

**Johann Wolfgang Goethe-University, Frankfurt am Main  
Working Paper Series: Finance & Accounting**

**Jan Pieter Krahen\***

**Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick**

**No. 15  
April 1998**

zur  
Wissenschaftlichen Tagung der Erich-Gutenberg-Arbeitsgemeinschaft Köln e.V.  
anlässlich des  
100. Geburtstages Erich Gutenbergs  
am 12. und 13. Dezember 1997 in Köln

Professur für Allgemeine BWL, insbes. Kreditwirtschaft und Finanzierung, Fachbereich  
Wirtschaftswissenschaften, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, Mertonstraße 17-  
21, 60054 Frankfurt am Main, Germany  
Tel.(069)798-22568  
E-Mail: krahen@wiwi.uni-frankfurt.de

[Version vom 18.12.1997]

**ISSN 1434-3401**

\*Bernd Schauenberg bin ich für Diskussion und wesentliche Hinweise zum Werk Gutenbergs und zu dessen Verbindung mit Fragen der Unternehmenskontrolle sehr dankbar. Weitere Anregungen verdanke ich Gesprächen mit Eva Terberger, Manfred Nitsch, Harry Schmidt, Franklin Allen, Martin Hellwig, sowie meinen Frankfurter Mitarbeitern.

## **Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick** **March 1998**

### **Zusammenfassung:**

Seit zwanzig Jahren befaßt sich die Finanzmarktforschung einerseits mit Fragen der Bewertung und des Managements von Finanztiteln auf effizienten Kapitalmärkten und mit Fragen der Managementkontrolle auf unvollkommenen Märkten. Der folgende selektive Überblick konzentriert sich auf zentrale Aspekte der Theorie und Empirie der Managementkontrolle bei asymmetrischer Information. Ziel ist die Auseinandersetzung mit der unlängst vorgetragenen These zu den Mythen der Unternehmenskontrolle (Martin Hellwig 1997). Der aktuelle Überblick wird entwickelt vor dem Hintergrund der Gutenberg'schen Position eines eigenständigen Unternehmensinteresses, losgelöst von den Interessen der *shareholder* oder anderer *stakeholder*. Diese Position von Gutenberg verbindet sich im dritten Band der „Grundlagen der BWL: Die Finanzen“ von 1969 mit der Forderung nach Einhaltung eines sog. finanziellen Gleichgewichts. Erst in jüngster Zeit werden auch kapitalmarkttheoretisch fundierte Modelle entwickelt, die auch Raum bieten für eine Autonomie des Managements gegenüber dessen *stakeholders*.

JEL-Classification: B21, G3, L2

Keywords: Unternehmensfinanzierung, Theoriegeschichte, Erich Gutenberg, Unternehmenskontrolle, Relationship Lending, Innenfinanzierung

## 1. Einleitung

Eine aktuelle Zustandsbeschreibung der Finanzierungstheorie ist kein leichtes Unterfangen: Ein Gegenstandsbereich, der zu den Zeiten des Erscheinens von Gutenberg's Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, also 1958, weitgehend deskriptiv und geschlossen erschien, hat seither eine turbulente und rapide Entwicklung genommen. In ihrem Verlauf hat eine zunehmende Verwendung mikroökonomischer Modelle und Sichtweisen zu einem primär auf Erklärung zielenden Fachverständnis geführt. Das klassische betriebswirtschaftliche Augenmerk auf Deskription und Gestaltungsempfehlungen ist dabei in den Hintergrund getreten. Erich Gutenberg's umfassende Auseinandersetzung mit den betrieblichen Finanzen im dritten Band seiner Grundlagen erschien 1968; sie enthält zwar etliche neue Akzentsetzungen, bleibt im Tenor aber ganz dem genannten klassischen betriebswirtschaftlichen Grundverständnis verpflichtet.

Kaum ein Gegenstandsbereich der Betriebswirtschaftslehre sieht sich so wenig in der Tradition von Erich Gutenberg, wie gerade die Finanzierungstheorie. In dem heutigen Vortrag möchte ich dieses allgemeine Vorverständnis mit einem Fragezeichen versehen. Dabei wird deutlich werden, daß der aktuelle Forschungsstand in Teilbereichen der Finanzierungstheorie an einem Punkt angelangt ist, der der Gutenberg'schen Sichtweise eines autonomen Unternehmensinteresses recht nahe kommt.

Für den hier angestrebten selektiven Überblick erscheint es deshalb sinnvoll, die Auseinandersetzung mit Erich Gutenberg an den Anfang der Betrachtungen zu setzen. Ziel wird es dabei sein, einige grundlegende Differenzen, aber auch einige - zumindest für mich - erstaunliche Gemeinsamkeiten zum aktuellen Forschungsstand in der Finanzierungstheorie herauszuarbeiten. Die folgenden Abschnitte konzentrieren sich auf zwei aktuelle und nach meiner Einschätzung zentrale finanzierungstheoretische Fragestellungen, dem Aufbau langfristiger finanzieller relationships und der Gestaltung wirksamer Strukturen der Eigentümerkontrolle in Unternehmen.

Ein umfassender Überblick zur Investitions- und Finanzierungstheorie wird dagegen nicht angestrebt. Zum einen liegen mehrere derartige comprehensive surveys jüngerer Datums vor (Franke 1993, Brennan 1995, Merton 1995, Shanken/Smith 1996), so daß ein weiterer Versuch kaum wesentlich Neues erwarten läßt. Zum anderen erscheint (mir) ein vollständiger Überblick angesichts der Fülle der gegenwärtig unter der Überschrift Finance verfolgten Fragestellungen und Methoden dem Aufspüren von Entwicklungsrichtungen innerhalb der neueren Forschung eher hinderlich zu sein. Die hier vorgenommene Selektion spiegelt meine

Interessenschwerpunkte wider; und sie soll ferner den interessierenden Querbezug zu Erich Gutenberg erleichtern.

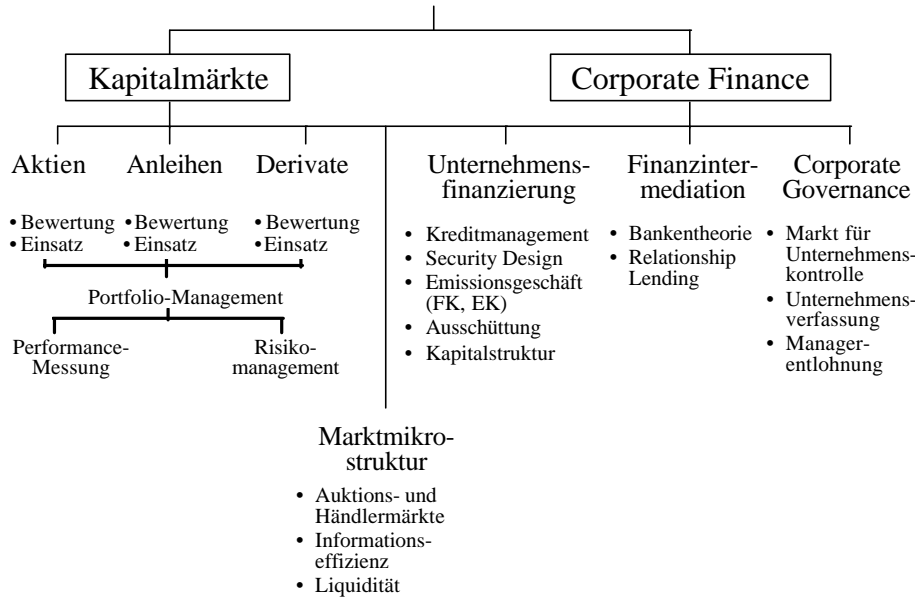
Aus der Vogelperspektive erscheint das aktuelle Arbeitsfeld Investitions- und finanzwirtschaftlicher Forschung als ein großflächiges und weitmaschiges Netz von Einzelthemen. Benachbarte Knoten dieses Netzes lassen sich auch aus größerer Entfernung unschwer als zusammenhängende Themengebiete erkennen. Finanzierungstheoretische Themengebiete werden beherrscht von Fragen der Gestaltung expliziter und impliziter vertraglicher Arrangements zwischen Kapitalgebern und Unternehmen. In diesem Zusammenhang werden insbesondere einzelne Finanzierungsformen in Situationen asymmetrischer Information sowie Mechanismen zur Linderung der resultierenden Anreizprobleme diskutiert.

Eine unvollständige Liste von Themengebieten der Unternehmensfinanzierung (corporate finance) umfaßt die Determinanten optimaler Kapitalstrukturierung und optimaler Dividendenpolitik; die Probleme einzelner Finanzierungsformen, insbesondere Fremd- und Eigenkapital, bei asymmetrischer Information; aber auch die Eigenschaften verschiedener Formen der Innenfinanzierung; dazu die Rolle von Mechanismen zur Milderung der identifizierten Anreizprobleme: Überwachung, Selbstbindung, Selbstselektion, Qualitätsprüfung.

Als zweiter großer Arbeitsbereich ist die Investitions- und Kapitalmarkttheorie zu nennen, deren (insbesondere) praxisbezogene Bedeutung jene des corporate finance oftmals übertrifft. Hierunter fallen u.a. Portfolio-, Kapitalmarkt- und Optionspreistheorie, sowie Modelle zur Erklärung von Zinsstrukturen und Devisenkursschwankungen. Von den investitionstheoretisch orientierten Arbeiten sind in den letzten Jahrzehnten entscheidende Impulse für das Finanzmanagement von Unternehmen und für die Entwicklung von Märkten, insbesondere für derivative Produkte ausgegangen. Hierzu zählen beispielhaft Arbeiten zur Messung und Steuerung von Portfoliorisiken, wobei die Portfolios die gesamten Aktiva einer Bank sind (bestehend aus Eigenkapital- und Fremdkapitaltiteln, sowie Derivaten, insbesondere Swaps und Optionen).

Als Bindeglied zwischen corporate finance- und investment- Themen ist die theoretische und empirische Analyse von Institutionen auf Finanzmärkten zu nennen, also die Analyse von Finanzintermediären, wie Banken, Versicherungen, Investmentfonds. Hierzu zählen des weiteren die Börsen. Unter der Überschrift Marktmikrostruktur versammeln sich heute eigenständige Forschungsprogramme zu den Optimalitätseigenschaften und Informationsverarbeitungsfähigkeiten diverser Formen der Marktorganisation, insbesondere Händler- und Auktionsmärkten.

## Themenbereiche der Finanzwirtschaft



Methodisch sind empirische Studien, in letzter Zeit wichtiger geworden, vereinzelt werden auch experimentelle Arbeiten u.a. zur Marktmikrostruktur publiziert. Die Fülle der (unvollständig) genannten Arbeitsfelder und ihre große und weiter wachsende Bedeutung im Umfeld der Wirtschaftsforschung insgesamt wird nicht zuletzt durch die Verleihung von insgesamt fünf Nobelpreisen an Betriebswirte aus dem Bereich Investition und Finanzierung in den Jahren 1990 und 1997 unterstrichen.

Vor diesem Hintergrund soll das Ziel des vorliegenden Beitrags eine Auswahl einiger der Finanzierungstheorie zuzurechnender Knotenpunkte aus dem genannten Netz sowie ein Hinweis auf die zwischen diesen Knotenpunkten bestehenden Querverbindungen sein. Auf die ideengeschichtliche Entwicklung finanzwirtschaftlicher Forschung während der vergangenen vier Jahrzehnte kann hier nicht eingegangen werden. Ersatzweise verweise ich auf mein Essay zur Finanzwirtschaftslehre zwischen Markt und Institution. In Krahen (1993) wird die Entwicklung der Finanztheorie als eine Abfolge von Pendelbewegungen zwischen einer primär marktorientierten und einer primär institutions-orientierten Sichtweise vorgestellt. Das Spannungsverhältnis von Markt und Institution wird auch in den neueren Arbeiten zur Marktmikrostruktur (Spulber 1995) und zur Bankentheorie (Bhattacharya/Thakor 1993) deutlich.

### 2. Erich Gutenbergs Finanzen und die neuere Finanzierungstheorie

Die Lektüre von Gutenbergs „Die Finanzen“ hinterläßt als hervorstechenden Eindruck die derivative Natur aller Finanzierungsprobleme: In dem Gesamtwerk Gutenbergs ist die Produktion, ihre modellmäßige Abbildung, ihre prozeßmäßige Optimierung und ihre

produktpolitische Akzentuierung der Protagonist. Alle übrigen betrieblichen Funktionen übernehmen Nebenrollen, sind der Produktion nachgeordnet. Besonders deutlich wird diese Rollenteilung für die Finanzierung. Band III der Grundlagen lehnt sich in seinem Aufbau recht eng an die Struktur des ersten Bandes, „Die Produktion“, an und übernimmt auch weitgehend dessen Terminologie. Dabei werden im wesentlichen den Entscheidungsproblemen im Produktionsbereich ihre liquiditätsmäßig-finanziellen Auswirkungen zugeordnet. Die Argumentationsrichtung geht durchgängig von den Produktionsmöglichkeiten zu den finanziellen Auswirkungen, die sich ihrerseits als ein eigenständiges, aber der Struktur nach von den vorgegebenen Produktionsentscheidungen abhängiges (Sub-) Optimierungsproblem auffassen lassen<sup>1</sup>.

Die heutige Sichtweise in der Finanzierungstheorie hat sich radikal geändert. Diese ist zu einer umfassenden Entscheidungslehre des Unternehmens geworden, in deren Modellen sich die Ansprüche und Verhaltensweisen aller Unternehmensbeteiligten im Sinne der Suche nach pareto-optimalen Vereinbarungen verbinden. Fragen der Produktion spielen hier allenfalls in stark verdichteter Form, etwa im Sinne einer vorgegebenen Produktionsfunktion, oder der Vorgabe alternativer Investitionsprojekte, eine periphere Rolle. Um an dieser Stelle ein Bild zu verwenden, in dem die betriebliche Wertschöpfung durch ein Fahrzeug symbolisiert wird, so läßt sich der Bedeutungswandel der Finanzierungstheorie wie folgt illustrieren: Zu Gutenbergs Zeiten wurden Finanzmanager in der Rolle eines Tankwarts gesehen, der das betriebliche Fahrzeug mit der benötigten Liquidität versorgt. Aus heutiger Perspektive haben Finanzmanager die Tankwartsmütze mit der Chauffeursmütze vertauscht. Sie haben die Aufgabe der Steuerung und der Kontrolle des betrieblichen Wertschöpfungsprozesses übernommen und halten damit - um im Bilde zu bleiben - das Steuer in der Hand.

Drei Charakteristika fallen bei der Lektüre der „Finanzen“ auf, die zusammengenommen auch die unterstützende, zuliefernde Rolle des Finanzmanagements in einer primär durch Produktionsanforderungen bestimmten Welt unterstreichen<sup>2</sup>.

Erstens, die optimale betriebliche Finanzierungspolitik ergibt sich aus dem Kapitalbedarf, dem Kapitalfonds und ihrer Abstimmung. Sie kennzeichnen zugleich die Teile I, II und III des 3. Bandes der Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Kapitalangebot und -nachfrage werden dabei als voneinander unabhängige, exogene Funktionen entwickelt, die in erster Linie aus den Anforderungen des Produktionsprozesses abgeleitet werden<sup>3</sup>. Vor diesem

---

<sup>1</sup> Eine Ausnahme findet sich im Zusammenhang mit außergewöhnlichen Situationen, wie etwa Konkurs oder Sanierung, wo der Finanzierungsseite auch eine Konsequenz für die Produktionsentscheidungen zugerechnet wird.

<sup>2</sup> Die Dominanz güterwirtschaftlicher Überlegungen im Werk von Gutenberg läßt sich auch zeitgeschichtlich begründen, wobei die Probleme von Kriegswirtschaft und Wiederaufbau hier eine besondere Rolle spielen.

<sup>3</sup> Ein Entwurf dieser Sichtweise findet sich bereits in der Besprechung der einflußreichen Untersuchung von Polaks „Grundzüge der Finanzierung“, vgl. Gutenberg 1927.

Hintergrund erfolgt sodann im III. Teil die Abstimmung im Sinne eines aufwendigen Simultanplanungsverfahrens, das auch die zeitliche Dimension des Produktionsprozesses detailgenau zu erfassen sucht. Wie in Modellen der integrierten Investitionsplanung üblich werden die zugrundeliegenden Zahlungsströme der Investitionsalternativen und der Finanzierungsalternativen als voneinander unabhängig angenommen. Die in Simultanplanungsmodellen angelegte Isolierung des Optimierungsproblems auf die Ebene der einzelnen Unternehmung abstrahiert von einer expliziten Modellierung des Kapitalgeberkalküls, seiner Zielsetzung und seiner Nebenbedingungen. Als Forschungsprogramm wurde es konsequenterweise von einer Sichtweise abgelöst, die sich auf die Endogenität von Kapitalbedarf und Finanzierungsangebot konzentriert hat (vgl. hierzu Weingartner 1979 und Krahen 1993).

Zweitens, Gutenberg stellt in seinem Forschungsprogramm das Unternehmen als eigenständige Einheit vor, also weitgehend unabhängig von den heute geläufigen Stakeholders (Eigentümer, Gläubiger, Arbeitnehmer, usw.). Insbesondere gibt es keine besondere Orientierung an den Interessen und Zielen einer Gruppe, etwa der Aktionäre (vgl. bspw. Gutenberg 1980, S. 148<sup>4</sup>). Diese Annahme Gutenbergs deckt sich wohl auch heute mit der Sichtweise innerhalb größerer Unternehmen - unbeschadet zunehmender Bekenntnisse zum Shareholder Value der Unternehmung. Dagegen leugnet die heute vorherrschende vertragstheoretische Modellierung ein Interesse des Unternehmens an sich, d.h. eine koordinierende Zielsetzung verschiedener Akteure losgelöst von ihren jeweiligen Eigeninteressen. Üblicherweise wird die Interessenlage einer Gruppe, der Aktionäre, als Zielfunktion (des Prinzipals) vorgegeben und eine möglichst geringe Abweichung von dieser durch geschickte Vertragsgestaltung mit dem oder den Agenten zu erreichen gesucht<sup>5</sup>.

Drittens, der Leitgedanke einer Abstimmung zwischen Kapitalbedarf und dem sog. Kapitalfonds in Gutenbergs drittem Band ist die dauerhafte Gewährleistung eines finanziellen Gleichgewichts. Mit diesem Gleichgewicht ist die Anforderung gemeint, zu jedem Zeitpunkt über Zahlungsbestände verfügen zu können, die mindestens die Höhe der gleichzeitig fälligen Auszahlungen erreichen. Der Begriff des finanziellen Gleichgewichts taucht erstmals in der Besprechung von Polaks „Grundzüge der Finanzierung mit Rücksicht auf die Kreditdauer“ auf (vgl. Gutenberg 1927). Im Rahmen von Simultanplanungsmodellen übersetzt sich die Forderung des finanziellen Gleichgewichts für jeden Zeitpunkt  $t$  in eine Ungleichung, die die

<sup>4</sup> Dort heißt es u.a.: „...es lassen sich ohne Zweifel Fälle aufweisen, in denen das Verhalten von Großaktionären und Inhabern von Einzelfirmen und Personengesellschaften gegen das Interesse des Unternehmens, seine Sicherheit und seine Entwicklung verstoßen hat“ (Unterstreichung hinzugefügt).

<sup>5</sup> Obwohl die Zieldominanz der Aktionäre üblicherweise vorausgesetzt wird (weil sie als *residual claimants* gelten), gibt es kein logisch zwingendes Argument, das die Zieldominanz einer anderen Akteursgruppe, etwa der Manager (Mitarbeiter), ausschließen würde. Vgl. hierzu die juristische Perspektive in Schmidt/Spindler 1997, sowie die Erläuterung des sog. dispositiven Faktors, d.h. des (freien) Entscheidungsspielraums im Sinne einer optimalen Gestaltung der betrieblichen Input-Output Beziehung, bei Albach 1989, S. 67-72.

bis zum Zeitpunkt  $t$  kumulierten Ein- und Auszahlungen des Unternehmens gegenüberstellt, vgl. im einzelnen Gutenberg 1980, 272-277. Gutenberg weitet das Konzept des finanziellen Gleichgewichts auch auf die Situation der Unsicherheit aus. Mit dem Begriff der finanziellen Elastizität werden Anpassungsmöglichkeiten bei Abweichungen von Plangrößen bezeichnet. Freie finanzielle Reservekapazitäten sollen für diese Fälle vorsorglich bereitstehen, vgl. Gutenberg 1980, Kapitel 14.

Diese von Gutenberg vorausgesetzte Grundsituation einer Unternehmensautonomie wurde wohl wesentlich durch eigene Erfahrungen in einem Betrieb des Maschinenbaus geprägt, den er in den 20er Jahren zur Vorbereitung auf eine Führungsaufgabe in der väterlichen Landmaschinenfabrik<sup>6</sup> kennenlernte.

Die Vorstellung einer Unternehmensautonomie erscheint nach der heute vorherrschenden Theorie der Firma nicht nur als ein Relikt aus einer vergangenen Zeit, es ist geradezu der Kontrapunkt zu einem Stakeholder-orientierten Unternehmensmodell. In letzterem lassen sich Unternehmensziele aus dem Geflecht von Unternehmensbeteiligten ableiten. Letztendlich drücken Eigentümer - oder Aktionäre - als residual claimants den Unternehmensentscheidungen ihren Stempel auf. Die Interessen aller übrigen Beteiligten, insbesondere der Arbeitnehmer und Gläubiger, fließen in Form von Nebenbedingungen in das Optimierungsprogramm ein. Aus diesem Blickwinkel beschreibt das Streben nach einem finanziellen Gleichgewicht eher ein Anreizproblem, als eine sinnvolle Nebenbedingung für das Optimierungsprogramm des Unternehmens. Diese Neubewertung des finanziellen Gleichgewichts ergibt sich aus der heute allgemein akzeptierten Orientierung an dem Marktwert des Unternehmens. Marktwertmaximierung kann, muß aber nicht, mit finanziellem Gleichgewicht einhergehen. Insbesondere wenn die marktwertmaximierende Unternehmensstrategie auf eine (Teil-) Liquidation hinausläuft, kann und soll die Gleichgewichtsbedingung im Interesse der Marktwertmaximierung durchbrochen werden. Wird dennoch dem finanziellen Gleichgewicht Vorrang eingeräumt, dann kommt es zu einer Variante der im Anhang behandelten Überinvestition. Finanzielles Gleichgewicht ist daher heute weder als Zielfunktion noch als Nebenbedingung „economically correct“ (vgl. ausführlich Wagner 1997).

In der Finanzierungstheorie dominieren seit 20 Jahren principal-agent-Modelle, die unmittelbar auf die optimale Interessenwahrung der Eigentümer in einer durch asymmetrische Information oder unvollständige Verträge charakterisierten Situation abzielen. Diesen Modellen ist die Vorstellung eines autonomen Unternehmensinteresses fremd. Dessen ungeachtet erlauben die principal-agent-Modelle Interessenkonflikte zwischen Eigentümern

---

<sup>6</sup> Zu dieser unternehmerischen Rolle ist es aufgrund der Liquidation der Firma im Jahre 1925 nicht mehr gekommen, so daß Gutenberg seine wissenschaftliche Laufbahn fortsetzen konnte, vgl. Albach 1989, Kapitel 1.



und Management, etwa bezüglich der effizienten Liquidation von Vermögenswerten der Unternehmung. In den neueren Modellen mit unvollständigen Verträgen (incomplete contracts-Modelle) ist das Interesse des Managements (zumindest auch) auf sog. private benefits of control gerichtet. Hierbei handelt es sich um den Nutzengewinn aus der Erhöhung der vom Management kontrollierten Ressourcen. Dieser Nutzengewinn ergibt sich auch dann, wenn die Kapitalbasis des Unternehmens über das Optimum hinaus ausgedehnt wird. Unrestringierte Managemententscheidungen können dann bspw. zu ineffizienten Liquidationsentscheidungen führen. Unternehmensteile, die eine niedrigere als die marktübliche Verzinsung erwirtschaften, werden demnach u.U. fortgeführt, obschon sie den shareholder value reduzieren. Ursache ist die nutzenrelevante Erhöhung der Kapitalbasis, die ineffiziente Investitionen aus Sicht des Managements u. U. vorteilhaft erscheinen läßt.

In dieser Situation kann eine optimale Finanzierungsstruktur die aus der Sicht der Aktionäre optimale Liquidationsentscheidung erzwingen. So wird im Modell von Hart (1995, Kapitel 6) durch Festlegung einer ausreichend hohen Verschuldung der Kontrollwechsel zu den Gläubigern für die Zustände der Welt sichergestellt, in denen eine ineffiziente Unternehmensfortführung durch das Management droht.

Finanzierungsverträge werden in der theoretischen und empirischen Literatur ganz überwiegend aus dem Blickwinkel der Managementkontrolle betrachtet (Kontrollparadigma). Die Ausgestaltung einzelner Verträge oder eines Portfolios derartiger Verträge (Kapitalstruktur) dient der kostenoptimalen Überwindung von Zieldivergenzen zwischen Kapitalgebern und Management. Auf den nächsten Seiten möchte ich einige Entwicklungen in der Finanztheorie skizzieren, die das genannte Kontrollparadigma in Frage stellen. Dabei werden auch Situationen analysiert, für die sich eine gewisse Abschottung des Unternehmens von direkten, marktwert-induzierten Eingriffen der Eigentümer als vorteilhaft erweist. Es werden dabei m. E. Tendenzen zu einer Sichtweise erkennbar, die ein autonomes Existenzsicherungs-Interesse einer Unternehmung postuliert. Hierin sehe ich eine Annäherung an die unternehmensbezogene Zielvorstellung des finanziellen Gleichgewichts. Im Unterschied zu Gutenberg steht es hier in Einklang mit der übergeordneten Idee der Marktwertmaximierung - und ist daher als Argument auch auf Wettbewerbsmärkten haltbar.

Abschließend sei darauf hingewiesen, daß die drei genannten Charakteristika Gutenberg'scher Finanztheorie - Exogenität von Kapitalangebot und -nachfrage, Eigenständigkeit eines Unternehmensinteresses, Konzentration auf das finanzielle Gleichgewicht - miteinander zusammenhängen. Aus heutiger Sicht sind sie drei Merkmale einer Unternehmensführung die zum einen unter ausgeprägten Wettbewerbsbedingungen agiert, die des weiteren weitgehend losgelöst von den Interessen ihrer derzeitigen Aktionäre entscheidet und die schließlich ein

langfristiges Überlebensinteresse als strikte Nebenbedingung ihrer Investitionsentscheidungen berücksichtigt.

### 3. Zur Kontrollthematik in der Finanzierungstheorie

In diesem Abschnitt sollen einige neuere Überlegungen zur Managementkontrolle mittels finanzwirtschaftlicher Instrumente dargestellt werden. Die grundlegende Intuition basiert auf einer kürzlich von Martin Hellwig vorgelegten Studie zur Unternehmensfinanzierung (vgl. Hellwig 1997). Drei Kontroll“kanäle“ werden angesprochen, die sich auf die klassische Einteilung der Finanzierungsformen in Eigenkapital und Fremdkapital (als Außenfinanzierung), sowie Innenfinanzierung beziehen.

#### 3.1 Markt für Eigenkapital

In den achtziger und frühen neunziger Jahren wurde die Vorstellung einer Unternehmenskontrolle durch den Markt für Unternehmensanteile theoretisch und empirisch intensiv untersucht. Der Skepsis bezüglich der Leistungsfähigkeit eines market for corporate control, die aus den frühen Arbeiten von Grossman/Hart 1980 und Stiglitz 1972 sprach, wurde eine erdrückende Evidenz bezüglich realisierter Marktwertsteigerungen u.a. bei feindlichen Übernahmen entgegengehalten (vgl. Jensen/Ruback 1983). Spätere Untersuchungen argumentieren, daß die Wertsteigerungseffekte der Aktienvermögen möglicherweise das Ergebnis einer Umverteilung zu Lasten ungeschützter stakeholders (insbesondere Arbeitnehmer) sind (Shleifer/Summers 1988). Ferner wird behauptet, daß die Wirksamkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle erheblich beeinträchtigt wird durch konterkarierende Aktivitäten etablierter Unternehmensverwaltungen, die Schutzvorrichtungen (poison pills) zur Erschwerung von Übernahmen etablieren konnten (vgl. auch Jensen 1991).

In der theoretischen Literatur untersuchen Harris/Raviv (1988?) und Grossman/Hart (1989) die Funktionsbedingungen des market for corporate control, der insbesondere durch induzierte Managementwechsel wirksam wird. Die Autoren zeigen in einem Modell unvollständiger Verträge mit private benefits of control des Managements, daß bei breit gestreutem Aktienbesitz optimale Übernahmeanreize dann gegeben sind, wenn der Erwerb einer mehrheitsfähigen Stimmenzahl auch den Aufkauf der Mehrheit der Zahlungsströme notwendig macht. Die abgeleitete Optimalitätsbedingung entspricht einer Unternehmensverfassung, bei der mit jedem Anteilsschein genau ein Stimmrecht verknüpft ist (one share-one vote).

Die optimale Kontrollstruktur des Unternehmens sieht anders aus, wenn die private benefits of control einiger Aktionäre sehr hoch sind. Eine solche Situation ist bspw. bei Familienunternehmen denkbar. Hier sagt die Analyse von Grossman/Hart 1988 die Ausgabe einer zweiten Klassen von Aktien mit beschränkten Stimmrechten voraus. In Form stimmrechtsloser Vorzugsaktien ist dies in einigen europäischen Ländern - im Unterschied zu den USA - relativ verbreitet. Für Italien läßt sich ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Höhe des Preisabschlags für stimmrechtslose Aktien und dem Anteil stimmberechtigter Aktien in der Hand einer Person oder einer Familie nachweisen (Zingales 1995). Dies läßt sich als Indiz dafür deuten, daß die Unternehmenskontrolle über den Markt für Eigenkapital wenig wirksam ist.

Insgesamt erscheint der Markt für Eigenkapital nur temporär und in wenigen Ländern ein effektives Instrument der Unternehmenskontrolle zu sein (Hellwig 1997).

### 3.2 Dauerhafte Kreditbeziehungen und Unternehmenskontrolle

Bedeutung des relationship lending in der Theorie.

Relationships - eine mögliche Übersetzung könnte Hausbankbeziehungen lauten - sind ein Kernanliegen sowohl der aktuellen theoretischen wie auch der empirischen Forschung, weil sich an ihr das Spannungsverhältnis von Markt und Institution besonders deutlich zeigen läßt (Allen/Gale 1995, Rajan 1996, Holmström/Tirole 1996). Dies soll kurz begründet werden. Schon ein erster Blick auf die Außenfinanzierung von Unternehmen macht deutlich, daß Fremdkapital sowohl über Märkte bereitgestellt werden kann, wie auch über Intermediäre. Im ersten Fall handelt es sich um Anleihen, im zweiten Fall typischerweise um Bankkredite. Viele Beobachter insbesondere der angelsächsischen Kapitalmärkte haben in jüngerer Zeit ein Vordringen marktgehandelter Anleihen und entsprechend ein Zurückdrängen bankvermittelter Kreditfinanzierung beobachtet (Hellwig 1991, Edwards/Mishkin 1995, Domanski 1997, Berlin/Mester 1997).

Die Frage nach einer Obsolescence of Commercial Banking (Miller 1996) liegt auf der Hand. Für eine weitere Verdrängung der Intermediäre sprechen unter anderem die vermuteten positiven Skalenerträge, die mit einer zentralisierten Bonitätsprüfung durch Ratingagenturen anstelle dezentraler Bonitätsprüfungen durch mehrere Banken möglich werden. Darüberhinaus erlauben marktgehandelte Anleihen eine überlegene Risikoallokation, und aufgrund börsentäglicher Bewertung wird hohe Liquidität und schnelle Informationsaufdeckung erreicht.

Die theoretische Literatur hat sich in diesem Zusammenhang insbesondere mit den Chancen und Risiken von Nachverhandlungen bei mehrperiodigen Darlehensvereinbarungen befaßt. Dabei werden anreizkompatible Verträge bestimmt, die einerseits Nachverhandlungen verhindern (wie bspw. in Stiglitz/Weiss 1983), und andererseits bewußt Nachverhandlungen als Möglichkeit zur sequentiellen Anreizsetzung vorsehen (so bspw. in Hart/Moore 1988). Bei einem Vergleich von marktorientierter langfristiger Anleihefinanzierung und intermediärorientierter langfristiger Kreditbeziehung werden vor allem zwei Argumente diskutiert.

Dewatripont/Maskin 1995 sehen die Vorteile der Anleihefinanzierung in ihrer Nachverhandlungssicherheit. Das Argument lautet wie folgt: Wird eine Kreditfinanzierung nicht über den Markt, sondern über eine Person oder einen Intermediär bereitgestellt und gerät das betreffende Unternehmen in eine Problemsituation, kann also den Kredit nicht planmäßig zurückzahlen, so befindet sich der Kreditgeber in einer klassischen lock-in Situation. Der zuvor ausgelegte Kredit stellt nun sunk costs dar, der Kreditnehmer kann nachverhandeln. Es liegt nämlich nun im Eigeninteresse der Kreditgebers, etwa einen zusätzlichen Kredit zu geben, einem Zinserlaß oder einer Tilgungsstreckung zuzustimmen, wenn auf diese Weise die Wahrscheinlichkeit einer späteren Rückzahlung steigt. Die hiermit verbundene Ineffizienz folgt nun aus der Tatsache, daß der Kreditnehmer bereits bei der anfänglichen Krediteinräumung weiß, daß er in einem eventuellen späteren Problemfall nachverhandeln kann und deswegen schon zu Beginn einen Anreiz zu suboptimaler Investition haben kann. Ein einzelner Kreditgeber kann nur schwer glaubwürdig im vorhinein seinen späteren Verzicht auf Nachverhandlungen signalisieren. Im Unterschied hierzu besteht bei einer am Markt gehandelten Anleihe mit einer Vielzahl namentlich nicht bekannter Anleihehalter kaum die Aussicht zu einer erfolgreichen Nachverhandlung. Selbst wenn die Anleihebesitzer bekannt wären, ergibt sich aus der Free-rider Problematik ein Anreiz für jeden Anleihebesitzer, an der Nachverhandlung nicht teilzunehmen und seinen ursprünglichen Anspruch ungeschmälert zu erhalten.

Die Gegenposition hierzu betont die durch Nachverhandlungen ermöglichte Handlungsfreiheit unter Unsicherheit. Dies betrifft vor allem die Besonderheit von Finanzierungsbeziehungen zwischen Kreditgebern und ihren Kunden, ihre Relationship, und hebt in diesem Zusammenhang die positiven Seiten der Nachverhandlungsmöglichkeit hervor (vgl. Breuer 1994, Berlin 1996, Rajan 1996). Im Rahmen einer Hausbankbeziehung (relationship lending) besteht ein besonderes Vertrauensverhältnis, das sich etwa aus einer langen Erfahrung des Kreditgebers mit diesem Vertragspartner, sowie aus seinem besonderen Informationsstand über die Qualitäten des Kreditnehmers und seines Projektes ergeben kann. In jedem Fall, so lautet die These, schaffen überlegene Informationen eine Vertragsbasis, die den

Kreditnehmer seinerseits in eine lock-in-ähnliche Situation gegenüber dem Kreditgeber bringt.

Denn eine Kreditkündigung könnte auch den uninformierten konkurrierenden Kreditgebern mitteilen, daß es sich hier um einen Kunden mit einem schlechten Projekt handelt, so daß sie entsprechende Kreditkonditionen wählen oder er gar keinen Kredit erhalten würde. In dieser Situation kann die Hausbank eine implizite Versicherung anbieten, ohne eine Ausbeutung von Seiten des Kreditnehmers befürchten zu müssen. Sie kann bestehen in der Bereitschaft, die Kreditvergabe bei akuten Liquiditätsproblemen auszudehnen oder die Zins- und Tilgungszahlungen auszusetzen, ohne von der Möglichkeit einer Konkursauslösung Gebrauch zu machen. Für diese Leistung zahlt der Kreditnehmer eine Versicherungsprämie, die in Form einer höheren (später zu zahlenden) Marge oder (zukünftiger) zusätzlicher provisionsträchtiger Geschäfte (Cross Selling) erfolgen kann. Preispolitisch handelt es sich hier um eine intra- oder intertemporale Quersubventionierung. Intermediäre Finanzierung eröffnet unter den genannten Bedingungen die Möglichkeit der Glättung der Liquiditätsversorgung von Unternehmen. Damit Banken zu einer Übernahme dieser Pufferfunktion fähig sind, müssen sie selbst gegen die Schocks abgeschottet sein. Berlin/Mester (1997) betonen hier die Rolle zins-unelastischer core deposits (Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist).

Es ist lohnend, noch einen Moment bei der Frage zu verweilen, warum die mit relationship finance zusammenhängende Glättung von Zahlungsströmen effizient sein sollte. Hier ist zum einen die Unterscheidung von transitorischen und permanenten idiosynkratischen, also firmenbezogenen Schocks zu nennen. Der mit vergleichsweise besseren Informationen versehene Kreditgeber in einer relationship ermöglicht eine zuverlässigere Identifizierung transitorischer Schocks. Uninformierte Kapitalgeber (wie beispielsweise Anleger am Anleihemarkt) werden dagegen nicht unterscheiden zwischen dauerhaften und vorübergehenden Störungen, und entsprechend ihre Kreditkonditionen (Zins, Sicherheiten, Volumen) anpassen.

Diese Situation bietet unter Bezugnahme auf idiosynkratische Schocks einen Ansatzpunkt für eine positive Theorie finanzieller relationships. Es bleibt festzuhalten, daß die Zurverfügungstellung von Liquiditätspuffern auf der Basis öffentlicher, dem Markt zugänglicher Information nicht immer erfolgen kann und deshalb eine Versicherungsleistung auf Basis privater Information durch einen Intermediär wertvoll wird.

Empirische Bedeutung des relationship lending.

Läßt sich diese Versicherungsleistung im Rahmen von financial relationships empirisch nachweisen? Unter welchen Bedingungen können sie sich unter Wettbewerbsbedingungen auf

Märkten entwickeln? Die Beantwortung dieser Fragen knüpft unmittelbar an die weiter oben angesprochene Frage der *Obsolescence of Commercial Banking* an. Sofern sich unter Wettbewerbsbedingungen Kreditbeziehungen herausbilden, die mit einem lock-in der Kreditnehmer und positiven Gewinnerwartungen verbunden sind, werden Hausbanken nicht vom Markt verdrängt werden (können).

Systematische empirische Untersuchungen zur Frage der Kreditfinanzierung scheiterten in der Vergangenheit vor allem an mangelnder Datenverfügbarkeit. Mittlerweile existieren derartige Datensätze für einige Länder. In einer der ersten Ereignisstudien zur Bedeutung der Kreditfinanzierung findet James (1987) für den US-Aktienmarkt eine positive risikoangepaßte Überrendite auf dem Aktienmarkt für Unternehmen, die den Erhalt eines Bankkredits ankündigen. Eine Folgeuntersuchung von Lummer/Mitchell (1989) und James/Wier (1990) macht deutlich, daß ein signifikanter Vermögenseffekt bei der Ankündigung einer Kreditverlängerung, nicht aber bei der erstmaligen Einräumung auftritt.

Die Autoren interpretieren das Ergebnis als Hinweis auf die Bedeutung von *relationship lending*. Die Basis einer Kreditverlängerungsentscheidung bilden demnach die Informationen, die während der vorangegangenen Geschäftsbeziehung gesammelt werden konnten. Eine Verlängerungsentscheidung kann deshalb als eine Entscheidung mit verbesserten und privaten, d.h. dem Markt im Detail nicht bekannten Informationen interpretiert werden. Die Kreditverlängerungsankündigung kann dann vom Markt als positives Qualitätssignal (im Sinne einer niedrigen Ausfallwahrscheinlichkeit) angesehen werden, das zu einer Höherbewertung des Eigenkapitals führt. Im Unterschied hierzu basiert eine Erstvergabe eines Kredits noch nicht auf privaten Informationen, denn auch die Kreditwürdigkeitsprüfung einer Bank kann im Regelfalle nur die öffentlichen Informationen ausnutzen.

In einer Reihe von Studien kann für die USA auf neue und umfangreiche Datensätze über Kreditkonditionen kleiner und mittlerer Unternehmen zurückgegriffen werden. Petersen/Rajan (1994) machen sich dabei Ergebnisse einer theoretischen Studie von Diamond (1991) zur Reputationsbildung auf Anleihemärkten zunutze und verwenden die Länge einer ununterbrochenen Geschäftsbeziehung zwischen Bank und Unternehmen sowie die Vielfalt der Geschäftsbeziehungen mit einem Kreditgeber (*Cross Selling*) als Proxies für die Stärke einer *relationship*.

Unter Verwendung der Daten zur jeweils teuersten Finanzierungsform, der Handelsfinanzierung (*trade credit*), finden die Autoren einen signifikanten Einfluß der *relationship*-Variablen. Sie deuten dies als eine Bestätigung der von Stiglitz/Weiss (1981) vorgebrachten These zur Kreditrationierung.

Dagegen finden sie keinen Zusammenhang zwischen ihrem relationship-proxy und der im Kreditvertrag vereinbarten Zinsmarge. In einer Parallelstudie mit dem gleichen Datensatz finden Berger/Udell (1995) bezogen auf eingeräumte Kreditlinien, daß Kreditnehmer mit längerer Vertragsbeziehung geringere Zinsmargen zahlen und weniger Sicherheiten hinterlegen müssen. Bei beiden genannten Untersuchungen bleibt allerdings offen, ob hier tatsächlich der Effekt von relationship lending beobachtet wird, oder ob es sich hier lediglich um einen Lerneffekt aus langjähriger Kundenbeziehung handelt, der bei Normal- und Hausbankbeziehungen gleichermaßen wirkt, ähnlich wie er aus dem Versicherungsgeschäft als Erfahrungstarifizierung bekannt ist.

Eine vor kurzem abgeschlossene Untersuchung erlaubt erstmals eine Differenzierung von Hausbank- und Normalbankbeziehungen auf der Grundlage eines Datensatzes für die BRD (Elsas/Krahn 1998). Dieser beinhaltet die Selbsteinschätzung der Kreditverantwortlichen bzgl. der relationship-Qualität der einzelnen Engagements in der Stichprobe<sup>7</sup>. Dabei wird unter anderem deutlich, daß die Länge der Geschäftsbeziehung, die in vorangegangenen Untersuchungen als Trennkriterium verwendet wurde, ein unscharfer Proxy für die Existenz einer Hausbankbeziehung ist. Die mittlere Länge der Geschäftsbeziehungen zwischen Kreditnehmer und Bank ist für Hausbankbeziehungen mit 26.9 Jahren zwar größer als für Normalbankbeziehungen (20.9 Jahre), der Unterschied ist aber statistisch nicht signifikant. Daher kann die Dauer der Kreditbeziehung kein scharfes Trennkriterium für relationship lending sein.

Untersucht wurde die Hypothese, daß bei erkennbaren Bonitätsveränderungen die Hausbank eine Versicherungsfunktion übernimmt (Rajan 1996) und in diesem Sinne ihr bereitgestelltes Finanzierungsvolumen absolut nicht reduziert und relativ erhöht. Dagegen werden dieser Hypothese gemäß Normalbanken in der gleichen Situation ihr finanzielles Engagement absolut und relativ reduzieren. Eine Panelregression für den deutschen Datensatz bestätigt die These einer impliziten Versicherungsleistung durch Hausbanken und findet keine entsprechenden Merkmale für die Normalbanken. Dabei werden Bewegungen der bankinternen Ratingeinstufung als Indiz für eine erkennbare Bonitätsveränderung gewertet.

Offen bleibt bisher allerdings, auf welche Weise Hausbanken für ihre Versicherungsleistung entgolten werden. Aussagefähige Daten zur Überprüfung der These von der intra- oder intertemporalen Quersubventionierung liegen bisher nicht vor. Es erscheint allerdings auch fraglich, ob die für ein ertragsorientiertes relationship-Management notwendige bankinterne Kundenkalkulation überhaupt verfügbar ist.

---

<sup>7</sup> Die Erhebung erfolgte Anfang 1997 bei fünf deutschen Banken: Bayrische Vereinsbank, DG-Bank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, West LB. Zu dem verwendeten Datensatz vgl. Elsas et.al. 1998.

Das in jüngster Zeit wachsende empirische Interesse an der Struktur von Kreditbeziehungen übernimmt die Aufgabe, empirisch abgesicherte Anhaltspunkte für den ökonomischen Wert von relationship lending zu liefern. Von theoretischer Seite werden hierzu eine Vielzahl von möglichen Erklärungen angeboten, die im wesentlichen auf dem eingangs angesprochenen privaten Informationskapital aufbauen, das der Kreditgeber über die langandauernde Beziehung mit seinem Kunden bildet, und das in seiner Substanz über die im Rahmen von Normalbankbeziehungen anfallenden öffentlichen Informationen hinausgeht.

#### Zur Modellierung dauerhafter Kreditverträge

Auch wenn empirische Untersuchungen zu Existenz und Bedeutung des relationship lending gerade erst begonnen haben<sup>8</sup>, erscheint die allgemeine Frage nach den Bedingungen für die Koexistenz von langfristiger, intermediär-vermittelter Finanzierung (private debt) und direkter, markt-vermittelter Finanzierung (public debt) als eine Herausforderung für die Finanzierungstheorie. Mit ihr eng verbunden ist nicht nur die Frage nach der dauerhaften Abgrenzung direkter Marktbeziehungen von indirekten, intermediärvermittelten Beziehungen, sondern mit ihr ist auch die theoretisch bedeutsame Frage nach der allgemeinen Modellierung langfristiger Vertragsbeziehungen verbunden. Anwendungen beinhalten neben der Frage nach der Erklärung von relationship lending auch die allgemeinere Frage nach der Entstehung von Reputation im Sinne langfristig gebildeten Vertrauenskapitals. Bei der Modellierung sind die Gefahren und die Chancen zu berücksichtigen, die aus im Zeitablauf sich (opportunistisch) ändernden Präferenzen der Teilnehmer im Sinne zeitkonsistenten Verhaltens folgen.

Die Beurteilung von Nachverhandlungsmöglichkeiten - als wohlfahrtsmindernde Gefahr oder als wohlfahrtsmehrende Chance - ist a priori keineswegs eindeutig, sie hängt von der Modellierung ab. Diese unterscheiden sich in erster Annäherung hinsichtlich ihrer Informationsannahmen. Die auf das Principal-Agent Modell zurückgehende Modellierungstradition (Stiglitz/Weiss 1981, Diamond 1991, Ewert/Wagernhofer 1997: Kapitel 10, Kürsten 1997) schränkt die Menge gestaltbarer Verträge ein durch die Annahme dauerhaft asymmetrischer Information zwischen den Vertragsparteien. Daher können Verträge grundsätzlich nicht auf die nur einseitig beobachtbaren Faktoren (bspw. Investitionsentscheidungen, Arbeitseinsatz) konditioniert sein, Nachverhandlungen sind entsprechend auszuschließen.

Im Unterschied hierzu setzen die auf unvollständige Verträge abzielenden Modellierungen (Aghion/Bolton 1992, Hart 1995, Dickhut/Hartmann-Wendels 1997) die Nicht-Ve-

---

<sup>8</sup> Zu verweisen ist hier auf die kürzlich vom Center for Financial Studies an der Universität Frankfurt (Main) und vom Salomon Center der Stern School of Business (NYU) veranstalteten Konferenz zu „Credit Risk Management and Relationship Banking“, auf der empirische Untersuchungen zum *relationship lending* für die USA, Norwegen, Deutschland und Italien präsentiert wurden.



rifizierbarkeit der relevanten Entscheidungs- oder Ergebnisvariablen (Investitionserträge, Arbeitseinsatz) voraus. Da die Informationsverteilung zugleich symmetrisch ist, ergibt sich in diesen Modellen eine sinnvolle Möglichkeit zur Nachverhandlung zwischen den Vertragsparteien.

Der Anhang (vgl. unten) präsentiert je eine Formulierung in den zwei genannten Modellierungstraditionen. In beiden Fällen soll für ein möglichst einfach und möglichst ähnlich gehaltenes Beispiel die Verhandlung zwischen einem Kreditgeber („Bank“) und einem Kreditnehmer („Unternehmer“) entwickelt werden. Zielsetzung in beiden Formulierungen ist der Vergleich eines langfristigen Vertrages mit einer Abfolge kurzfristiger Verträge.

Obwohl sich die beiden vorgestellten Modellierungen hinsichtlich Informationsannahmen und Präferenzannahmen unterscheiden, gelangen sie zu dem gleichen Ergebnis. Die Begründung für die Überlegenheit einer kurzfristigen Finanzierung im Modell mit asymmetrischer Information beruht auf dem Anreizeffekt des Kündigungsrechts<sup>9</sup>, verbunden mit der Unfähigkeit des Manager-Eigners, anderwärts eine Ersatzfinanzierung sichern zu können. In dem Modell mit unvollständigen Verträgen folgt die Überlegenheit der kurzfristigen Finanzierung aus dem möglichen Kontrollwechsel vom Manager-Eigner zum Kreditgeber, verbunden mit der Fähigkeit der Kreditgeber, das Unternehmen ohne Effizienzverlust auch selbst führen zu können. Ergebnisse in beiden Modellierungstraditionen sind in hohem Maße sensibel bezüglich kleiner Variationen der Annahmen, insbesondere hinsichtlich der zeitlichen Abfolge von Informationszugang und Handlungsmöglichkeiten, vgl. Sutton 1990 und Schauenberg 1995.

Einen wichtigen Unterschied zwischen den beiden Modelltypen sehe ich daher weniger in den ableitbaren (oder abgeleiteten) Ergebnissen, als vielmehr in den typischerweise unterstellten Situationsbeschreibungen. Während bei Modellen mit asymmetrischer Information überwiegend der Konflikt zwischen den Finanzierungsformen Eigenkapital und Fremdkapital im Vordergrund steht (wobei der Eigentümer zugleich Managementfunktionen wahrnimmt), steht in den Modellen mit unvollständigen Verträgen das Management den Kapitalgebern als eigenständige Akteursgruppe gegenüber. Obwohl sich diese Fragestellung sehr wohl im Kontext beider Modellierungen untersuchen läßt, haben heute die Modelle mit unvollständigen Verträgen in der Finanzierungstheorie das Thema Unternehmenskontrolle weitgehend besetzt.

### 3.3 Innenfinanzierung und Unternehmenskontrolle

---

<sup>9</sup> Stiglitz/Weiss behandeln tatsächlich einen ähnlich gelagerten Fall wie Hart (1995): die Selbstfinanzierungsbedingung in Gleichung (9c) bei Stiglitz/Weiss beeinflußt ja weniger seine Anreize, als daß sie seine Budgetbedingungen ausnutzt, vgl. hierzu Krahen 1987.

Der beim Eigenkapital ansetzende Markt für Unternehmenskontrolle ist das Pendant zu dem beim Fremdkapital ansetzenden relationship banking. Hier wie dort prägen Zielkonflikte zwischen Kapitalgebern und Management die grundlegende Situationsbeschreibung. Hier wie dort werden explizite und implizite institutionelle Vorkehrungen in Finanzierungsverträgen als Mittel zur Überbrückung von Zielkonflikten interpretiert und die mit ihrer Anwendung verbundenen Nutzenentgänge abgeleitet.

Ich möchte an dieser Stelle die Aufmerksamkeit auf eine vielleicht erstaunliche Tatsache lenken, die seit etwa 10 Jahren mit zunehmender Irritation zur Kenntnis genommen wird. Hierfür ist die Betrachtung von Tabelle 1 hilfreich.

Tabelle 1: Finanzierungsrechnung 1970-1994 (in % der Sachinvestitionen)<sup>10</sup>

Jahre	Netto- EK-Fin.	Innen- finanz.	Innenfinanzierung				
			1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94
USA	-7,6%	96,1%	74,5%	91,5%	89,6%	103,7%	109,8%
Japan	3,5%	69,9%	59,1%	70,8%	74,6%	70,5%	71,2%
Deutschland	0,1%	78,9%	68,6%	82,8%	79,7%	89,3%	71,8%
GB	-4,6%	93,3%	98,1%	102,3%	115,4%	81,2%	81,2%

(Quelle: CORBETT/JENKINSON 1997)

Diese Übersicht nennt für mehrere Volkswirtschaften auf aggregierter Ebene die Größenverhältnisse von Sachinvestitionen, Innenfinanzierungsvolumen (Abschreibungen, einbehaltene Gewinne, Rückstellungen) und Außenfinanzierungsvolumen (Aktienemissionen minus Kapitalherabsetzungen bzw. Aktienrückkäufe; Bankkredite). Für alle genannten Länder fällt die ganz überragende Rolle der Innenfinanzierung auf (vgl. auch Taggart 1985, Mayer 1988, Hellwig 1991). Das Sachinvestitionsvolumen läßt sich typischerweise zur Gänze aus innenfinanzierten Mitteln bestreiten. Insofern als diese aggregierte Betrachtung sich auf einzelne Unternehmen übertragen läßt, stellen die Zahlen in Tabelle 1 die Einwirkungsmöglichkeiten von Kapitalgebern mit dem Ziel der Unternehmenskontrolle in Frage.

<sup>10</sup> Aggregiert über alle Nicht-Finanzunternehmen über die angegebenen Jahre (Zahl der Unternehmen nicht konstant)

Hier ist allerdings ein Einwand zu bedenken, dessen Stichhaltigkeit nur auf der Grundlage weitergehender empirischer Untersuchungen geprüft werden kann. Es ist gut vorstellbar, daß der hohe Innenfinanzierungsanteil zwar im Aggregat gegeben ist, daß aber auf der Ebene der Einzelfirmen hier erhebliche Variabilität vorliegen kann, zumal die Finanzinvestitionen, die keineswegs nur liquide Portfolioinvestitionen beinhalten gänzlich unbeachtet bleiben. In diesem Falle bleibt für einige Firmen die Notwendigkeit der Erlangung zusätzlicher Außenfinanzierung unverändert bestehen, und damit auch die Relevanz der Kontrollthematik. Des weiteren kann auch bei weitgehender Abdeckung der Finanzierungserfordernisse mittels Innenfinanzierung dem verbleibenden Restbetrag eine entscheidende („pivotale“) Bedeutung zukommen.

Festzuhalten bleibt, daß bei aggregierter Betrachtung Außenfinanzierung quantitativ eine untergeordnete Rolle bei der Mobilisierung von Investitionskapital zu spielen scheint und damit bis zum Beweis des Gegenteils auch qualitativ kaum Einfluß auf die Investitions- und Finanzierungspolitik der Unternehmen nehmen kann. In der schon zitierten Studie von Hellwig wird dem Finanzsystem aufgrund der vorstehenden Beobachtungen in erster Linie die Aufgabe eines Mittlers innerhalb des Unternehmenssektors, und erst in zweiter Linie die Aufgabe eines Mittlers zwischen Unternehmen und Kapitalgebern zugesprochen. Die Mittlerleistung zwischen Unternehmen bezieht sich dabei auf den Transfer zwischen Unternehmen mit überschüssiger Liquidität und solchen mit „überschüssigen“ Investitionsprojekten (vgl. Hellwig 1997, S. 237).

Der Zweifel an der Relevanz der Kontrollthematik betrifft in diesem Zusammenhang sowohl den Markt für Unternehmenskontrolle, wie auch die Außenfinanzierung mittels relationship lending. Ich möchte mich im folgenden auf die Frage konzentrieren, wie ein hohes Maß an Innenfinanzierung - sozusagen die finanzielle Autonomie des Managements - finanzierungstheoretisch einzuschätzen ist.

#### Free Cashflow oder Commitment - Zwei Positionen zur Innenfinanzierung

Das Leitthema der modernen Finanzierungstheorie, die Unternehmenskontrolle, berührt auch die Verfügung über Innenfinanzierungsmittel. Seit dem Beitrag von Jensen 1986 wird die Notwendigkeit der Kontrolle des Managements von Unternehmen in erster Linie mit deren vermuteter Neigung zur Reinvestition freien Cashflows identifiziert (vgl. auch Hart 1995, Kapitel 6). In diesen Modellen führt die Informationsasymmetrie zwischen Management und Kapitalgebern zu einem hidden action - Problem: Kapitalgeber können die marktwertmaximierende Mittelverwendung nicht kontrollieren. Als freien Cashflow bezeichnet Jensen diejenigen Finanzmittel eines Unternehmens, deren Reinvestition in die besten erreichbaren Investitionsprojekte einen negativen Kapitalwert erzeugen. Derartige Finanzmittel sollten bei Wahrung des Unternehmensziels Marktwertmaximierung an die

Eigentümer ausgeschüttet werden, um von ihnen über den Kapitalmarkt attraktiveren Investitionsprojekten zugeleitet zu werden. In diesem Sinne äußert sich auch schon Gutenberg, wenn er folgert: „..., daß hohe Gewinnausschüttungen und Retransferierungen der Gewinne von den Kapitalmärkten in die Gesellschaften zu weniger Fehlinvestitionen und Kapitalfehlleitungen führen werden als niedrigere Gewinnausschüttungen.“ (Gutenberg 1980, S. 271).

Diese Allokation nach den Effizienzkriterien des Kapitalmarktes geschieht dann nicht, wenn das Management von Unternehmen nicht nur die Marktwertmaximierung im Auge hat, sondern zusätzlichen Nutzen bspw. aus der schieren Größe der investierten Kapitalbasis ziehen kann. Der Nutzen eines derartigen empire-building kann in extra-monetären Größen, wie Macht und gesellschaftlicher Anerkennung, aber auch in monetären Größen, wie Verstetigung des Cashflows und einer damit verbundenen erhöhten Arbeitsplatzsicherheit begründet sein<sup>11</sup>. Am Rande sei vermerkt, daß der Nutzen des empire-building den weiter oben angesprochenen private benefits of control entspricht.

Für die Tendenz zur Einbehaltung von freiem Cashflow gibt es bisher keine systematische Evidenz (nicht zuletzt weil der Kapitalwert neuer Investitionsprojekte für Außenstehende kaum beobachtbar ist), aber eine Reihe indirekter Hinweise. Jensen (1986, 1993) weist in seinem Aufsatz etwa auf die unwirtschaftlichen Explorationsaktivitäten großer Erdölkonzerne hin, die im Gefolge des Ölpreisschocks erhebliche windfall-Gewinne realisieren konnten.

Die einflußreiche Free Cashflow-These von Jensen führt zu der Forderung, die überlegenen Allokationseigenschaften des Kapitalmarktes intensiver zu nutzen und dementsprechend - nicht nur in „reifen“ Industrien - mehr Cashflow auszuschütten. Auf diese Weise konkurrieren die Managementteams aller Gesellschaften um das verfügbare Kapital, wodurch ineffiziente Investitionsstrategien, wie etwa das empire-building, erschwert werden.

Vorstellbar sind aber auch Situationen, in denen die Allokation von Finanzmitteln über einen Kapitalmarkt mit Effizienzschlüssen gegenüber einer quasi-automatischen Innenfinanzierung verbunden ist. Dies ist u.a. dann der Fall, wenn ein informationseffizienter Kapitalmarkt eine negative Externalität für die Wettbewerbssituation auf dem Gütermarkt impliziert. Hierbei handelt es sich um ein hidden information - Problem; Interessenkonflikte zwischen Management und Kapitalmarkt werden hier vernachlässigt.

Die behauptete Externalität des informationseffizienten Kapitalmarktes läßt sich anhand eines Beispiels illustrieren (zum folgenden: Krahen 1994, vgl. auch Yosha 1995). Ausgangspunkt

---

<sup>11</sup> Eine derartige Cashflow-Verstetigung im Sinne einer Diversifikation der Unternehmenstätigkeiten ist nicht im Interesse der Aktionäre, da die Bildung von Wertpapierportfolios hierfür ein vollkommenes Substitut bietet, vgl. etwa Berger/Ofek 1995, Denis/Denis/Sarin 1997.

ist die Konkurrenz zweier (oder mehrerer) Unternehmen auf dem Gütermarkt. Wettbewerb drückt dort die Ertragsmöglichkeiten auf ein „normales“ Niveau. Extragewinne können nur erzielt werden, wenn ein Anbieter mittels Produktinnovation einen Vorsprungseffekt vor seinen Konkurrenten erzielt, der ihm einen vorübergehenden monopolistischen Spielraum verschafft. Imitation zerstört diesen Vorsprung innerhalb einer Periode. Daher treiben in diesem Modell von der Konkurrenz nicht erwartete Innovationen die unternehmensbezogenen Ertragserwartungen. Die Möglichkeit zur Realisierung von Vorsprungseffekten in der Folgeperiode ist Voraussetzung für die Innovationsanstrengungen in der Vorperiode.

Innovationen können gefährdet sein, wenn sich das Unternehmen die notwendigen Finanzmittel fallweise auf dem Kapitalmarkt besorgen muß. Die mit einer externen Mittelmobilisierung verbundene Informationsoffenlegung gegenüber dem Kapitalmarkt macht die Innovationsabsicht eines Unternehmens frühzeitig publik und verkürzt den Vorsprungseffekt. In Krahen (1994) führt diese Informationsaufdeckung zum vollständigen Verschwinden des Vorsprungseffektes. Einen Schutz vor frühzeitiger Imitation kann hier nur eine Finanzierungsform bieten, bei der die Mittelbereitstellung quasi-automatisch, auf jeden Fall ohne Nennung spezifischer Investitionsabsichten und damit ohne Informationsaufdeckung erfolgt.

Diese Bedingung ist bei der Innenfinanzierung aus Abschreibungen, Rückstellungen und einbehaltenen Gewinnen erfüllt, da sie regelgebunden und daher nicht-informativ erfolgt. Vor diesem Hintergrund würden auch die Eigenkapitalgeber einer regelgebundenen, also nicht fallweise begründungsbedürftigen Finanzierung aus dem Cashflow des Unternehmens im Eigeninteresse zustimmen. Innenfinanzierung ist hier ein Instrument zur Internalisierung der externen Effekte eines informationseffizienten Kapitalmarktes auf die Wettbewerbssituation am Gütermarkt. Ein alternativer Weg zur Beschaffung von zusätzlichem Investitionskapital ohne allgemeine Informationsoffenlegung ergibt sich aus dem zuvor besprochenen relationship lending (vgl. Boot/Thakor 1993).

Eine weitere Situation, in der die vorübergehende Bereitstellung von Liquidität auf der Basis privater Information über relationships, aber nicht über den Markt funktioniert, läßt sich für Realooptionen konstruieren. Unter einer Realooption versteht man ein Investitionsprojekt, das aufgrund zeitabhängiger Bewertung unter Unsicherheit eine (implizite) Optionskomponente besitzt (vgl. Myers 1977, Ross 1995). Ein einfaches Beispiel ist der Wert einer Investitionsverzögerung (option to wait). Für jedes Projekt, dessen Realisierung aufgeschoben werden kann, ergibt sich eine mögliche Wertsteigerung gegenüber einer sofortigen Durchführung, die bei günstiger Parameterentwicklung den Marktwert des Projektes steigert. Zur Illustration kann der Kapitalwert eines Projektes mit festem Cashflow bei stochastischer Zinsstruktur dienen. Die Verschiebung des Projektbeginns in die Zukunft

hat einen positiven Wert, weil es kein Verlustrisiko, wohl aber eine Gewinnchance gibt (nämlich dann, wenn die Zinsstruktur sich nach unten verlagert). Ferner gilt, daß der Wert dieser Investitionsverzögerung mit der erwarteten Volatilität der Zinsstruktur steigt. Entsprechend ist das kritische Renditeniveau für eine sofortige Investitionsentscheidung um den Wert der Option zu erhöhen.

Ein weiteres Argument für regelgebundene Innenfinanzierung findet sich bei Allen/Gale 1997. Dort wird die Autonomie des Managements vis-à-vis den Eigentümern als wesentliches Element ihrer Motivation angenommen. Übermäßige Kontrolle durch die Aktionäre bedeutet letztendlich die Einmischung in das Tagesgeschäft. Innenfinanzierung einschließlich der Verfügung über freien Cashflow eröffnet Unternehmen damit Wachstumsmöglichkeiten, die zugleich Voraussetzung für die Gewinnung guter Mitarbeiter sind. Die hiermit verbundenen Anreizgewinne überkompensieren im Modell von Allen/Gale die möglichen Effizienzverluste aus dem Einbehalt freien Cashflows.

Eine explizite Modellierung der Innenfinanzierungsentscheidung von Unternehmen unter Beachtung der Existenz alternativer Finanzierungsquellen (Kapitalmarkt und Intermediäre) spielt bisher in der Literatur ungeachtet ihrer offenbar großen empirischen Bedeutung bisher kaum eine Rolle.

#### 4. Résumé

Der selektive Überblick zur neueren Finanztheorie begann mit der Behauptung, daß relations aktuell von besonderem Interesse sind. Dahinter steht die Überzeugung, daß nur ein tiefgehendes Verständnis langfristiger Vertragsbeziehungen unter Berücksichtigung von Informations- und Hold-up-Problemen, wie sie etwa zwischen einem Kreditgeber und einer Unternehmung auftreten können, eine Unterscheidung von markt- und intermediärvermittelten Finanzleistungen ermöglicht. Die vorherrschenden finanzierungstheoretischen Fragestellungen konzentrieren sich auf die Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern, Fremdkapitalgebern und dem Management. Während in den früheren Arbeiten der Konflikt zwischen den verschiedenen Kapitalgebern im Vordergrund stand (vgl. Krahen 1991, Kürsten 1996), hat sich in den letzten Jahren die Aufmerksamkeit auf den Konflikt zwischen Kapitalgebern und Management konzentriert. Dies betrifft nicht nur die Untersuchungen von Kreditbeziehungen, sondern auch die Analyse von Unternehmensverfassungen sowie von Strukturproblemen des Markets für Unternehmenskontrolle (vgl. bspw. Hart 1995, Laux 1996).

Die empirische Bedeutung der Managerüberwachung durch gezielte Aktivitäten von Banken, Börsen und Unternehmensorganen (Hauptversammlung, Aufsichtsrat) wird aber zunehmend bezweifelt. Dabei ist der geringe Beitrag, den Eigen- und Fremdkapitalmärkte zur

Finanzierung der Sachinvestitionen in den wichtigsten Industrieländern leisten, nur ein Argument unter mehreren. Hinzu kommen grundsätzliche Zweifel an der Funktionsfähigkeit der genannten Kontrollinstitutionen, seien es Hausbanken (Hellwig 1997), seien es Aktionärsvertreter (Jensen 1993, Wenger 1997), oder sei es der Markt für Unternehmenskontrolle (Grossman/Hart 1980, Shleifer/Vishny 1997). Daneben gibt es theoretische Überlegungen, die Effizienzgewinne mit der Schaffung eines Autonomiebereiches für Manager jenseits einer engen Kontrolle durch Außenstehende Eigentümer oder Gläubiger verbinden. Die Möglichkeiten und Instrumente der Innenfinanzierung werden hier also nicht, oder nicht nur als Zeichen opportunistischen Verhaltens gedeutet, sondern als Zeichen einer Entscheidungsautonomie im Kontext einer Trennung von Eigentum und Kontrolle<sup>12</sup>.

Der sich abzeichnende Konsens stellt eine weitgehende Entscheidungsautonomie der Manager großer Gesellschaften von den Kontrollinstanzen aller Kapitalgebergruppen fest (Hellwig 1997). Was bedeutet das für die Finanzierungstheorie? Vorerst sehe ich zwei Konsequenzen:

Zum einen sind unsere empirischen Kenntnisse zu Fragen der Unternehmenskontrolle bisher nur rudimentär. Der großen Menge theoretischer Arbeiten, die auf Basis der Modelle mit asymmetrischer Information oder unvollständiger Verträge entwickelt worden sind, stehen insbesondere für den nicht-US-amerikanischen Raum kaum ernsthafte empirische Hypothesentests gegenüber. Mangelnde Datenverfügbarkeit ist m.E. weniger die Ursache, als der Ausdruck eines bis dato weitgehend fehlenden empirischen Interesses an Fragen der modernen Finanzierungstheorie, zumindest was Fragen der Unternehmenskontrolle angeht<sup>13</sup>. Es ist gut vorstellbar, daß der hohe Innenfinanzierungsanteil zwar im Aggregat gegeben ist, daß aber auf der Ebene der Einzelunternehmen erhebliche Variabilität vorliegen kann, zumal die Finanzinvestitionen, die keineswegs nur liquide Portfolioinvestitionen beinhalten gänzlich unbeachtet bleiben. In diesem Falle bleibt für einige Firmen die Notwendigkeit der Erlangung zusätzlicher Außenfinanzierung unverändert bestehen, und damit auch die Relevanz der Kontrollthematik. Des weiteren kann auch bei weitgehender Abdeckung der Finanzierungserfordernisse mittels Innenfinanzierung dem verbleibenden Restbetrag eine entscheidende („pivotale“) Bedeutung zukommen. Erst diese empirischen Untersuchungen können klärenden Aufschluß über die Gültigkeit der These weitgehender Managerautonomie liefern.

---

<sup>12</sup> Am Rande sei hier auf die ursprüngliche Begründung für eine Trennung von Eigentum und Kontrolle hingewiesen, nämlich die Delegation von Entscheidungskompetenzen an spezialisierte und in diesem Sinne im Vergleich zu den Eigentümern effizientere Akteure. Vgl. hierzu auch Schmidt 1997.

<sup>13</sup> Von dieser Diagnose auszunehmen sind all diejenigen Fragestellungen und Modelleüberprüfungen, die sich auf die Organisation der Aktien- und Anleihemärkte und ihre Bewertungsrelationen beziehen.

Des Weiteren sind die Kenntnisse über das Ausmaß von Unternehmenskontrolle durch Intermediäre, wie es für bankdominierte Systeme typisch sein soll, bisher zu wenig empirisch untersucht worden, um zu einer fundierten Einschätzung gelangen zu können (vgl. aber Schmid 1996). Die Evidenz bezüglich der Übernahme von Versicherungsleistungen durch Hausbanken ist ein Hinweis auf eine möglicherweise auch qualitativ bedeutsame Rolle von Intermediären - ein Nachweis ihrer Kontrollfunktion ist sie freilich noch nicht.

Zum zweiten wirft der Zweifel an den finanzmarkt-bezogenen Kontrollinstrumenten natürlich die Frage auf: Wer setzt denn tatsächlich die Zielsetzungen in Manager-geführten Unternehmen? Es ist nicht auszuschließen, daß ein auf Aktionärsinteressen konzentriertes Forschungsprogramm, das auf der Grundstruktur des principal-agent Modells basiert, den Blick für empirische Zusammenhänge nicht ausreichend erhellt. In einem kürzlich von Allen/Gale 1997 vorgelegten OLG-Modell<sup>14</sup> entwickeln Unternehmen aufgrund ihrer langfristigen Existenz und des ständigen Erneuerungsprozesses im Managementteam (Manager werden jung eingestellt, sind erst im fortschreitenden Alter hochproduktiv und gehen schließlich in Rente; zu jedem Zeitpunkt sind Angehörige beider Generationen beschäftigt) ein langfristiges Überlebensinteresse. Die Autoren entwerfen damit das Bild eines primär auf Innenfinanzierung rekurrierenden Unternehmens, dessen Zielfunktion sich im Rahmen eines Multi-Agenten Modells in Abstimmung mit einem Prinzipal (Eigenkapitalgeber) ergibt. Die prinzipielle Möglichkeit jeder Managementgeneration zum „cheating“ (Aneignung einer einmaligen Rente) wird hier im Rahmen eines OLG-Modells durch die gleichzeitige Anwesenheit und Kontrollaktivität der jüngeren Generation (die ihrerseits auch in der nächsten Generation als ältere Manager dabei sein möchte, ohne von den Eigentümern bestraft zu werden) unterdrückt. Die resultierenden Managemententscheidungen erweisen sich auch ohne aktiven Markt für Unternehmenskontrolle als effizient.

Die heute vorherrschenden finanzierungstheoretischen Modelle berücksichtigen kein derartiges langfristiges OLG-Szenario - nicht zuletzt weil die typischen Modellierungen von einer statischen Zweipersonen-Situation ausgehen. Die Implikationen eines kollektiven Managementinteresses für das Thema Unternehmenskontrolle sind wohl schwerwiegend - ihre Anbindung an die Bewertung von Unternehmen am Kapitalmarkt erscheint mir gegenwärtig noch völlig offen.

## 5. Abschließende Überlegungen

---

<sup>14</sup> Allen/Gale 1997, Kapitel 12. „OLG“ steht für Overlapping Generations. Derartige Modelle erlauben die dynamische Betrachtung langandauernder Entwicklungen, wobei die Akteure jeweils nur eine begrenzte Anzahl von Perioden leben, und in dieser Lebenszeit verschiedene Phasen durchlaufen. Typischerweise eine Arbeits- und eine Ruhestandsphase.



An dieser Stelle schließt sich der Bogen zwischen den Teilen 2, 3 und 4 dieses Essays. Die zuvor beschriebene „Kontrollkonfusion“ auf Unternehmensebene angesichts einer Dominanz der Innenfinanzierung ähnelt auffallend der im Gutenberg'schen Werk konstatierten Grundsituation - die, wie er selbst immer wieder berichtet, mehr durch eigene Anschauung, als durch mikroökonomische Theorie geprägt wurde (vgl. Albach 1989, Kapitel 1-3). Hieraus folgt natürlich nicht die Modernität der Gutenberg'schen Analyse - aber es folgt doch eine Bestärkung der zuvor gelieferten Diagnose der Kontrollkonfusion.

Die Ableitung eines autonomen Managementinteresses, wie in Allen/Gale 1997 beispielhaft vorgeführt, kann durchaus Hand in Hand gehen mit der langfristigen Sicherung der Eigentümerinteressen. Voraussetzung ist die (erwartete) unendliche Existenz des Unternehmens, um das Problem der letzten Periode zu vermeiden<sup>15</sup>. Diese Voraussetzung verlangt nach einer Nebenbedingung im Arrangement aller Beteiligten, die weitgehend dem Gutenberg'schen finanziellen Gleichgewicht entspricht.

Diese Ähnlichkeit des Gutenberg'schen Postulats und der Allen/Gale'schen Resultats darf sicherlich nicht überbetont werden. Um Mißverständnissen vorzubeugen möchte ich zudem darauf hinweisen, daß das Interesse an tatsächlichen Unternehmensentscheidungen und ihren möglichen Verbindungen zur Marktbewertung der Unternehmen und zu möglichen Kontrollaktivitäten von Intermediären und aktiven (Groß-) Aktionären keineswegs als ein Plädoyer gegen eine shareholder value-Orientierung zu verstehen ist. Eher gilt das Gegenteil. Freilich sollte eine normative Analyse in intensivem Dialog mit beobachtbaren Gegebenheiten, im Sinne ständig verbesserter Hypothesentests, erfolgen. Dies ist bisher - insbesondere in Deutschland - kaum erfolgt; Debatten zum shareholder value haben daher oft Bekenntnischarakter und finden gewissermaßen im luftarmen Raum statt.

Diese Beobachtung läßt sich auf weitere Bereiche finanzwirtschaftlicher Forschungszweige übertragen. Im deutschsprachigen Raum findet man ein Mißverhältnis von theoretischer und empirischer Forschung. Ausnahmen sind lediglich für den Bereich der Marktmikrostruktur zu erkennen, wo die Preisfindung auf Aktien- und Rentenmärkten schon seit längerer Zeit dominieren. Die un-empirische Ausrichtung der Finanzwirtschaftslehre ist auch im internationalen Vergleich auffallend; diese auch im Hinblick auf Lehrinhalte und Doktorandenausbildung zu überdenken erscheint mir angebracht.

Für die weitere Finanzmarktforschung jenseits des von Hellwig konstatierten Kontrollvakuums wird das folgende Szenario denkbar: Unternehmenskontrolle besitzt zum einen eine kontinuierliche und zum anderen eine diskretionäre Komponente. Für erstere entwickelt ein autonome Management das selbstregulierende System des peer monitoring, in

---

<sup>15</sup> Gäbe es vorhersehbar eine letzte Periode, so würde per Rückwärtsinduktion die gegenseitige Kontrolle der Manager schon in der ersten Periode nicht funktionieren können

Einklang mit einem langfristigen Existenzinteresse der Unternehmung. Hier ermöglichen Intermediäre die notwendige Glättung von Zahlungsströmen über die Zeit. Kontrolleleistungen erbringen auch Hausbanken hier allenfalls am Rande. Externe Intervention bleibt dagegen diskretionär, auf wenige Ereignisse im Leben einer Unternehmung beschränkt. Hier übernehmen Intermediäre als ggfs. Frühzeitig Informierte insbes. die Rolle von Marktmachern (für Stimmrechtsmehrheiten), und damit die Rolle der Kontrollmakler. Kapitalmärkte können unter Umständen (die in Kontinentaleuropa nicht gegeben sind) mittels tender offers eine ähnliche Aufgabe übernehmen.

6. Anhang: Asymmetrische Information und unvollständige Verträge - Ein Vergleich von zwei Modellierungstraditionen anhand eines Beispiels.

Modellvariante Nr.1: Asymmetrische Information

Das folgende Modell betrachtet die Vertragsbeziehung zwischen einem Kreditgeber und einem Kreditnehmer, der als Unternehmer alleiniger Empfänger des Residualeinkommens ist, alle Managemententscheidungen selber trifft und keinen Zugang zu einer zweiten Kreditquelle hat. Die Formulierung des Beispiels orientiert sich an Stiglitz/Weiss (1983).

Annahme 1 [Vermögen]: Der Unternehmer verfügt über ein beschränktes Vermögen  $W$ , so daß die notwendige Investitionsauszahlung  $I$  nicht selbstfinanziert werden kann. Der Einfachheit halber sei  $W=0$ . Für eventuelle Kreditvereinbarungen stehen daher auch keine Sicherheiten bereit.

Annahme 2 [Nutzenfunktion]: Der Unternehmer und die Bank sind risikoneutral. Beide haben einen positiven Reservationsnutzen, müssen also ein strikt positives erwartetes Einkommen erhalten, um einem Finanzierungsvertrag zuzustimmen.

Annahme 3 [Opportunitätskosten]: Der risikofreie Zinssatz (Opportunitätskostensatz) beträgt in allen Perioden Null.

Annahme 4 [Basisinvestition]: Durchgeführt werden kann ein zwei-periodiges Investitionsprojekt, das im Zeitpunkt  $t=0$  eine Anschaffungsauszahlung in Höhe von  $I$  DM erfordert und Einzahlungsüberschüsse (vor Zinsen) von  $Y_1x$  (in  $t=1$ ) und  $Y_2x$  (in  $t=2$ ) generiert; wobei die Zufallsvariable  $x$  jeweils zwei Realisationen annehmen kann, einen hohen positiven Wert (im Erfolgsfall:  $x=e$ ) oder einen Wert von Null ( $x=m$ ). Die Einzahlungsüberschüsse sind unsicher und betragen  $Y_{te}>0$  mit Wahrscheinlichkeit  $p$ , und  $Y_{tm}=0$  mit Wahrscheinlichkeit  $1-p$ , wobei  $t=1,2$ .

Annahme 5 [Effizienz]: Das Investitionsprojekt besitzt in  $t=0$  einen positiven Kapitalwert, seine Durchführung ist effizient:  $E(Y_1x+Y_2x)>I$ .

Annahme 6 [Zusatzinvestition]: In  $t=1$  existiert ein zusätzliches Investitionsprojekt mit einer Anfangsauszahlung  $i$ . Es soll gelten:  $i>EY_2x$ , so daß sich der Unternehmer in  $t=1$  nicht die notwendigen Gelder gegen Verpfändung des Projektertrags aus dem „Basisprojekt“  $Y$  leihen kann. Das Projekt  $i$  erwirtschaftet am Periodenende einen Ertrag  $y$ ,  $y>Y_2e$ , mit Wahrscheinlichkeit  $q$ ,  $q<p$ , bzw. einen Ertrag von null mit der Gegenwahrscheinlichkeit. Projekt  $i$  ist daher ineffizient:  $E(y)<i$ , und sollte in einem Pareto-Optimum nicht durchgeführt werden (vgl. zu dieser Formulierung als Free-Cashflow-Problem Jensen 1986).

Annahme 7 [Informationsverteilung]: Investitionserträge sind nicht beobachtbar, Auszahlungen an und Einzahlungen von Kapitalgebern dagegen sind beobachtbar. Des Weiteren wird unterstellt, daß andere Kreditgeber die bereits ausstehenden Verbindlichkeiten des Unternehmers jederzeit erkennen können; so daß im Prinzip auch eine Rangfolgevereinbarung (Seniority) erfolgen kann. Der Unternehmer kann den am Ende der ersten Periode generierten Cashflow nicht verheimlichen und selbst konsumieren.

Annahme 8 [Management]: Das Investitionsprojekt kann nur vom Manager-Unternehmer durchgeführt werden. Entsprechend wird ein Managementwechsel bspw. aufgrund (prohibitiver) Kosten nicht zugelassen.

Annahme 9 [Fremdkapital]: Die Beträge  $F_1$  und  $F_2$  bezeichnen die in  $t=1$  und  $t=2$  fälligen Zahlungen an den/die Kreditgeber.

Unter den getroffenen Annahmen läßt sich zeigen:

1. Bei langfristiger (unbedingter) Finanzierung verbunden mit der Wahl eines niedrigen Wertes für  $F_1$  (Zinszahlung) und eines hohen Wertes für  $F_2$  (Tilgung) begründet der Finanzierungsvertrag einen Anreiz für den Unternehmer, das ineffiziente Projekt  $i$  durchzuführen.

Es handelt es sich daher um ein anreizbedingtes Überinvestitionsproblem. Die im Beispiel gewählte Zahlungsstromstruktur läßt auch eine Interpretation im Sinne eines Risikoanreizproblems zu: Die Durchführung von Projekt  $i$  erhöht die Varianz der Cashflows des Unternehmens und senkt zugleich die Überschuerwartung. Für bestimmte Konstellationen, die sich aus dem Größenverhältnis von  $\{F_2 - F_1\}$  relativ zu  $\{EY_{2x+y}\}$  ergeben, tritt das Überinvestitionsproblem nur im Falle eines Erfolges in Periode 1 auf.

2. Bei kurzfristiger, d.h. einperiodiger Finanzierung verbunden mit einem ausreichend hohen Wert für  $F_1$  (z.B.  $F_1 > Y_1 e^{-i}$ ) verschwindet die genannte Ineffizienz.

Eine Kreditverlängerung im Sinne einer erneuten Auszahlung des Darlehens geschieht nun nur, wenn der Unternehmer in Periode 1 erfolgreich war und damit Erstperiodendarlehen getilgt werden konnte. Der optimale Zinssatz ist in der ersten Periode höher als in der zweiten Periode<sup>16</sup>. Der Unternehmer führt das ineffiziente Zusatzprojekt in diesem Falle im Eigeninteresse nicht durch.

<sup>16</sup> In der Stiglitz/Weiss 1983-Formulierung ergibt sich aus Gleichung (9.c), S. 916, ein Zweitperiodenzins  $r^*2 = -1$ , was einer Selbstfinanzierung durch den Kreditnehmer entspricht, vgl. hierzu Krahen 1987, 1988.

Das soeben geschilderte Modell läßt sich auch leicht als Problem der Unterinvestition im Sinne einer ineffizienten Liquidation („Debt Overhang“, Myers 1977) reformulieren. Hierfür wäre  $EY_2 > L$  anzunehmen, wobei  $L$  den Liquidationserlös in  $t=1$  repräsentiert.

Modellvariante Nr. 2: Unvollständige Verträge:

In der folgenden Modellformulierung, die absichtsvoll möglichst nah an der vorangegangenen Formulierung konstruiert wird, steht eine Vertragsbeziehung zwischen vielen Kreditgebern, vielen Eigenkapitalgebern [so daß Nachverhandlungen ausgeschlossen sind], und einem Unternehmer-Manager im Zentrum. Die Vielzahl der Kapitalgeber soll eine Nachverhandlung zwischen ihnen und dem Management ausschließen. Die Person des Unternehmers zerfällt hier in zwei Akteure, den Manager und den Eigentümer. Die Formulierung orientiert sich an Hart 1995, Kapitel 6.

Annahme 1': Der Unternehmer-Manager verfügt über kein Vermögen.

Annahme 2: Der Nutzen des Managers ist additiv separabel in seinem Einkommen und der investierten Kapitalbasis („Assets under control“) mit positivem Grenznutzen in beiden Argumenten. Der Nutzen der investierten Kapitalbasis wird als „Private benefits of control“ bezeichnet; diese Benefits sind modellexogen. Wettbewerb auf dem Managermarkt drückt sein monetäres Einkommen auf den Reservationsnutzen. Hieraus folgt, daß der Unternehmer-Manager keinesfalls freiwillig in Konkurs geht. Die Separabilitätsannahme begründet daher einen „unüberbrückbaren“ Interessengegensatz zwischen Kapitalgebern und Management.

Annahme 7: [Informationsverteilung] Investitionserträge sind beobachtbar, aber nicht verifizierbar, Einzahlungen von und Auszahlungen an Kreditgeber sind verifizierbar.

Annahme 8: Das Management hat keine spezifischen Fähigkeiten. Daher kann das Investitionsprojekt nicht nur von diesem Management durchgeführt werden. Entsprechend löst ein späterer Managementwechsel keine zusätzlichen Kosten aus.

Alle übrigen Annahmen gelten wie im vorangegangenen Beispiel.

Unter den getroffenen Annahmen läßt sich zeigen:

1. Bei langfristiger Finanzierung [ $F_1=0$  und  $F_2$ : groß (z.B.  $F_2 > Y_2e + Y_1e - i$ )], wird der Manager im Falle eines Erfolges in der ersten Periode ( $Y_1e > 0$ ) das ineffiziente Projekt i durchführen (Overinvestment; Free Cash Flow-Problem).

2. Im Falle eines Mißerfolges in Periode 1 kann er das zusätzliche Projekt nur durchführen, wenn er zusätzliches FK in ausreichendem Umfang aufnehmen kann. Dies gelingt, wenn  $F_2$  nicht zu groß ist (i.e.  $F_2 < EY_{2x-i}$ ).
3. Bei kurzfristiger Finanzierung (z.B.  $F_1 > Y_1 + EY_{2x-i}$ ) verschwindet die Ineffizienz, weil der Manager zwar ein Interesse an der Durchführung des ineffizienten Projektes hat, dies aber wg. der Zahlungsunfähigkeit in  $t=1$  und des damit verbundenen Kontrollwechsels nicht realisieren kann.

## Literaturverzeichnis

Aghion, Philipp/Bolton, Patrick (1992): "An incomplete contracts approach to financial contracting", *Review of Economic Studies*, Vol. 59, S. 473-494.

Albach, Horst (Hrsg., 1989): *Zur Theorie der Unternehmung, Schriften und Reden von Erich Gutenberg (Aus dem Nachlaß)*, Springer-Verlag, Berlin/Heidelberg/New York.

Allen, Franklin/Gale, Douglas (1995): "A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the U.S.", *European Economic Review*, Vol. 39, S. 179-209.

Allen, Franklin/Gale, Douglas (1997): "Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, S. 523-546.

Allen, Franklin/Gale, Douglas (1997): *Comparative Financial Systems: Competition versus Insurance*, Mimeo.

Berger, Allen N./Udell, Gregory F. (1995): „Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance“, *Journal of Business*, Vol. 68, No. 3, S. 351-381.

Berger, Philip/Ofek, Eli (1995): „Diversifikation's effect on firm value“, *Journal of Financial Economics*, Vol 37, S. 39-65.

Berlin, Mitchell (1996): „For Better and For Worse: Three Lending Relationships“, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, Nov./Dec. 1996, S. 3-12.

Berlin, Mitchell/Mester, Loretta J. (1997): „Why is the Banking Sector shrinking? Core deposits and relationship lending“, Working Paper No. 96-18/R, The Wharton School, University of Pennsylvania, April 1997.

Bhattacharya, Supdito/Thakor, Anjan V. (1993): „Contemporary Banking Theory“, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3, S. 2-50.

Boot, Arnoud W. A./Thakor, Anjan V. (1997): "Financial system architecture", *Review of Financial Studies*, Vol. 10, S. 693-733.

Brennan, Michael J. (1995): "Corporate finance over the past 25 years", *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Summer 1995, S. 9-22.

Breuer, Wolfgang (1994): „Finanzintermediation und Wiederverhandlungen“, in: *Kredit und Kapital*, S. 291-309.

Dennis, David J./Dennis, Diane K./Sarin, Atulya (1997): „Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification“, *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 135-160.

Dewatripont, Mathias/Maskin, Eric (1995): "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies", *Review of Economic Studies*, Vol. 62, S. 541-55.

Diamond, Douglas (1984): "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, S. 393-414.

Diamond, Douglas (1991): "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 99, S. 689-721.

Dickhut, Stefanie/Hartmann-Wendels, Thomas (1997): „Die Delegation von Kontrollaufgaben an den Aufsichtsrat“, Working Paper, RWTH Aachen.

Domanski, Dietrich (1997): "Disintermediationstendenzen im deutschen Finanzsystem und ihre Auswirkungen auf die Rolle der Kreditinstitute - Eine Bewertung aus geldpolitischer Sicht -", in: Gahlen, Bernhard/Hesse, Helmut/Ramser, Hans Jürgen (Hrsg.): *Finanzmärkte*, Tübingen, Mohr Siebeck, S. 271-290.

Drukarczyk, Jochen (1993): *Theorie und Politik der Finanzierung*, 2. Aufl., München.

Edwards, J.S.S/Mishkin, F.S. (1995): „The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy“, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 1, No. 2, Juli, S. 27-45.

Elsas, Ralf/Krahen, Jan Pieter (1998): „Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany“, Working Paper, Institut für Kapitalmarktforschung/ Center for Financial Studies, Frankfurt a.M..

Elsas, Ralf/Henke, Sabine/Machauer, Achim/Rott, Roland/Schenk, Gerald (1998): „Empirical Analysis of Credit Relationships in Small Firms Financing: Sampling Design and Descriptive Statistics“, Working Paper, Institut für Kapitalmarktforschung/ Center for Financial Studies, Frankfurt a.M..

Ewert, Ralf/Ernst, Christian (1997): „Strategic Management Accounting, Coordination and long-term Cost Structure“, Working Paper, July 1997, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a.M..

Ewert, Ralf/Wagenhofer, Alfred (1997): *Interne Unternehmensrechnung*, Berlin usw.: Springer Verlag.



- Fama, Eugene (1991): "Efficient capital markets II", *Journal of Finance*, Vol. 46, S. 1575-1617.
- Franke, Günter (1993): "Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Finanzmarkt-theorie", in: *WiSt*, Heft 8, S. 389-398.
- Gorton, Gary/Schmid, Frank A. (1996): "Universal banking and the performance of German firms", National Bureau of Economic Research Working Paper 5453, Cambridge (MA).
- Grossmann, Sanford/Hart, Oliver (1988): "One share-one vote and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, S. 175-202.
- Grossmann, Sanford/Hart, Oliver/Moore, John (1988): "Incomplete contracts and renegotiation," *Econometria*, Vol. 56, S. 755-785.
- Grossmann, Sanford/Stiglitz, Joseph (1980): "On the impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review*, Vol. 70, S. 393-408.
- Gutenberg, Erich (1927): "Die Kreditquellen in der Finanzierung", in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 9, S. 683-692.
- Gutenberg, Erich (1929): "Die Unternehmung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Theorie", *Betriebs- und Finanzwissenschaftliche Forschung*, II. Serie, Heft 40, Berlin-Wien, Spaeth&Linde, S. 53-63.
- Gutenberg, Erich (1937/38): "Finanzierung und Sanierung", in: Nicklisch H. (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 2. Auflage, Stuttgart, C.E. Poeschel Verlag, S. 1739-1786.
- Gutenberg, Erich (1957): "Betriebswirtschaftslehre als Wissenschaft", Akademische Festrede, gehalten bei der Universitätsgründungsfeier am 22. Mai 1957, auszugsweise abgedruckt in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 27, S. 606-612.
- Gutenberg, Erich (1959): *Untersuchungen über die Investitionsentscheidungen industrieller Unternehmen*, Westdeutscher Verlag, Köln, S. 216-225.
- Gutenberg, Erich (1960): "Die gegenwärtige Situation der Betriebswirtschaftslehre", in: *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Beiträge*, Vol. 12, S. 118-129.
- Gutenberg, Erich (1961): "Die Investitionspolitik industrieller Unternehmungen", in: *Management International*, Vol. 1, S. 31-42.

Gutenberg, Erich (1980): Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band: Die Finanzen, 8. ergänzte Auflage (Enzyklopädie der Rechts- und Staatswissenschaft, Abteilung Staatswissenschaft), Berlin/Heidelberg/New York (Springer).

Hart, Oliver (1980): "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation," *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, S. 42-64.

Hart, Oliver (1995): *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon Press, Oxford.

Haugen, Robert A. (1996): "Finance from a new perspective", in: *Financial Management*, Vol. 25, No. 1, Spring 1996, S. 86-97.

Hax, Herbert (1982): "Finanzierungs- und Investitionstheorie", in: Koch, Helmut (Hrsg.): *Neuere Entwicklungen in der Unternehmenstheorie, Erich Gutenberg zum 85. Geburtstag*, Wiesbaden, Gabler, S. 49-68.

Hellwig, Martin (1989): „Asymmetrical Information, financial markets and financial institutions: Where are we currently going?“, *European Economic Review*, Vol. 33, S. 277.

Hellwig, Martin (1991): "Banking, financial intermediation and corporate finance", in: Giovannini, Alberto/Mayer, Colin (Hrsg.): *European Financial Integration*, Cambridge, New York, and Melbourne, Cambridge University Press, S. 35-63.

Hellwig, Martin (1997): „Unternehmensfinanzierung, Unternehmenskontrolle und Ressourcenallokation: Was leistet das Finanzsystem?“, in: Gahlen, Bernhard/Hesse, Helmut/Ramser, Hans Jürgen (Hrsg.): *Finanzmärkte*, Tübingen, Mohr Siebeck.

Hellwig, Martin/Staub, Markus (1996): "Capital requirement for market risks based on inhouse models - aspects of quality assessment", in: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 132 (4/2), 755-776.

Holmström, Bengt R./Tirole, Jean (1996): „Private and public supply of liquidity“, Working Paper No. 5817, National Bureau of Economic Research, November 1996.

Jensen, Michael (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, S. 323-29.

Jensen, Michael (1989): "The eclipse of the public corporation," *Harvard Business Review*, Vol. 67, S. 60-70.

- Jensen, Michael C. (1991): „Corporate control and the politics of finance“, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, S. 13-33.
- Jensen, Michael C. (1993): „The modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control system“, *Journal of Finance*, Vol. 48, S. 831-880.
- Jensen, Michal C./Ruback, R.S. (1983): „The market for corporate control: The scientific evidence“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 5-50.
- Krahn, Jan Pieter (1987): Incentive effects of terminations: A comment on Stiglitz and Weiss, mimeo.
- Krahn, Jan Pieter (1991): *Sunk costs und Unternehmensfinanzierung*, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Krahn, Jan Pieter (1993): "Investitionsmodelle, integrierte", in: Wittmann/ Waldemar (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel, S. 1952-1964.
- Krahn, Jan Pieter (1993a): „Finanzwirtschaftslehre zwischen Markt und Institution“, *Die Betriebswirtschaft*, Vol. 53, No. 6, S. 793-805.
- Krahn, Jan Pieter (1994): „Überlegungen zu einer Theorie der Innenfinanzierung“, in: Gerke, Wolfgang (Hrsg.): *Planwirtschaft am Ende - Marktwirtschaft in der Krise?*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- Krahn, Jan Pieter/Weber, Martin (1997): „Marketmaking in the laboratory: Does competition matter?“, *Finance Working Paper Series*, No. 4/97, Universität Frankfurt.
- Kürsten, Wolfgang (1997): „Zur Anreizinkompatibilität von Kreditsicherheiten, oder: Insuffizienz des Stieglitz/Weiss-Modells der Agency-Theorie“, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Vol. 49, S. 819-857.
- Laux, Christian (1996): *Kapitalstruktur und Verhaltenssteuerung: Finanzierungsverträge als Bindungs- und Anreizinstrumente*, Wiesbaden, Gabler.
- Mayer, Colin (1988): "New issues in corporate finance," *European Economic Review*, Vol. 32, S. 1167-1188.
- Miller, Geoffrey P. (1997): „On the Obsolescence of Commercial Banking“, Discussion Paper, NY University Law School.
- Myers, Stewart (1977): "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, S. 147-175.

Myers, S. C./ Majluf, N. S. (1984): „Corporate finance and investment decisions when firms have information that investors do not have“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, June 1984, S. 187-222.

Petersen, Mitchell/Rajan, Raghuram (1994): "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data," *Journal of Finance*, Vol. 49, S. 3-37.

Rajan, Raghuram (1992): "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt," *Journal of Finance*, Vol. 47, S. 1367-1400.

Rajan, Raghuram (1996): „Why Banks Have A Future: An Economic Rationale“, *Banca d'Italia Temi di discussione del Servizio Studi*, No. 280, October 1996.

Ross, Stephen A. (1995): „Uses, Abuses, and Alternatives to the Net-Present-Value Rule“, *Financial Management*, Vol. 24, No. 3, S. 96-102.

Schauenberg, Bernd (1995): „Unternehmerfunktionen, Marktprozesse und Spieltheorie“, in: Elschen, Rainer/Siegel, Theodor/Wagner, Franz W. (Hrsg.): *Unternehmenstheorie und Besteuerung*, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 515-548.

Schauenberg, Bernd/Schmidt, Reinhard H. (1983): „Vorarbeiten zu einer Theorie der Unternehmung“, in: Kappler, E. (Hrsg.): *Rekonstruktion der Betriebswirtschaftslehre als ökonomische Theorie*, Spardorf, S. 247-276.

Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1997): „A survey of corporate governance“, *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 737-783.

Schmid, F.A. (1997): „Eigentümerstruktur, Agency-Kosten und Unternehmenserfolg: Empirische Evidenz für österreichische Genossenschaftsbanken“, Working Paper, The Wharton School, University of Philadelphia.

Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald (1997): „Shareholder Value zwischen Ökonomie und Recht“, in: *Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie*, Freundesgabe für Friedrich Kübler zum 65. Geburtstag, S. 514-555.

Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcell (1997): „Financial Systems, corporate finance and corporate governance“, *European Financial Management*, Vol. 3, S. 333-361.

Schmidt, Reinhard H. (1981): „Grundformen der Finanzierung: Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie“, *Kredit und Kapital*, Vol. 14, S. 186-221.

Schmidt, Reinhard H. (1997): "Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung" Vortrag anlässlich 100. Geburtstages von Erich Gutenberg am 12.u. 13.12.1997 in Köln.

Shanken, Jay/Smith, Clifford W. (1996): "Implications of capital markets research for corporate finance", in: Financial Management, Vol. 25, No. 1, Spring 1996, S. 98-104.

Sharpe, Steven A. (1990): „Asymmetric Information, bank lending and implicit contracts: A stylized model of customer relationship“, Journal of Finance, Vol. 45, S. 1069-1087.

Spulber, Daniel F. (1996): „Market microstructure and intermediation“, Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, No. 3, Summer 1996, S. 135-152.

Stiglitz, Joseph E. (1972): „Some aspects of the pure theory of corporate finance: bankruptcies and take-overs“, Bell Journal of Economics, Fall 1972, Vol. 3, No. 2, S. 458-482.

Stiglitz, Joseph/Weiss, Andrew (1983): "Incentive effects of terminations: Applications to the credit and labor markets", American Economic Review, Vol. 73, S. 912-27.

Summers, L. (1986): "Does the stock market rationally reflect values?", Journal of Finance, Vol. 41, S 591-601.

Sutton, J. (1990): „Explaining everything, explaining nothing? Game theoretic models in industrial economics“, European Economic Review, Vol. 34, S. 505-512.

Taggart, Robert (1985): "Secular patterns in the financing of U.S. corporations", in: Friedman, Benjamin (Hrsg.): Corporate Capital Structure in the United States, Chicago, University of Chicago Press.

von Thadden, E.L. (1995): „Long term contracts, short-term investments, and monitoring“, Review of Economic Studies, Vol. 62, S. 557-575.

Wagner, Franz W. (1987): „Ausschüttungszwang und Kapitalentzugsrechte als Instrumente marktgeleiteter Unternehmenskontrolle?“, in: Schneider, Dieter (Hrsg.): Kapitalmarkt und Finanzierung, Berlin, S. 409-425.

Wagner, Franz W. (1997): „Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse“, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, S. 473-498

Weingartner, H.M. (1977): „Capital rationing: n authors in search of a plot“, *Journal of Finance*, S. 1403-1431.

Wenger, Ekkehard (1989): „Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie“, in: Kirsch, W/Picot, A. (Hrsg.): *Die Betriebswirtschaftslehre im Spannungsfeld zwischen Generalisierung und Spezialisierung*, Wiesbaden, S. 155-181.

Wenger, Ekkehard (1996): „Institutionelle Defizite am deutschen Kapitalmarkt“, mimeo, Universität Würzburg.

Worms, Andreas (1997): "Bankkredite an Unternehmen und ihre Rolle in der geldpolitischen Transmission in Deutschland", *Wirtschaftswissenschaftliche Dissertation*, Universität Frankfurt am Main.

Yosha, Oved (1995): "Information disclosure costs and the choice of financing source", *Journal of Financial Intermediation* 4, S. 3-20.

Zingales, Luigi (1994): „The value of the voting right: A study of the milan stock exchange“, *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, S. 125-148.

Zingales, Luigi (1997): „Corporate Governance“, erscheint in: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.

## Working Paper Series: Finance

- No. 1: **Jan P. Krahen/Christian Rieck/Erik Theissen**, Insider Trading and Portfolio Structure in Experimental Asset Markets with a Long Lived Asset, July 1997
- No. 2: **Ralf Ewert/Christian Ernst**, Strategic Management Accounting, Coordination and long-term Cost Structure, July 1997
- No. 3: **Reinhard H. Schmidt**, Corporate Governance: The Role of Other Constituencies, July 1997; (erschienen in: Pezard, Alice;Thiveaud, Jean-Marie (Hrsg.): Corporate Governance, Paris, 1997, S. 61-74)
- No. 4: **Jan Pieter Krahen/Martin Weber**, Marketmaking in the Laboratory: Does Competition Matter?, September 1997
- No. 5: **Erik Theissen/Mario Greifzu**, Performance deutscher Rentenfonds, September 1997
- No. 6: **Reinhard H. Schmidt/C.-P. Zeitinger**, Critical Issues in Microbusiness Finance and the Role of Donors, October 1997
- No. 7: **Robert M. Gillenkirch**, Anreizwirkungen und Bewertung von Erfolgsbeteiligungen im Portefeuillemanagement, November 1997
- No. 8: **Martin Nell**, Garantien als Signale für die Produktqualität?, November 1997
- No. 9: **Stefan Heiden/Günther Gebhardt/Irmelin Burkhardt**, Einflußfaktoren für Kursreaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen deutscher Aktiengesellschaften, December 1997
- No. 10: **Reinhard H. Schmidt/Andreas Hackethal/Marcel Tyrell**, Disintermedeation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, January 1998
- No. 11: **Andreas R. Hackethal/Marcel Tyrell**, Komplementarität als Merkmal von Finanzsystemen - eine modelltheoretische Analyse - , January 1998
- No. 12: **Adalbert Winkler**, Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance, February 1998
- No. 13: **Reinhard H. Schmidt**, Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung, February 1998
- No. 14: **Erik Theissen**, Liquiditätsmessung auf experimentellen Aktienmärkten, April 1998