Verfügung stehen. Die folgende Typologie zeigt, wie die übrigen Akteure auf Verweigerungen und Preiserhöhungen des Vermögenseigentümers zu reagieren vermögen.

Typologie (1): Höher- und Überbewertung



Aus dieser Typologie wird ersichtlich, daß die Preisbildung am Vermögensmarkt durch die Handlungsebenen des Vermögenseigentümers, des Unternehmens und der Geschäftsbank gekennzeichnet ist. Hierzu gehe ich von einem Gleichgewicht am Vermögensmarkt aus und frage danach, welche Auswirkungen es hat, wenn der Vermögenseigentümer die bisherige Konstellation zu seinen Gunsten zu verändern versucht. Dazu besitzt er prinzipiell Verweigerungs- und Preisformulierungsoptionen: Verweigert der Vermögenseigentümer, so wird die Produktivvermögensnachfrage des Unternehmens überhaupt nicht wirksam; erhöht der Vermögenseigentümer die Preise, so hat das Unternehmen zu entscheiden, ob es seine bisher entfaltete Produktivvermögensnachfrage einschränkt oder nicht. Ist letzteres der Fall, so

kommt die Geschäftsbank mit ihrer Kontrollfunktion zum Zuge und beschränkt gegebenenfalls ihrerseits das Unternehmen.

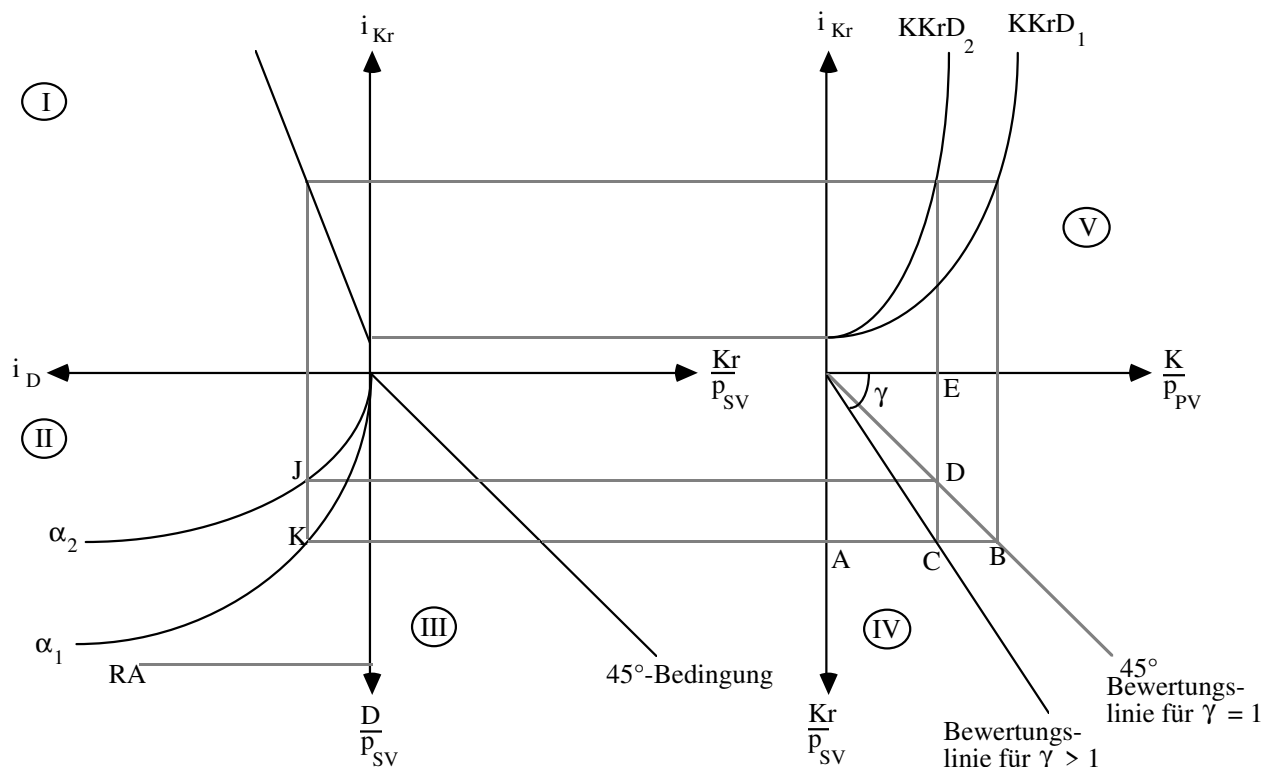
Die in der Typologie (1) dargestellten Fälle werden im folgenden mit Hilfe der erweiterten KKrD-Kurve (Abbildung (4)) näher untersucht. Insbesondere soll die Funktion der Geschäftsbank hergeleitet werden, Preiserhöhungen am Vermögensmarkt als Höher- oder Überbewertungen zu interpretieren.

Fall 1 Preisunabhängige Reduktion der Vermögensüberlassung

Verweigert der Vermögenseigentümer die Überlassung seines Sachvermögens zur Produktion unabhängig von Preisbildungsprozessen, so wird die Nachfrage des Unternehmens nach Produktivvermögen nicht wirksam. Die Verweigerung des Vermögenseigentümers ist gleichbedeutend mit seiner reduzierten Bereitschaft zur Geldvermögenshaltung. Der Vermögenseigentümer realisiert in diesem Fall seine optimale Portfoliowahl durch seine Mengenentscheidung.

Ausgangspunkt der folgenden Zeichnung ist der Punkt K auf der α_1 -Kurve. Eine preisunabhängige Verweigerung des Vermögenseigentümers dreht die α_1 -Kurve direkt in die α_2 -Kurve hinein, weil der Vermögenseigentümer beim gleichen Depositenzinssatz weniger zur Geldvermögenshaltung bereit ist. Die Verweigerung des Vermögenseigentümers zur Überlassung von Sachvermögen führt zum Punkt J. Entsprechend wird sich die KKrD₁-Kurve nach links in die KKrD₂-Kurve verdrehen.

Abbildung (5): Verweigerung, Preiserhöhung und Überbewertung



Fall 2 Preisabhängige Reduktion der Vermögensüberlassung

Reduziert das Unternehmen als Reaktion auf die Preiserhöhung des Vermögenseigentümers seine Nachfrage nach Produktivvermögen, so wirkt der Preis als regulierendes Instrument der Portfoliowahlentscheidung des Vermögenseigentümers. Auch in diesem Fall ergibt sich als Ergebnis die α_2 -Kurve, allerdings nunmehr indirekt über den Quadranten IV. Dieser Quadrant enthält auf Abszisse und Ordinate ausschließlich Realgrößen, sodaß in diesem Quadranten bei konstanten Nominalgrößen Preisänderungen abgebildet werden können. Die Preiserhöhung, die zu einer reduzierten Produktivvermögensnachfrage führt, entspricht einer Bewegung von B nach D. Diese Bewegung begründet sich aus der äquiproportionalen Preisänderung auf der Abszisse und auf der Ordinate. Der Punkt D, der für die nunmehr reduzierte Produktivvermögensnachfrage steht, führt in einem zweiten Schritt zu einer

Nach-Innen-Drehung der α -Kurve und zu einer Links-Drehung der $KKrD_1$ -Kurve in die $KKrD_2$ -Kurve. ⁷

Fall 3a Preisunabhängiges Verhalten des Unternehmens und der
Geschäftsbank

Reagiert das Unternehmen auf die Preiserhöhung des Vermögenseigentümers insofern nicht, als es seine bisherige Produktivvermögensnachfrage beibehält oder diese beispielsweise in der Inflation sogar erhöht, so benötigt das Unternehmen zusätzliche Kredite. Dann hängt der weitere Ablauf davon ab, ob die Geschäftsbank diese Nachfrage nach zusätzlichen Krediten auch befriedigt oder diese verweigert. Das wird davon abhängen, ob die Geschäftsbank die erhöhte Preisforderung des Vermögenseigentümers als gerechtfertigt sieht und sie als eine Anpassung an einen allgemeinen Preisanstieg am Vermögensmarkt deutet, oder ob sie die Preisforderung des Vermögenseigentümers als überhöht betrachtet.

Im Fall 3a nehme ich an, daß die Geschäftsbank die Preiserhöhung als einen allgemeinen Anstieg des Vermögensmarktpreisniveaus interpretiert und bereit ist, deshalb die erhöhte Kreditnachfrage zu befriedigen. Der Preisanstieg ist in diesem Fall Ausdruck einer allgemeinen Höherbewertung von Vermögensgegenständen am Vermögensmarkt. In diesem Fall ändert sich an den realen Größen nichts, da das nominale Kreditvolumen der Geschäftsbank in dem Maße ansteigt, wie die Preise erhöht worden sind. Es ist allerdings darauf hinzuweisen, daß der

Fall 3a nur dann wie beschrieben abläuft, wenn die Geschäftsbank die erhöhte Kreditnachfrage auch befriedigt. Dies setzt unabdingbar voraus, daß der Preisanstieg zu keinem erhöhten Kreditsicherungsrisiko führt. Die Geschäftsbank setzt keine Änderungen in der Realwertsicherung der Kredit durch, weil sie den Preisanstieg als eine Höherbewertung von Vermögen, das heißt als einen allgemeinen Preisanstieg am Vermögensmarkt, interpretiert.

Im Schaubild ändert sich trotz Preiserhöhung nichts an der α_1 -Kurve, da der Punkt B im Quadranten IV letztlich nicht verlassen wird. Die α_1 -Kurve enthält jetzt beides, Preiserhöhungen und die Ausweitung des nominalen Depositenvolumens. Dieses Ergebnis geht mit der Eigenschaft realer Größen einher, die keine Veränderung erfahren, wenn sich ihre Bestandteile - die

⁷ Der Fall 2 läuft am ehesten auf die von Betz (1993) abgeleiteten Ergebnisse hinaus.

nominalen Größen im Zähler und die Preise im Nenner - äquiproportional verändern.

Fall 3b Kreditverweigerung durch die Geschäftsbank

Wenn die Geschäftsbank den vom Vermögenseigentümer geforderten Preis p_{SV} als überhöht deutet, würde sie mit der Kreditvergabe ein zusätzliches Kreditsicherungsrisiko übernehmen. Denn im Falle der Säumnis des Schuldners hätte sie zwar weiterhin den Zugriff auf dessen kreditfinanziertes Vermögen; wenn dieses sich aber als überbewertet erweist, erleidet die Geschäftsbank einen Vermögensverlust. Die Geschäftsbank muß also zu ihrem eigenen Schutz dafür Sorge tragen, daß das ihr als Sicherheit überlassene Vermögen nicht überbewertet ist. Sie vergleicht den vom Vermögenseigentümer geforderten Preis p_{SV} mit dem allgemeinen Vermögensmarktpreis p_{VM} und verweigert den Kredit, wenn $p_{SV} > p_{VM}$ ist.

Ausgehend vom Punkt B im Quadranten IV sinkt zunächst - infolge der überhöhten Preisforderungen des Vermögenseigentümers - beim bestehenden Zinssatz der Realwert des angebotenen Kapitalstocks von \overline{AB} auf \overline{AC} .

Tatsächlich ist aber der Punkt C nicht zu realisieren, weil in diesem Punkt $p_{SV} > p_{VM}$ ist und die Kreditverweigerung der Geschäftsbank den Punkt C unmittelbar in den Punkt D überführt. In diesem Fall wird also die 45°-Linie im Quadranten IV nicht durch die direkte Preisaushandlung von Anbietern und Nachfragern am Vermögensmarkt, sondern durch das Kreditsicherungsgeschäft der Geschäftsbank erreicht. Die Gleichheit zwischen dem realen Kreditvolumen und dem realen Kapitalstock ist ein Resultat der Sicherheitsüberprüfung der Geschäftsbank, die mit ihrer Entscheidung zur Kreditgewährung diese Gleichheit regulativ herbeiführt.

4. Die Rolle der Unternehmen

In diesem Abschnitt hebe ich die Annahme auf, daß Sachvermögen in seinem absoluten Realwert gesichert sei. Es wird zugelassen, daß Sachvermögen am Vermögensmarkt einen *Funktionsverlust* erleiden kann. Das Risiko des Funktionsverlustes stellt die Vermögensmarkttauglichkeit eines Vermögensgegenstandes in Frage. Ein Gegenstand wird dadurch zu einem Gegenstand des Vermögensmarktes (Vermögensgegenstand), daß er die

Funktion erfüllt, anderen gegen Bezahlung temporär oder dauerhaft überlassen werden zu können. Dazu müssen die folgenden Voraussetzungen erfüllt sein:

- Der Gegenstand muß gegen Bezahlung überlassen werden können, d.h. er muß teilbar, bewertbar und verwertbar sein, und
- der Gegenstand muß prinzipiell durch Verweigerung der Überlassung verknappbar sein.

Wenn Sachvermögen seine Vermögensmarkttauglichkeit verliert, ist es als Vermögensgegenstand wertlos. Für den Vermögenseigentümer wird daher die absolute Realwertunsicherheit des Sachvermögens zu einem wesentlichen Bestimmungsfaktor seiner Portfoliowahl.

4.1. Die Realwertunsicherheit des Sachvermögens

Die Aufhebung der Annahme der absoluten Realwertsicherheit bedeutet, daß nicht mehr gewährleistet ist, daß Sachvermögen am Vermögensmarkt als Eigentums- und Sicherheitstitel zu dienen vermag. In dem Maße, wie Sachvermögen diese Funktion nicht erfüllt beziehungsweise droht, diese Funktion zu verlieren, eröffnen sich dem Unternehmen Möglichkeiten zur Einflußnahme auf die Preisbildung am Vermögensmarkt. Während das Unternehmen durch die Kontrollfunktion der Geschäftsbank vor der Überbewertung des Vermögenseigentümers - im funktionalistischen Sinne zwangsläufig - geschützt wird, kann es sich selbst nur in dem Maße der Preisformulierungsmacht des Vermögenseigentümers entziehen, wie es Risiken des Funktionsverlustes geltend macht. Die abgehobene Machtstellung des Vermögenseigentümers ist nunmehr eingeschränkt. Der Vermögenseigentümer kann nicht einseitig - d.h. losgelöst von den Kalkülen anderer Akteure - die Preise für die Überlassung von Sachvermögen formulieren, wenn er befürchten muß, daß ihm aus der Nichtüberlassung von Sachvermögen neben eventuellen Ertragsausfällen ein Schaden durch negative Vermögensbestandsänderungen entsteht. Schlimmstenfalls läuft der Vermögenseigentümer Gefahr, das Sachvermögen gänzlich zu verlieren.⁸

⁸ Denkbar ist natürlich auch der allerschlimmste Fall, in dem ein Vermögensgegenstand (zum Beispiel auf Grund nachträglich erst erkannter bzw. wahrgenommener Risiken) eine negative Vermögenseigenschaft erhält, d.h. zum "Antivermögen" wird. In diesem Fall sind die aus dem Vermögenseigentum resultierenden Zahlungsverpflichtungen (zum Beispiel die Stilllegungskosten eines abgeschalteten Kernkraftwerkes) in ihrer Summe höher als das Vermögen selbst.

Die Sachvermögenshaltung unterliegt also generell einem *Risiko des Funktionsverlustes*. So wie der Geldhalter dem Risiko der doppelten Realwertunsicherheit unterliegt, muß auch der Halter von Sachvermögen neben dem Risiko der relativen Realwertunsicherheit das Risiko des Funktionsverlustes aushalten. Der Verlust der Markttauglichkeit eines Vermögensgegenstandes kann natürlichen Ursprungs sein oder aus dem Verhalten der Unternehmen und der Geschäftsbanken resultieren, wenn diese dazu fähig sind, die Markttauglichkeit eines Vermögensgegenstandes zu beeinflussen. Neben den schicksalhaften Risiken ist zu klären, ob, wie und in welchem Ausmaß Risiken von Nicht-Vermögenseigentümern am Vermögensmarkt beeinflußt und geltend gemacht werden können.

Erwartet der Vermögenseigentümer einen Funktionsverlust seines Sachvermögens, so wird er in einen Handlungszwang versetzt, sich von diesem Sachvermögen so schnell als irgendetmöglich zu trennen und es anderen zu überlassen. Wenn das zur Disposition stehende Vermögen einem Funktionsverlustrisiko ausgesetzt ist, gewinnt das Unternehmen eine relativ günstige Verhandlungsposition. Prinzipiell kann dann das Unternehmen Preissenkungen mit Aussicht auf Erfolg fordern. So verliert der Vermögenseigentümer seine ihm bisher zugeschriebene Fähigkeit, Preise für die Überlassung von Sachvermögen setzen zu können.

4.2. Die Bewertungstendenzen am Vermögensmarkt

Jener Preis ist der *gleichgewichtige Vermögensmarktpreis*, bei dem die Bewertungen am Vermögensmarkt so vorgenommen worden sind, daß die Geschäftsbanken gerade noch zur Kreditvergabe bereit sind. Mit anderen Worten: In der auf Kaufbeziehungen basierenden fremdfinanzierten Ökonomie ist *der* gleichgewichtige Vermögensmarktpreis der höchste und seitens der Geschäftsbanken gerade noch akzeptierte Preis für die Überlassung von Vermögensgegenständen. In der makroökonomischen Betrachtung sorgt die Konkurrenz unter den Geschäftsbanken dafür, daß die Geschäftsbanken die Kreditvergabe nicht willkürlich verweigern, weil sie letztlich als unternehmerisch handelnde Akteure gesehen werden können, die mit der Kreditvergabe Erträge erwirtschaften.

Generell dürfte gelten, daß jeder Akteur dazu tendiert, sich dadurch Vorteile zu verschaffen, daß er einen Preis zu realisieren versucht, der zu seinen Gunsten vom gleichgewichtigen Preis abweicht. Solche Vorteile sind umso eher zu erwarten, wie die Handlungsfreiheiten bzw. Handlungszwänge asymmetrisch zwischen den Parteien verteilt sind.

Eine Analyse der Preisbildung am Vermögensmarkt hat immer von den Bewertungstendenzen der Akteure auszugehen, wobei das Ergebnis dadurch bestimmt ist, welcher Akteur sich mit seiner Bewertungstendenz eher durchzusetzen vermag. Es kann zwischen den Bewertungstendenzen des Vermögenseigentümers und denen des Unternehmens unterschieden werden. Der Vermögenseigentümer wird versuchen, den Abstand zwischen dem von ihm geforderten (Angebots-)Preis von Sachvermögen p_{SV} und dem Vermögensmarktpreis p_{VM} nach oben zu maximieren; analog wird das Unternehmen als Nachfrager versuchen, die Nach-unten-Abweichung des (Nachfrage-)Preises von Produktivvermögen p_{PV} vom Vermögensmarktpreis p_{VM} zu maximieren.

Als Zielfunktion des Vermögenseigentümers formuliere ich

$$p_{SV}(x) = x p_{VM}, \quad \text{wobei gelten soll } x \geq 1. \quad (7)$$

Die Größe x ist eine Bewertungstendenzvariable; $x = 1$ besagt, daß der Vermögenseigentümer keine vom gleichgewichtigen Vermögensmarktpreis abweichende Bewertungstendenz hat. Für einen Wert $x \geq 1$ ist der vom Vermögenseigentümer geforderte (Angebots-)Preis größer als der gleichgewichtige Vermögensmarktpreis. Die Zielfunktion des Unternehmens lautet entsprechend

$$p_{PV}(y) = \frac{1}{y} p_{VM}, \quad \text{wobei gelten soll } y \geq 1. \quad (8)$$

Die Größe y ist ebenfalls eine Bewertungstendenzvariable; $y = 1$ besagt, daß das Unternehmen keine vom gleichgewichtigen Vermögensmarktpreis abweichende Bewertungstendenz hat. Für einen Wert $y \geq 1$ ist der vom Unternehmen formulierte (Nachfrage-)Preis kleiner als der gleichgewichtige Vermögensmarktpreis.

Der gemäß (7) vom Vermögenseigentümer geforderte (Angebots-)Preis p_{SV} entspricht genau dann dem gemäß (8) vom Unternehmen gezahlten (Nachfrage-)Preis p_{PV} , wenn gilt

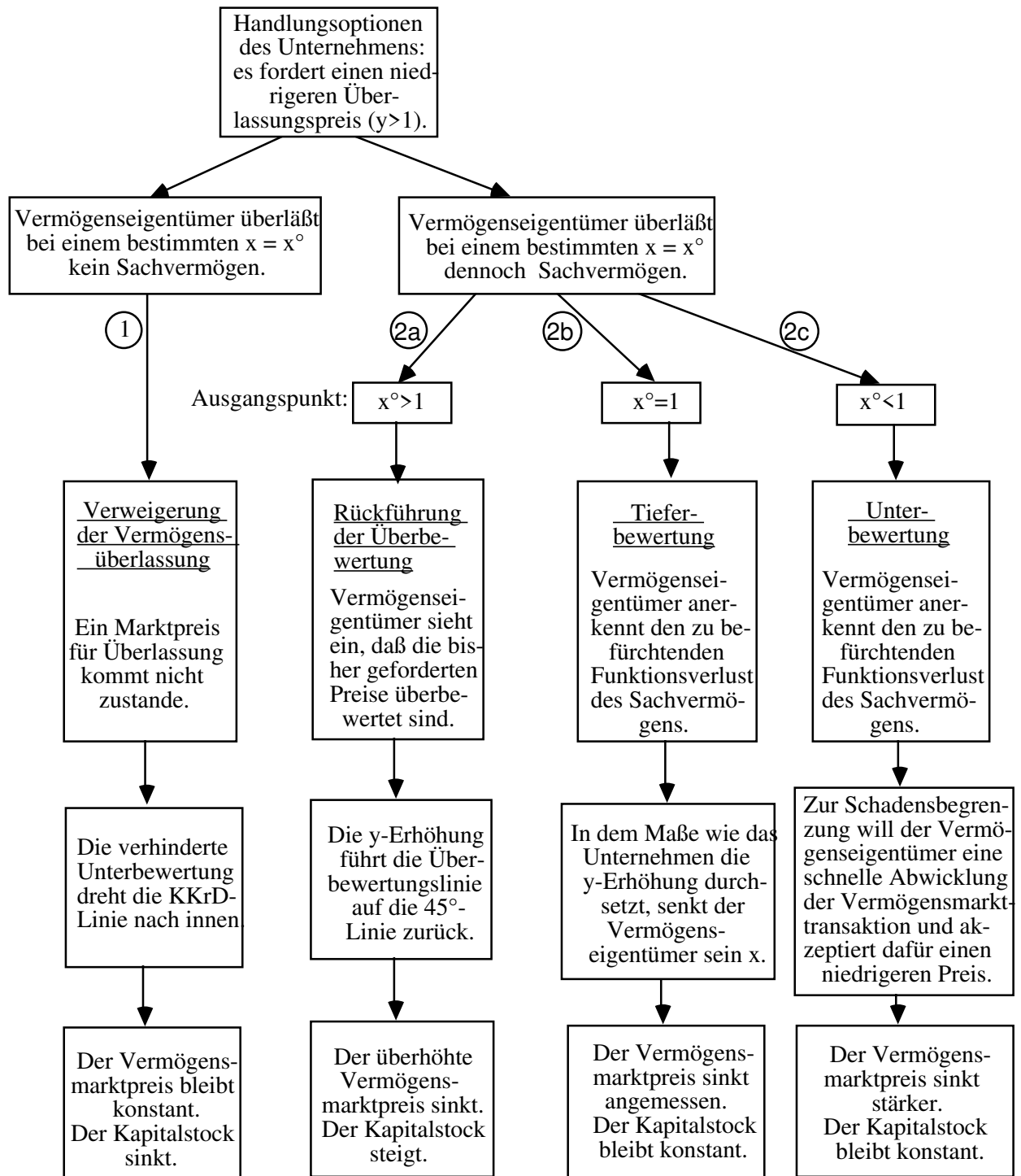
$$x p_{VM} = \frac{1}{y} p_{VM} \quad (9)$$

Weil $x \geq 1$ und $y \geq 1$ gilt, geht das nur, wenn $x = y = 1$ ist. Also nur wenn es weder dem Vermögenseigentümer gelingt, das Vermögen überzubewerten, noch dem Unternehmen es gelingt, das Vermögen unterzubewerten, ergibt sich eine Gleichheit von p_{SV} , p_{VM} und p_{PV} .

4.3. Der Zusammenhang zwischen Tiefer- und Unterbewertung

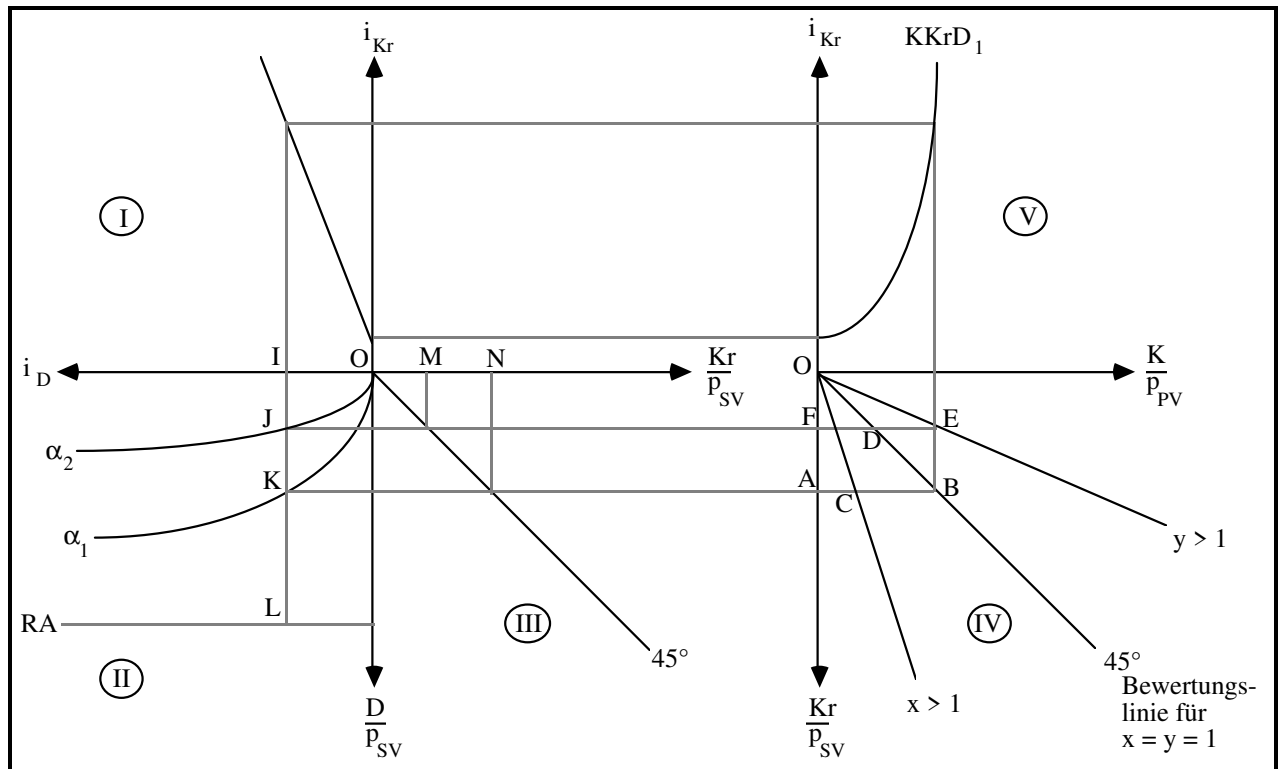
Analog zum im vorherigen Abschnitt praktizierten Vorgehen entwickle ich eine Typologie der Handlungsoptionen des Unternehmens am Vermögensmarkt.

Typologie (2): Tieferebewertung und Unterbewertung



Um die einzelnen Fälle der Typologie (2) diskutieren zu können, bediene ich mich des folgenden Schaubildes.

Abbildung (6): Preissenkung und Unterbewertung



4.3.1. Die Bewertungsstrategien ohne Funktionsverlustrisiken des Sachvermögens

Die Fälle (1) und (2a) entsprechen insofern dem herkömmlichen Vermögensmarktverständnis, weil hier die Annahme der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens noch aufrechterhalten bleibt.

Fall (1) Preisreduktion und Verweigerung der Vermögensüberlassung

Ausgangspunkt sind der Punkt K auf der α_1 -Kurve in Quadrant II und der Punkt B auf der 45° -Bewertungslinie in Quadrant IV, in der gilt: $x = y = 1$. Wenn nun das Unternehmen eine Tendenz zur Tieferbewertung entfaltet und

$y > 1$ durchzusetzen versucht, dreht sich die Bewertungslinie nach rechts oben, im Schaubild dargestellt durch die Rechts-Drehung der Bewertungslinie vom Punkt B beispielsweise in den Punkt E.

Wenn der Vermögenseigentümer kein Funktionsverlustrisiko seines Sachvermögens erkennt und er sich deshalb auch nicht zur Überlassung seines Sachvermögens gezwungen sieht, wird er keine Veranlassung haben, der Forderung nach niedrigeren Preisen nachzukommen. Dieser Fall entspricht einer Betrachtungsweise, die auf der Annahme einer absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens basiert, und in der Funktionsverlustrisiken vom Vermögenseigentümer ohnehin ignoriert werden und daher keinen Einfluß auf reale Größen haben. Wenn die Forderung nach niedrigeren Preisen tatsächlich auf Funktionsverlustrisiken basiert und der Vermögenseigentümer die Überlassung dennoch verweigert, bleibt das Risiko des Funktionsverlustes bei ihm.

Die Verweigerungshaltung des Vermögenseigentümers drückt sich in einer Nach-Innen-Drehung der α -Kurve in den Punkt J aus. Das System wird in den Punkt D geführt. Die $\overline{KKrD_1}$ -Linie dreht sich entsprechend nach links. Der Kapitalstock sinkt von \overline{FE} auf \overline{FD} .

Fall (2a) Rückführung der Überbewertung

Dieser Fall entspricht insofern den Fällen aus der Typologie (1), als von einer Überbewertungssituation innerhalb des Vermögensmarktes ausgegangen wird. Somit haben wir von einer nach links beispielsweise in den Punkt C gedrehten Bewertungslinie auszugehen, das heißt $x > 1$. Im Unterschied zu den Fällen der Typologie (1) wird die Überbewertung nicht durch die Geschäftsbanken, sondern bereits durch die Unternehmen zurückgeführt: Die Unternehmen erkennen die Preise als überhöht und fordern daher niedrigere Preise. Sieht der Vermögenseigentümer ein, daß seine Preisforderungen überhöht waren und will er dennoch Sachvermögen überlassen, so wird das System durch die Rücknahme der Überbewertung in den Punkt B geführt. Somit kann die $\overline{KKrD_1}$ -Linie erst durch die Rücknahme der Überbewertung realisiert werden.

4.3.2. Die Bewertungsstrategien unter Berücksichtigung von Funktionsverlustrisiken des Sachvermögens

Wie bereits ausgeführt, ist in den beiden nunmehr zu betrachtenden Fällen (2b) und (2c) die Annahme der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens aufgehoben. Der Vermögenseigentümer sieht sich mit Vermögensverlustrisiken konfrontiert, weil sein Sachvermögen am Vermögensmarkt mit Funktionsverlustrisiken behaftet ist. Wenn das Unternehmen den drohenden Funktionsverlust erkennt und ihn in den Preisverhandlungen geltend macht, hat es Chancen, eine niedrigere Bewertung des zur Disposition stehenden Vermögensgegenstandes, das heißt ein $y > 1$ durchzusetzen.

Das Unternehmen versucht, einen niedrigeren Überlassungspreis durchzusetzen, indem es y erhöht. Graphisch äußert sich dieses "Drücken" des Vermögenspreises durch die Unternehmen in einer Rechts-Drehung der Bewertungslinie beispielsweise in den Punkt E im Quadranten IV. Diese Rechts-Drehung ist Ausdruck der Bewertungstendenz des Unternehmens.

Ausgangspunkt der weiteren Überlegungen ist der Punkt E und es stellt sich die Frage, wie der Vermögenseigentümer auf die geforderte Preisreduktion reagiert. Für den Vermögenseigentümer ist diese Situation deswegen problematisch, weil er in diesem Fall die Überlassung von Sachvermögen nicht mehr verweigern kann, ohne eigene Vermögensverluste zu riskieren. Denn jetzt ist auch die Einbehaltung von Sachvermögen risikobehaftet. Der Vermögenseigentümer hat die Wahl, dieses Vermögensverlustrisiko entweder selbst zu tragen (Fall (1)), oder es auf die Unternehmen zu übertragen (Fälle (2b) und (2c)), indem er risikobehaftetes Vermögen anderen Vermögensmarktakteuren zu niedrigeren Preisen überläßt.

Fall (2b)

Tieferbewertung

Im Fall (2b) nehme ich an, daß der Vermögenseigentümer den zu befürchtenden Funktionsverlust des Sachvermögens erkennt. Der Vermögenseigentümer ist zur Preissenkung bereit, weil er das Funktionsverlustrisiko auf das Unternehmen übertragen will. Das bedeutet, daß der Vermögenseigentümer seine Preisforderung reduziert, einen geringeren Vermögensmarktpreis akzeptiert und damit $y > 1$ auf $y = 1$ zurückgeführt wird. Der Vermögenseigentümer nimmt also den zu befürchtenden Vermögensverlust vorweg, indem er der Preissenkungstendenz des Unternehmens nachgibt. Die

Rückführung von $y > 1$ auf $y = 1$ äußert sich in der Graphik in der Zurückdrehung der Bewertungslinie vom Punkte E in den Ausgangspunkt B.

In dem Ausmaß, wie der Vermögensmarktpreis sinkt, reduzieren sich auch das erforderliche nominale Kreditvolumen und die Depositeneinlagen, sodaß die Realwerte des Kreditvolumens, des Depositenvolumens und des Kapitalstocks dieselben bleiben. Graphisch bedeutet dies, daß der Vermögensmarkt weiterhin im Punkt B sein Gleichgewicht besitzt. Oben wurde bereits gezeigt, daß reale Größen bei äquiproportionaler Änderung des Zählers und des Nenners sich nicht verändern. An den realen Größen ändert sich aber auch bis jetzt deswegen nichts, weil das System durch die Portfoliowahlentscheidung des Vermögenseigentümers, das heißt durch die α -Kurve, bestimmt ist. Wenn sich an dieser Entscheidung nichts ändert, ändern sich im Falle der Tieferbewertung auch nicht die realen Größen des Systems.

In einem nachfolgenden Schritt kann überprüft werden, wie sich das Funktionsverlustrisiko auswirkt, wenn also aus der Risikowirtschaft eine Schadenswirtschaft wird:

- Wenn der befürchtete Funktionsverlust eintritt und der Vermögenseigentümer das risikobehaftete Vermögen nicht anderen überlassen hat, reduziert sich das Vermögen des Vermögenseigentümers. Dies äußert sich dies graphisch in einer Nach-Oben-Verschiebung der RA-Restriktionslinie, höchstens bis zu dem Punkt der α -Kurve, der bereits für die überlassenen Vermögensbestände, d.h. für das Geldvermögen steht. Wenn die RA-Restriktionslinie nach oben verschoben wird und der Vermögenseigentümer an seiner prozentualen Portfolioaufteilung nichts ändern will, wird die α -Kurve cet.par. entsprechend gestaucht.
- Wenn der befürchtete Funktionsverlust eintritt und der Vermögenseigentümer das risikobehaftete Vermögen anderen überlassen hat, reduziert sich das Produktivvermögen des Unternehmens. Das einstmals tiefer bewertete und nunmehr im Besitz der Unternehmen befindliche Vermögen ist jetzt unter Umständen überbewertet, weil für dieses untergehende Vermögen schlimmstenfalls überhaupt kein Vermögensmarktpreis mehr erzielt werden kann.

In beiden Fällen bedeutet der Eintritt des Schadensfalles eine Nach-Innen-Drehung der KKrD-Linie, im ersten Fall als ein Resultat der α -Stauchung und im zweiten Fall als ein Resultat aus dem teilweisen Untergang des Kapitalstocks.

Fall (2c)

Unterbewertung

In diesem Fall ist die Überlassung von Sachvermögen für die Produktion aus Sicht des Vermögenseigentümers kein Ausdruck der Handlungsfreiheit, sondern Ausdruck von Handlungszwängen, unter die er sich gesetzt sieht, weil er mit einem Funktionsverlust bis hin zum gänzlichen Verlust der Vermögensmarkttauglichkeit seines Vermögensgegenstandes rechnen muß. Der Vermögenseigentümer überläßt Vermögen anderen zur Produktion, obwohl er weiß, daß dieses unterbewertet ist. Die Überlassung "unter Wert" ist für ihn deshalb rational, weil er mit der Überlassung des Vermögensgegenstandes zugleich das Vermögensverlustrisiko auf das Unternehmen überträgt. Preisbestimmend ist hier nicht nur die potentielle Nutzung des Vermögensgegenstandes in der Produktion, sondern auch die Übernahme des Vermögensverlustrisikos.

Für das Unternehmen bedeutet dies, daß es sich mit seiner Bewertungstendenz ($y > 1$) durchsetzt und den Preis unter sein gleichgewichtiges Niveau zu drücken vermag. Graphisch äußert sich dies in einer Rechts-Drehung der Bewertungslinie in Quadrant IV - beispielsweise in den Punkt E. Und diese Bewertungslinie hat Bestand.

Für den Erwerb von unterbewertetem Vermögen benötigt das Unternehmen weniger realen Kredit. Zur Finanzierung des Kapitalstocks im Betrag \overline{FE} wird jetzt also nur noch ein Kreditvolumen \overline{OF} beziehungsweise \overline{OM} benötigt. Es entstehen Depositeneinlagen des Vermögenseigentümers im Betrag \overline{IJ} .

Das reale Kreditvolumen sinkt durch die Unterbewertung um den Betrag \overline{MN} . Diesem reduzierten Kreditvolumen steht solange ein überhöhter Kapitalstock gegenüber wie die auf das Unternehmen übertragenen Funktionsverlustrisiken noch nicht zum Schadensfall werden. Das Geldvermögen ist nicht mehr gleich dem Produktivvermögen, sondern im Betrag \overline{JK} wird Produktion durch einen erzwungenen Eigentums"verzicht" des Vermögenseigentümers finanziert. Die in Quadrant II enthaltene RA-Beschränkung bildet nicht mehr nur das Vermögen des Vermögenseigentümers ab, sondern enthält quasi auch das Vermögenseigentum

des Unternehmens, welches es durch den Erwerb von unterbewertetem Vermögen im Betrag \overline{JK} gebildet hat. Mit dem tatsächlichen Eintritt des befürchteten Vermögensverlustes verschwindet das Quasi-Vermögenseigentum des Unternehmens.

5. Die Rolle der Vermögenseigentümer

Die zentrale Funktion des Vermögenseigentümers besteht in seiner Entscheidung, Vermögensgegenstände für die Produktion zu überlassen beziehungsweise sie der Produktion vorzuenthalten. Dabei hat er das Risiko der Realwertunsicherheit des Geldes und das Risiko der Realwertunsicherheit des Sachvermögens gegeneinander abzuwägen. Auf Grundlage dessen trifft er seine Portfoliowahlentscheidung, innerhalb derer er Geld nicht nur in seinen Funktionen als Rechenmittel und Tauschmittel (und bei Leihbeziehungen auch als Zahlungsmittel zur Schuldentilgung) berücksichtigt, sondern insbesondere es auch in der Funktion als Anlagemittel sieht.⁹ Deshalb muß aus der Sicht des Vermögenseigentümers die pekuniäre Ertragsrate des Geldes sowohl sein Ertragskalkül wie auch sein Risikokalkül abdecken. Da der Vermögenseigentümer in der hier bisher entfalteteten Theorie des Vermögensmarktes keine Schuldnerposition übernimmt, kann er nicht illiquide werden und wird daher nicht auf das Konzept der Liquiditätsprämie bei der Ermittlung der pekuniären Ertragsrate des Geldes rekurren.

In der Portfoliowahlentscheidung des Vermögenseigentümers sind Entscheidungsparameter zu berücksichtigen, die es ihm ermöglichen, die Realwertunsicherheit des Sachvermögens differenziert zu erfassen. Ich führe einen Parameter s_{SV} ein, der die Preisänderungserwartungen des Sachvermögens abbildet. Durch ihn wird die *relative Realwertunsicherheit* der Anlagealternative Sachvermögen gegenüber der Anlagealternative Geld dargestellt. Wenn der Vermögenseigentümer anderen den Preis zu diktieren vermag, besteht für ihn faktisch keine Unsicherheit. Die relative Realwertunsicherheit beschränkt ihn erst dann, wenn es anderen Akteuren gelingt, Einfluß auf die Preisformulierung zu nehmen; an diesem Punkt ist der

⁹ Um Mißverständnissen vorzubeugen, sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, daß die Zahlungsmittelfunktion des Geldes bei Kaufbeziehungen nur aus der Sicht des Vermögenseigentümers negiert wird. Da der Vermögenseigentümer in diesem Fall keine Gläubigerposition einnimmt, ist für ihn die Funktion des Geldes als Schuldendeckungsmittel uninteressant.

Preis für den Vermögenseigentümer keine durch und durch kalkulierbare Größe mehr.

Das Funktionsverlustrisiko des Sachvermögens, das heißt die absolute Realwertunsicherheit des Sachvermögens, erfasse ich durch die Risikorate f_{SV} . Die potentielle Unsicherheit des Funktionsverlustes von Sachvermögen liefert den Vermögenseigentümer schicksalhaften Ereignissen aus und versetzt ihn in die Abhängigkeit von anderen Akteuren beziehungsweise von Märkten.

Wird die doppelte Realwertunsicherheit des Sachvermögens berücksichtigt, so können Verweigerungshaltungen äußerst negative Folgen für den Vermögenseigentümer haben. Ist ein Vermögensgegenstand einem Funktionsverlustrisiko ausgesetzt und verweigert der Vermögenseigentümer dennoch die Überlassung dieses Vermögensgegenstandes, so ist dies einzig und allein der Schaden des Vermögenseigentümers. Um diesen drohenden Schaden abzuwehren, bleibt ihm nur die Alternative, das durch den Funktionsverlust bedrohte Vermögen abzustößen. Das ist aus funktionalistisch-existenzieller Sicht für den Vermögenseigentümer ein Handlungszwang: Der als Vermögenseigentümer handelnde Akteur bleibt nur solange Vermögenseigentümer, wie er Vermögensgegenstände mit positivem Marktwert sein eigen nennen kann. Durch das Abstoßen begrenzt er den für ihn zu befürchtenden Schaden, indem er einen aktuellen Vermögensverlust akzeptiert. Er eliminiert das Risiko des Funktionsverlustes von Vermögen für sich, indem er es auf andere überträgt. So begründet sich ökonomisches Handeln aus der Abwehr von Risiken.

Das Instrument zur Abwehr und zum Management von Risiken ist für den Vermögenseigentümer das Portfolio. In der fremdfinanzierten Geldökonomie setzt sich das Portfolio des Vermögenseigentümers grundsätzlich aus Geld- und Sachvermögen zusammen. α ist dabei der Anteil des Geldvermögens am Gesamtvermögen in der Portfoliowahlentscheidung des Vermögenseigentümers.

Für die Zusammensetzung des Portfolios des Vermögenseigentümers gilt: ^{10 11}

$$\alpha = \alpha (i_D, s_{SV}, s_{GV}, f_{SV}, f_{GV}, \gamma-1, x-1, y-1) \quad (10)$$

+ + - + - - + -

Der Anteil des Geldvermögens am Portfolio in einer fremdfinanzierten auf Kaufbeziehungen gründenden Geldökonomie ist cet. par. umso größer,

- je höher der Depositenzins,
- je höher die Realwertunsicherheit des Sachvermögens,
- je niedriger die Realwertunsicherheit des Geldvermögens,
- je höher das Funktionsverlustrisiko des Sachvermögens,
- je niedriger das Funktionsverlustrisiko des Geldvermögens,
- je niedriger die Kreditverweigerung auf Grund von Kontrollen der Geschäftsbank,
- je höher die durchgesetzte Überbewertungstendenz des Vermögenseigentümers und
- je niedriger die durchgesetzte Unterbewertungstendenz des Unternehmens ist.

6. Risikowirtschaft

Aus den bisherigen Überlegungen folgt, daß ökonomisches Handeln risiko- und ertragstheoretisch fundiert werden muß. Die Akteure sind analytisch nach den Funktionen und Risiken zu unterscheiden, die sie übernehmen oder übertragen können. Wer sich als Vermögenseigentümer, Unternehmer oder Geschäftsbank betätigt, übernimmt damit simultan ein für diesen Akteurstypus charakteristisches Bündel von Funktionen und Risiken.

¹⁰ Der Parameter s_{GV} wird hier der Vollständigkeit halber berücksichtigt. An dieser Stelle ist seine Einführung noch nicht notwendig. Wenn aber mehr als zwei Vermögensanlagealternativen betrachtet werden, muß die relative Realwertunsicherheit des Geldes s_{GV} explizit beachtet werden, weil sie dann nicht mehr mit der des Sachvermögens invers in Beziehung stehen muß.

¹¹ Um eine eindeutige Korrelation zwischen den Parametern γ , x , und y gegenüber α herstellen zu können, ziehe ich von diesen Parametern jeweils den Wert Eins ab. Dadurch wird der Schwellenwert, an dem sich ein Vorzeichenwechsel ergibt, von Eins auf Null gesenkt.

Wie oben am Beispiel der Geschäftsbanken dargestellt, können Konstellationen auftreten, in denen einzelne Akteure die Funktionen anderer Akteure übernehmen oder eigene Funktionen auf andere Akteure übertragen und abwälzen. Das Kreditsicherungsgeschäft ist solch ein Vorgang, bei dem die Geschäftsbank durch ihr Zugriffsrecht auf Vermögensgegenstände bestimmte typische Funktionen des Vermögenseigentümers übernimmt und dadurch zum *Quasi-Vermögenseigentümer* wird.¹² Die Geschäftsbank würde vollends zum Vermögenseigentümer werden, wenn sie alle mit dem Vermögenseigentum verknüpften Funktionen und Risiken übernehmen würde. Allerdings wäre dann die akteurielle funktionelle Trennung zwischen Vermögenseigentümer und Geschäftsbank aufgehoben, da die Geschäftsbank nicht nur einzelne Funktionen, sondern das ganze Funktionsbündel und damit die Rolle des Vermögenseigentümers insgesamt übernehmen würde.

Das Konzept der Risikowirtschaft beinhaltet den Versuch, die Trennschärfe ökonomischer Kategorien dadurch zu erhöhen, daß den Akteuren nicht Rollen, sondern charakteristische - das heißt diese Rolle spezifizierende - Funktionsbündel zugeordnet werden. Rollen und Funktionsbündel sind dann identisch, wenn keine der im charakteristischen Funktionsbündel enthaltenen Funktionen auf andere Akteure übertragen bzw. von anderen Akteuren übernommen werden. Wenn einzelne Funktionen übernommen oder übertragen werden, bedeutet dies nicht *role taking* sondern in diesem spezifischen Zusammenhang lediglich ein *quasi role taking*, ein *function taking*. Es geht in der Risikowirtschaft nicht immer gleich um die Option des *role taking*, sondern zunächst und vor allem um die Option der Übernahme einzelner ökonomischer Funktionen, hier vor allem der Übernahme beziehungsweise der Abwälzung von Risiken, das heißt um die Option des *risk taking*.

Diese Unterscheidung zwischen der Rolle eines ökonomischen Akteurs und den Funktionen, die mit dieser Rolle verknüpft sind, ist deshalb bedeutsam, weil die Handlungskalküle der Akteure nicht nur durch die Übertragung ganzer Funktionsbündel, sondern auch durch die Übertragung einzelner Funktionen bestimmt sind. Im Konzept der Risikowirtschaft ist zweierlei möglich:

¹² Während Betz (1993b) die Geschäftsbanken als Vermögensbesitzer bezeichnet, fasse ich die Geschäftsbanken als Akteure auf, die Quasi-Vermögenseigentümer werden können, wenn sie sich im Kreditvergabeprozess Zugriffsrechte auf Vermögen einräumen lassen. Die Rolle der Vermögensbesitzer übernehmen die Unternehmen, die in ihrer Funktion Vermögensgegenstände ökonomisch nutzen.

Auf der einen Seite ist der *Funktionsmix* darstellbar. Hierbei sind in einer Institution oder natürlichen Person mehrere Rollen vereint. Wenn nicht geklärt ist, welche Funktionen eine Institution oder eine natürliche Person übernimmt, führt dies zu Unklarheiten.¹³

Auf der anderen Seite ist die analytische Verkettung zwischen einem Funktionsbündel und einzelner originär nicht dazu gehöriger Funktionen möglich. In diesem Fall spreche ich von einer *partiellen Funktionsübernahme*.

Der wohl bedeutsamste Fall einer partiellen Funktionsübernahme ist der Kreditvergabeprozess, in dem die Geschäftsbank die Gläubigerfunktion des Vermögenseigentümers übernimmt. Dieser Vorgang ist ein zentrales Charakteristikum moderner Geldsysteme. Ein modernes Geldsystem ist durch ein zweistufiges Bankensystem gekennzeichnet. In diesem erfolgt eine Trennung von Geld- und Kreditschöpfung. Die Geldschöpfung obliegt der Zentralbank, während die Kreditvergabe durch die Geschäftsbanken erfolgt. Dadurch ist gewährleistet, daß die Geschäftsbank im Falle der Säumnis ihrer Schuldner Schaden nimmt. Die Geschäftsbank hat nicht die Möglichkeit, bei ausbleibenden Rückzahlungen Geld ersatzweise herzustellen. Aus diesem Grund hat die Geschäftsbank ein besonderes Interesse an der Kreditsicherung. Dadurch, daß die Geschäftsbank sich im Kreditvergabeprozess Zugriffsrechte einräumen läßt, übernimmt sie die Gläubigerfunktion, die in einem System ohne Geschäftsbanken der Vermögenseigentümer als der Überlasser von Sachvermögen innehat.

¹³ So ist beispielsweise der Kapitalist in der Klassik eine Mischung aus Unternehmer und Eigentümer. Dieses Verständnis führt dazu, daß das Knapphalten von Kapital im Handlungskalkül der klassischen Akteure keine Logik besitzt. Daher können in der klassischen Theorie die zur Produktion notwendigen Bedingungen nur unzureichend erklärt werden.

Für die Risiken und deren funktionelle Zuordnung auf die Akteure in einer fremdfinanzierten Geldwirtschaft läßt sich funktionalistisch die folgende Typologie entwickeln:

Typologie (3): Risiken und deren Träger in einer auf Kaufbeziehungen basierenden fremdfinanzierten Geldwirtschaft

Risiken des Vermögensbestandsverlustes			Träger
Risiko der relativen Realwertunsicherheit des	einbeh. Sachvermögens	s_{SV}	VE
	Produktivvermögens	s_{PV}	U
	Geldvermögens	s_{GV}	VE/ZB
Risiko der absoluten Realwertunsicherheit des	einbeh. Sachvermögens	f_{SV}	VE
	Produktivvermögens	f_{PV}	U/GB
	Geldvermögens	f_{GV}	VE/ZB
Risiko des Vermögensrückflusses des	Produktivvermögens	v_{PV}	GB
	Geldvermögens	v_{GV}	GB/ZB

Risiken des Vermögensertragsausfalls			Träger
Risiko des Ertragsausfalls des	einbeh. Sachvermögens	b_{SV}	VE
	Produktivvermögens	b_{PV}	U
	Geldvermögens	b_{GV}	VE

Zu unterscheiden ist zwischen den Risiken des Vermögensbestandsverlustes und den Risiken des Vermögensertragsausfalls.

Das Instrument zur Minimierung der Risiken des Vermögensbestandsverlustes ist die Portfoliobildung. Durch Streuung wird mit dem Portfolio das Risiko des Vermögensbestandsverlustes minimiert. Die Bestimmungsgründe des Portfolios sind die Risiken der relativen und absoluten Realwertunsicherheiten. Die Typologie zeigt, daß im Falle der Risiken des Bestandsverlustes grundsätzlich verschiedene Akteure als Träger der Risiken betroffen sind. Je nachdem

welcher Vermögentyp vorliegt, ist zu prüfen, welcher Akteur spezifische Bestandsrisiken zu übernehmen hat.

Die Bestandsverlustrisiken des Geldvermögens haben eine spezifische Eigenart, weil immer zwei Akteure als Träger der Risiken betroffen sind: Die Risiken der Realwertunsicherheiten des Geldvermögens trägt zunächst der Vermögenseigentümer. In zweiter und letzter Instanz ist es die Zentralbank, die als *lender of last resort* das Risiko der Dysfunktionalität des Geldes trägt. Analog gilt für das Risiko des Vermögensrückflusses des Geldvermögens, daß zunächst die Geschäftsbanken davon betroffen sind und in zweiter Instanz die eingeschränkte Funktionalität des Zentralbankgeldes als Zahlungsmittel die Zentralbank trifft.

Bei der Portfoliowahl sind außerdem die Risiken des Ertragsausfalls aus Vermögen zu berücksichtigen. Die Risiken des Ertragsausfalls resultieren im allgemeinen aus dem Nichteinhalten von Ertragszahlungsversprechungen.

Zum besseren Verständnis der Typologie soll am Beispiel des Risikos der absoluten Realwertunsicherheit des Produktivvermögens gezeigt werden, welcher Akteur dieses Risiko wann zu tragen hat. Das Risiko der absoluten Realwertunsicherheit des Produktivvermögens resultiert aus dem drohenden Funktionsverlust des Produktivvermögens. Wenn Produktivvermögen seine Funktionen zu verlieren droht, ist prinzipiell das Unternehmen als dessen Besitzer und Bewirtschafter davon betroffen. In der fremdfinanzierten und auf Kreditbeziehungen basierenden Geldwirtschaft übernimmt die Geschäftsbank zwangsläufig dieses Risiko in zweiter Instanz und in zweifacher Weise: Einerseits wird das Zugriffsrecht der Geschäftsbank wirkungsloser, wenn es auf schlechter werdendem Vermögen beruht, und andererseits ist bei einem Funktionsverlust von Produktivvermögen zu befürchten, daß die Rückzahlungsfähigkeit des Unternehmens als Schuldner in Frage gestellt ist.

7. Ergebnisse

Die zentrale Gemeinsamkeit zwischen der monetärkeynesianischen Theorie und einer Theorie der Risikowirtschaft besteht in der herausragenden Stellung des Vermögenseigentümers. Der Vermögenseigentümer ist in beiden Theorien deshalb von besonderer Bedeutung, weil er der Akteur ist, der durch seine Bereitschaft zur Überlassung von Sachvermögen für die Produktion der Ökonomie ursächlich die Beschränkung setzt. Während in der monetärkeynesianischen Theorie bereits die Option zur Verweigerung der

Vermögensüberlassung die Macht des Vermögenseigentümers begründet, wird in der Theorie der Risikowirtschaft darüberhinaus danach gefragt, wie diese herausragende Machtstellung des Vermögenseigentümers durch andere Vermögensmarktakteure beschnitten werden kann. Daraus ergibt sich ein neues Verständnis von Handlungskalkülen der Vermögensmarktakteure. Handlungskalküle sind im monetären Keynesianismus durch die Handlungsfreiheiten des Vermögenseigentümers bestimmt, in der Theorie der Risikowirtschaft auch durch seine Handlungszwänge.

Dieses Ergebnis folgt aus der hier geführten Diskussion um die Rolle der Geschäftsbanken und um die Realwertunsicherheit von Sachvermögen.

(a) Die Berücksichtigung der Rolle der Geschäftsbanken als Kontrollinstanz in einer fremdfinanzierten Ökonomie hat folgende Implikationen:

(1) Der fremdfinanzierte Kapitalstock einer Ökonomie wird neben der Überlassungsbereitschaft des Vermögenseigentümers durch die *Kreditsicherung der Geschäftsbanken* begrenzt. Es wurde gezeigt, daß die Geschäftsbank eine spezifische Funktion zur Kontrolle der Preise am Vermögensmarkt hat.

(2) Im monetären Keynesianismus ist die *funktionale Trennung in Eigentum und Besitz* die Grundlage dafür, daß Geld als Medium für die Bildung von Kapitalstock und damit zur Steuerung der Produktion fungieren kann. Die Produktion ist durch das Ausmaß bestimmt, in dem den Unternehmen Eigentum zur Bewirtschaftung überlassen wird.

Diese These, daß die funktionale Trennung von Eigentum und Besitz für die monetäre Steuerung der Produktion konstitutiv sei, ist nicht haltbar, wenn die Rolle der Geschäftsbanken als Kontrollinstanz beachtet wird. Die Geschäftsbank wird im Zuge der auf Kaufbeziehungen basierenden Kreditvergabe zum Quasi-Eigentümer, da sie sich ein Zugriffsrecht auf das zu übertragende Vermögen einräumen läßt und so typische Vermögenseigentümerfunktionen übernimmt. Bei Kaufbeziehungen am Vermögensmarkt tritt der Vermögenseigentümer sein Besitzrecht an die Unternehmen und sein spezifisches Eigentumsrecht der freien Veräußerbarkeit an die Geschäftsbanken ab. Eine auf Kaufbeziehungen beruhende Transaktion am Vermögensmarkt ist also dadurch gekennzeichnet, daß der Vermögenseigentümer sowohl das wirtschaftliche Verfügungsrecht wie auch das rechtliche Verfügungsrecht abtritt: Ersteres geht auf das Unternehmen über, letzteres auf die Geschäftsbank. Die Trennung zwischen Eigentum und Besitz

beschreibt deshalb die Vermögensmarktinteraktionen nicht ganz korrekt, weil im Zuge der Kreditvergabe neben dem Besitzerwechsel zwischen Vermögenseigentümer und Unternehmen zugleich Eigentümerfunktionen zwischen Vermögenseigentümer und Geschäftsbank übertragen werden, sodaß nicht der Vermögenseigentümer sondern die Geschäftsbank als Gläubiger des Systems gesehen werden muß.

(3) Im monetären Keynesianismus wird auf die *Zahlungsmittelfunktion* als die zentrale Funktion des Geldes abgestellt. Geld wird als funktionsfähig gesehen, wenn es als Mittel zur Rückzahlung eines Kredites dienen kann. Monetärkeynesianische Autoren meinen, durch die Zahlungsmittelfunktion des Geldes, das heißt mit Geld als Schuldendeckungsmittel, die handlungstheoretische Grundlage für eine Geldwirtschaft zu liefern.

Unter Berücksichtigung der Rolle, die die Geschäftsbank am Vermögensmarkt bei Kaufbeziehungen spielt, ist diese Zahlungsmittelfunktion für den Vermögenseigentümer ohne Belang, weil der Vermögenseigentümer die Gläubigerposition auf die Geschäftsbank überträgt. Für den Vermögenseigentümer ist die Rückzahlungsfähigkeit des Unternehmens als Schuldner daher uninteressant. Deshalb ist für ihn auch die Zahlungsmittelfunktion des Geldes nicht von Belang. Wenn aber die Zahlungsmittelfunktion für den Vermögenseigentümer uninteressant ist, können aus ihr auch nicht dessen Handlungskalküle abgeleitet werden. Die Handlungskalküle des Vermögenseigentümers resultieren in der Risikowirtschaft aus der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes. Dabei wird nicht abgestritten, daß die Wertaufbewahrungsfunktion durch eine mangelnde Zahlungsmittelfunktion beeinträchtigt werden kann. Wichtig für die Herleitung der Handlungskalküle des Vermögenseigentümers ist aber, daß die Zahlungsmittelfunktion ursächlich der Geschäftsbank als Gläubiger und nicht dem Vermögenseigentümer zugeschrieben wird.

(4) Typischerweise stehen sich auf Märkten Anbieter und Nachfrager gegenüber. Preise werden hierbei durch die Handlungskalküle dieser beiden einander direkt gegenüber stehenden Akteursgruppen bestimmt. Durch die Berücksichtigung der Kontrollfunktion der Geschäftsbank wird in der Theorie der Risikowirtschaft die Marktpreistheorie durch eine *Preisaushandlungstheorie* abgelöst. In der Preisaushandlungstheorie tritt die Geschäftsbank auf dem Vermögensmarkt als dritter Akteur zur Bestimmung von Preisen hinzu. Die Preisbestimmung folgt hier nicht nur typischen Angebots- und Nachfragestrukturen, sondern zusätzlich den Bewertungstendenzen der jeweiligen Akteure.

(b) Die Berücksichtigung der absoluten Realwertunsicherheit von Sachvermögen hat folgende Implikationen:

(1) Der fremdfinanzierte Kapitalstock einer Ökonomie wird neben der Überlassungsbereitschaft des Vermögenseigentümers und neben der Kreditsicherung der Geschäftsbank durch die *Vermögensmarkttauglichkeit von Sachvermögen* begrenzt.

Wenn Sachvermögen in seinem Realwert nicht absolut gesichert ist, bedeutet dies, daß es für den Vermögenseigentümer keine sichere Anlagealternative gibt.

(2) Im monetären Keynesianismus vermittelt Geld Zahlungsfähigkeit und damit eine spezifische Form der ökonomischen Sicherheit, die auf Flußgrößen abstellt. Diese wird durch die *Liquiditätsprämie des Geldes* beschrieben.

In der Theorie der Risikowirtschaft vermittelt Geld durch seine Funktion als Anlagemittel Sicherheit, die nunmehr eine bestandsmäßige Sicherheit ist. Eine auf die Liquiditätsprämie abstellende Zinserklärung scheidet deshalb, weil der Vermögenseigentümer in der hier vorgestellten Form der Risikowirtschaft keine Liquiditätsprobleme kennt. Was der Vermögenseigentümer kennt, sind Risiken, sodaß die Erklärung des Zinses eher über eine Risikoprämie erfolgen müßte.

(3) In der monetärkeynesianischen Theorie kann der Vermögenseigentümer durch Preisniveauschwankungen, d.h. durch relative Realwertunsicherheiten, Schaden nehmen, wenn er die Überlassung von Sachvermögen verweigert. In der Theorie der Risikowirtschaft wird der Vermögenseigentümer zusätzlich Schaden nehmen, wenn das einbehaltene Vermögen in seinen Vermögensmarktfunktionen unsicher ist. Neben die relative Realwertunsicherheit einer Anlagealternative tritt grundsätzlich die *absolute Realwertunsicherheit dieser Anlagealternative* hinzu.

(4) Die im monetären Keynesianismus getroffene Annahme der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens verschleiert die Handlungskalküle der ökonomischen Akteure. Wenn der Vermögenseigentümer annahmegemäß mit der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens ausgestattet wird, erhält er damit die Möglichkeit, sich bei bedrohlichen Situationen in das Refugium der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens zurückzuziehen.

Wenn demgegenüber keine Vermögensanlagealternative als absolut realwertgesichert gilt, basieren die Handlungskalküle des Vermögenseigentümers nicht nur auf Handlungsfreiheiten, sondern auch auf *Handlungszwängen*. Auf diesem Hintergrund ist die Annahme der absoluten Realwertsicherheit des Sachvermögens unplausibel und nicht länger aufrecht zu erhalten, weil durch diese Annahme dem Vermögenseigentümer künstlich als einzigem Akteur eine "Freiheit von Handlungszwängen" zugesprochen wird.

Literatur

- Betz, K. (1993): Ein monetärkeynesianisches makroökonomisches Gleichgewicht, Marburg 1993
- Betz, K. (1993b): Geld und Allokation, in Stadermann, H.J./Steiger, O. (Hrsg.): Der Stand und die nächste Zukunft der Geldforschung: Festschrift für Hajo Riese zum 60. Geburtstag, Berlin 1993
- Heinsohn, G./Steiger, O.: Eigentum, Zins und Geld. Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft, Hamburg 1996
- Riese, H.: Geldverfassung und Formen des Sozialismus, in: Heine, M. et.al.(Hrsg.): Die Zukunft der Geldwirtschaft, Hamburg 1990, S. 106-123
- Riese, H.: Das Grundproblem der Wirtschaftspolitik, in: Betz, K./Riese, H.(Hrsg.): Wirtschaftspolitik in einer Geldwirtschaft, Marburg 1995, S. 9-28
- Stadermann, H.J.: Geldwirtschaft und Geldpolitik: Einführung in die Grundlagen, Wiesbaden 1994
- Stadermann, H.J./Steiger, O.: Der Stand und die nächste Zukunft der Geldforschung: Festschrift für Hajo Riese zum 60. Geburtstag, Berlin 1993