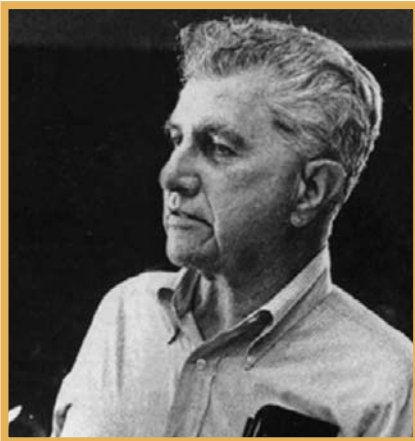




Bildquelle: London School of Economics and Political Science

Merton Howard Miller (* 16. Mai 1923 in Boston, Massachusetts; † 3. Juni 2000 in Chicago) war ein US-amerikanischer Ökonom und hat gemeinsam mit Harry Markowitz und William Sharpe im Jahr 1990 den Preis für Wirtschaftswissenschaften der schwedischen Reichsbank in Gedenken an Alfred Nobel für seine grundlegenden wissenschaftlichen Beiträge zur Theorie der Unternehmensfinanzen erhalten.

Merton H. Miller folgte den Fußstapfen seines Vaters, einem Rechtsanwalt, und studierte in den Jahren 1940 bis 1943 an der renommierten und ältesten Universität in den Vereinigten Staaten, der Harvard University in Cambridge, Massachusetts, Rechts- und Wirtschaftswissenschaften.

Seine eigentlichen Interessen konzentrierten sich jedoch eher auf die Wirtschaftswissenschaft und nur sekundär auf die Rechtswissenschaften. Während seiner Zeit in Cambridge traf er auch seinen Kommilitonen Robert M. Solow, der im Jahr 1987 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften für seine Arbeiten über ökonomische Wachstumstheorien erhielt.

Während der Kriegsjahre arbeitete Miller im US-Finanzministerium und im Zentralbank-System der Vereinigten Staaten (Federal Reserve System). Im Jahre 1949 entschied sich Miller, wieder zurück in die Wissenschaft zu gehen und schloss an der Johns Hopkins University in Baltimore seine Promotion ab. In den anschließenden Jahren lehrte Miller an der London School of Economics und am Carnegie Institute of Technology (heute: Carnegie-Mellon University). Hier lernte er auch neben dem deutschstämmigen Herbert Simon, der im Jahr 1978 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften „für seine bahnbrechende Erforschung der Entscheidungsprozesse in Wirtschaftsorganisationen“ erhielt, auch Franco Modigliani kennen. Franco Modigliani erhielt im Jahr 1990 den Preis für Wirtschaftswissenschaften der schwedischen Reichsbank in Gedenken an Alfred Nobel für seine grundlegende Analyse über das Sparverhalten der Finanzmärkte. Gemeinsam mit ihm veröffentlichte Miller

im Jahr 1958 den vielfach zitierten und diskutierten Artikel „The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment“ in der American Economic Review.

Die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur

In ihrer Analyse hatten sie die Frage untersucht, in welchem Verhältnis sinnvollerweise Eigen- und Fremdkapital zueinander stehen sollten (Kapitalstrukturproblem). Erstmal hatten sie im Rahmen ihrer betriebswirtschaftlichen Analyse einen Bezug zum Kapitalmarkt hergestellt. So konnten sie zeigen, dass der Wert eines Unternehmens in einem funktionierenden Markt nicht von der Kapitalstruktur, sondern ausschließlich von der erwirtschafteten Rendite auf das eingesetzte Gesamtkapital abhängt. Da dieselben Effekte, die die Unternehmensleitung durch Veränderung in der Verschuldung des Unternehmens auf die Risiko-Renditen-Position der Aktionäre bewirken kann, auch von den Aktionären kostenlos im Rahmen ihrer privaten Veranlagungen erwirkt werden können, sind sie ohne Einfluss auf ihre Wohlfahrtsposition. Die in der Betriebswirtschaftslehre lange diskutierte Frage nach der optimalen Kapitalstruktur stellt somit überhaupt kein Problem dar: Für die Bewertung eines Unternehmens ist die Kapitalstruktur irrelevant. Damit ist auch jede andere An-

investieren, sondern es auf mehrere Anlagetitel aufteilen. Sie folgen quasi der Grundregel des Risikomanagements: Leg nicht alle Eier in einen Korb. Eine Diversifikation des Portfolios ist aber nur dann sinnvoll, wenn die Anleger nicht nur die Rendite, sondern auch das Risiko in ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen. Würden die Anleger ausschließlich die Rendite betrachten, so käme nur der Titel mit der höchsten Rendite in das Portfolio.

Ein Portfolio gilt erst dann als effizient, wenn sich kein anderes Portfolio finden lässt das bei gleichem Ertrag ein geringeres Risiko aufweist oder bei gleichem Risiko einen höheren Ertrag erwarten lässt. Mit anderen Worten: Jede andere Kombination der Einzelanlagen zu einem Portfolio ist für den Anleger ungünstig, weil entweder

1. bei gegebenem Ertrag das Risiko noch weiter reduziert werden kann oder
2. bei gegebenem Risiko die Ertragsmöglichkeiten nicht voll ausgeschöpft werden.

Markowitz konnte – gemeinsam mit seinen Kollegen – zeigen, dass es nicht nur ein einziges effizientes Portfolio gibt, sondern sehr viele. Die effizienten Portfolios liegen auf einer Linie, die man als die Effizienzkurve bezeichnet (siehe ► **Abb. 01**).

“In particular I will argue, first, that the highly visible losses and defaults on junk bonds do not mean that overleveraging did in fact occur; second, paradoxical as it may sound, that increased leveraging by corporations does not imply increased risk for the economy as a whole; third, that the financial distress being suffered by some highly leveraged firms involves mainly private, not social costs; and finally, that the capital markets have built-in controls against overleveraging – controls, moreover, very much in evidence at the moment.”

nahme über die vom Markt geforderte Eigenkapitalrendite als die, dass sie linear mit steigender Verschuldung zu wachsen habe, mit grundlegenden Prinzipien einer marktwirtschaftlichen Ordnung (law of one price) nicht vereinbar.

Im Jahr 1961 verließ Miller Carnegie und wechselte zur Graduate School of Business an der Universität in Chicago. Dort forschte und lehrte Miller als Professor für Bankwesen und Finanzen und wird der Chicagoer Schule zugeordnet.

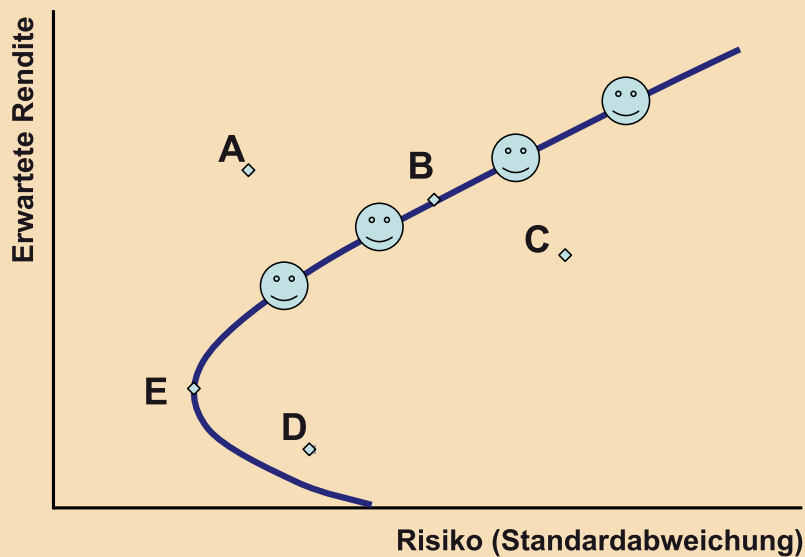
Leg nicht alle Eier in einen Korb

Im Jahr 1990 wurde Miller – zusammen mit Harry M. Markowitz und William F. Sharpe – mit dem Preis der schwedischen Reichsbank für Wirtschaftswissenschaften in Gedenken an Alfred Nobel für seine Forschungen auf dem Gebiet der Preisbildungstheorie im Kapitalmarkt ausgezeichnet. Kern des Portfolio-Selektion-Modells war die empirische Beobachtung, dass Anleger ihr Vermögen nicht nur in einem Anlagetitel

In der Abbildung ist auf der horizontalen Achse das Risiko in Form der Volatilität und auf der vertikalen Achse der Ertrag in Form der Rendite aufgetragen. Die Effizienzkurve weist typischerweise einen gekrümmten Verlauf auf. Alle Portfolios die sich aus einer gegebenen Menge von Einzelanlagen zusammenstellen lassen, liegen auf oder unterhalb der Effizienzkurve. Portfolios die unterhalb dieser Effizienzkurve liegen (Punkte C und D) sind nicht effizient und kommen bei freier Auswahl für keinen Anleger in Betracht. Die Effizienzkurve stellt also unter dem Risiko-Ertrags-Aspekt die für alle Anleger gleichermaßen gültige Menge der wählbaren Portfolios im Sinne wirtschaftlich sinnvoller Entscheidungsalternativen dar. Die Abbildung verdeutlicht daher sehr anschaulich, wie durch die Bildung effizienter Portfolios im Sinne der Diversifikation das Verhältnis von Risiko und Ertrag verglichen mit den Einzelanlagen deutlich verbessert werden kann. Die Effizienzkurve umfasst Portfolios mit geringem Risiko im linken Teil (Punkt E) bis zu Portfolios mit sehr viel höherem Ri-

Effizienzkurve im Risiko-Ertrag-Diagramm

► Abb. 01



siko und dafür höheren Ertragschancen im rechten Teil (Punkt B).

Aufbauend auf den Erkenntnissen der Portfoliotheorie entwickelte William F. Sharpe das Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Das Modell geht davon aus, dass Risiko explizit in Form einer vom Markt determinierten, zusätzlich geforderten Rendite berücksichtigt wird. Nach CAPM hängt der Wert einer Aktie von ihrem Risikobeitrag zum Portefeuille ab. Kritisch muss ange-

merkt werden, dass CAPM von Annahmen ausgeht, die häufig realitätsfern sind. So werden etwa homogene Erwartungen unterstellt. Dies setzt voraus, dass alle Investoren die gleichen bewertungsrelevanten Informationen besitzen.

Quellenverweise und weiterführende Literaturhinweise:

Modigliani, F./Miller, M. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in: *American Economic Review*, Juni 1958.

Putnoki, H./Hilgers, B. (2007): *Größe Ökonomen und ihre Theorien – Ein chronologischer Überblick*, Weinheim 2007.

RiskNET Glossar: Bearbeitungsstand: 23. September 2007, URL: <http://www.risknet.de/Glossar.93.0.html> (Abgerufen: 23. September 2007)

Romeike, F. (2007): *Franco Modigliani*, in: *RISIKO MANAGER*, Ausgabe 11/2007, Seite 28.

Romeike, F. (2007): *Harry Max Markowitz*, in: *RISIKO MANAGER*, Ausgabe 8/2007, Seite 22-23.

PERSONALIEN

WestLB mit neuem Chief Risk Officer



Wolfgang Nickels (Bild) hat Mitte September als Chief Risk Officer die Verantwortung für das Risikomanagement bei der WestLB übernehmen. Der 50-jährige Nickels ist seit dem Jahr

1990 in verschiedenen Positionen für die WestLB tätig. Nach Abschluss seines Studiums als Diplom-Mathematiker und Diplom-Kaufmann promovierte er an der RWTH Aachen. Er begann seine Karriere bei der WestLB im Konzerncontrolling und wechselte anschließend in den Bereich Strukturierte Finanzierungen, wo er in verschiedenen Funktionen tätig war. 1998 wurde er Leiter des Kreditbereichs für Strukturierte Finanzierungen, bevor er im Jahr 2002 die Leitung des Geschäftsbereichs Global Specialised Finance übernahm. Seit Januar 2006 leitete er den GB

Business Management als Mitglied des Bereichsvorstands im UB Corporates & Capital Markets. Nickels übernimmt die Zuständigkeit im Vorstand für das Risikomanagement von Chief Financial Officer Hans-Jürgen Niehaus, der das Ressort Ende Juli vorübergehend zusätzlich übernommen hatte. Mit Nickels wird der Vorstand durch einen erfahrenen Risiko- und Produktspezialisten ergänzt, der zugleich die WestLB sehr gut kennt.

Stühlerücken bei der Federal Reserve Bank of St. Louis

Die Federal Reserve Bank of St. Louis hat mit der Suche nach einem Nachfolger für ihren Präsidenten William Poole begonnen. Poole, der in diesem Jahr ein stimmberechtigtes Mitglied im Offenmarktausschuss (FOMC) der US-Zentralbank ist, wird im März 2008 in den Ruhestand gehen. „Die Verfahren des Federal Reserve Systems sehen vor, dass ein Präsident, der bei Amtsantretung über 55 Jahre ist,

bereits nach zehn Jahren in den Ruhestand geht“, hieß es in der Mitteilung der Federal Reserve Bank of St. Louis. Der mittlerweile 70-jährige Poole war im März 1998 zum Präsidenten der St. Louis-Fed ernannt worden.

BaFin erhebt Einspruch gegen Christ

Der 35-jährige Harald Christ wird am 1. Oktober als Generalbevollmächtigter in die Weberbank eintreten und nicht wie ursprünglich geplant als Vorstandsvorsitzender. Nach Ansicht der Finanzaufsicht BaFin erfüllt Christ nicht die Anforderungen für die Aufgaben als Vorstandsvorsitzender. Mangelnde Erfahrung im Kreditgeschäft ist ausschlaggebend dafür, dass Christ, zuvor Vorsitzender des Vorstandes von HCI Capital, zunächst als Generalbevollmächtigter startet.

Die WestLB, die das Institut im Jahr 2005 übernommen hatte, disponierte kurzfristig um und hat den 57-jährigen Michael Graf