ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Franke, Günter

Working Paper

Kritik an der Kritik der Publikumsgesellschaft

Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 326

Provided in Cooperation with:
Department of Economics, University of Konstanz

Suggested Citation: Franke, Günter (1996) : Kritik an der Kritik der Publikumsgesellschaft, Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 326, Universität Konstanz, Sonderforschungsbereich 178 - Internationalisierung der Wirtschaft, Konstanz

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/101784

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Sonderforschungsbereich 178
„Internationalisierung der Wirtschaft"

Diskussionsbeiträge

Universität Konstanz

Juristische Fakultät

Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Statistik

Günter Franke

Kritik an der Kritik der Publikumsgesellschaft

W 113 (326)

24. FEB. 1997 Weltwirtschaft Kiel

W 113 (326)

Postfach 55 60
D-78434 Konstanz

Serie II — Nr. 326
Dezember 1996

Kritik an der Kritik der Publikumsgesellschaft*

Günter Franke

Serie II - Nr. 326

734148

Dezember 1996

* *Vortrag auf dem Wirtschaftswissenschaftlichen Seminar in Ottobeuren 1996*

Abstract

Die Publikumsgesellschaft wird häufig als eine ineffiziente Unternehmensform kritisiert. Da die Kleinaktionäre das Management nicht überwachen, nutzt das Management seinen Spielraum zu Lasten der Aktionäre. Dieser Sichtweise wird hier die Versicherungsperspektive gegenübergestellt. Aktionäre wie Versicherer halten gut gestreute Portefeuilles und üben nur eine geringe Kontrolle aus, ohne deswegen auf eine attraktive Rendite zu verzichten. Die eher schwache indirekte Kontrolle des Managements einer Publikumsgesellschaft wird von Informations- und Finanzintermediären ausgeübt. Die Kombination aus dieser schwachen Kontrolle und der Risikostreuung macht den Kauf der Aktien von Publikumsgesellschaften attraktiv. Dies zeigt auch das Equity Premium Puzzle.

1 Einleitung

Im Zentrum der Diskussion um die Unternehmenskontrolle stehen seit jeher Publikumsgesellschaften, also Aktiengesellschaften mit einem weit gestreuten Kreis von Aktionären, deren individuelle Beteiligungsquoten sehr gering sind. Für den einzelnen Aktionär lohnt es sich nicht, die Gesellschaft zu kontrollieren, da er den gesamten Kontrollaufwand tragen müßte, jedoch an den Kontrollerträgen nur gemäß seiner niedrigen Beteiligungsquote partizipieren würde. Folglich, so die Kritiker der Publikumsgesellschaft, können die Manager dieser Gesellschaften weitgehend ihren eigenen Interessen nachgehen und dabei die Aktionäre übervorteilen[1]. Im Gegensatz dazu wird die eigentümergeleitete Unternehmung als überlegen angesehen, weil Haftung und Verfügung im wesentlichen bei den Eigentümern konzentriert sind und externe Effekte damit weitgehend vermieden werden. Diese Sichtweise liegt dem klassischen Werk von Berle und Means [1932] ebenso zugrunde wie der differenzierten Argumentation von Williamson [1975] oder der Forderung von Rappaport [1986], die Manager sollten den Shareholder-Value maximieren. Die Divergenz von Haftung und Verfügung ist auch zentrales Thema der Agency Theorie, die nach zweitbesten Lösungen sucht, um die aus der Divergenz resultierenden Wohlfahrtsverluste zu minimieren.

Zweck dieses Beitrags ist es, dieser Sichtweise eine andere gegenüberzustellen, die zu deutlich verschiedenen Implikationen führt. Ausgangspunkt der hier vertretenen Sichtweise ist der Schumpetersche Unternehmer (Entrepreneur), der Investitionsprojekte mit positivem Marktwert ausfindig macht, jedoch nicht über die zur Durchführung notwendigen finanziellen Mittel verfügt. Bei der Realisierung der Projekte ist er auf die Kooperation verschiedener Gruppen von Stakeholdern angewiesen, so der Arbeitnehmer, der Kunden, der Lieferanten, der Fremd- und der Eigenkapitalgeber. Sieht man vorerst von den Eigenkapitalgebern ab, deren Rolle im Zentrum dieses Beitrags steht, so bestehen alle anderen Gruppen auf *stabilen* Beziehungen zum Unternehmen, d. h. auf Beziehungen, die nicht durch finanzielle Schwierigkeiten des Unternehmens gestört werden. Insbesondere erwarten die Arbeitnehmer, Lieferanten und Fremdkapitalgeber eine reibungslose Bezahlung ihrer Forderungen; die Kunden erwarten eine gleichbleibende Qualität von Produkten und Serviceleistungen, die nicht durch finanzielle Probleme gefährdet wird.

---

[1] Ähnliche Probleme können bei GmbH & Co KGs auftreten, deren Kreis von Kommanditisten weit gestreut ist; Manager sind meist die GmbH-Gesellschafter. In Deutschland gab es verschiedene Beispiele solcher steuerbegünstigter Unternehmen, die von ihren Managern mit der Folge des Konkurses ausgebeutet wurden.

Nun sind die Unternehmensaktivitäten erheblichen Erfolgsrisiken unterworfen. Da der Unternehmer mangels eigenen Kapitals diese Risiken nicht tragen kann und eventuell auch nicht tragen will, sucht er andere, die diese Risiken versichern und sie damit dem Unternehmer und den anderen Stakeholdern abnehmen, die auf stabilen Beziehungen zum Unternehmen bestehen. Soweit es sich hierbei um Risiken handelt, deren Realisierung dem Einfluß des Unternehmers weitgehend entzogen ist, kann er diese Risiken bei normalen Versicherungsgesellschaften versichern (z. B. Katastrophenrisiken) oder über Finanzkontrakte hedgen (z. B. Rohstoffpreisrisiken über Terminkontrakte). Die übrigen Risiken, deren Realisierung in erheblichem Maß von Entscheidungen des Unternehmers abhängt, werden von normalen Versicherern nicht abgedeckt; der Unternehmer kann sie jedoch durch spezielle Versicherer, nämlich die Gesellschafter, versichern lassen.

Die Gesellschafter verschaffen dem Unternehmer über ihre Einlagen einen Versicherungsschutz, der infolge der Haftungsbeschränkung auf die Höhe der Einlagen limitiert ist. Die später an die Gesellschafter fließenden Gewinnausschüttungen stellen die stochastischen Versicherungsprämien dar. Gelingt es dem Unternehmer nicht, die für Ausschüttungen erforderlichen Gewinne zu erwirtschaften, werden die Gesellschafter später kaum bereit sein, über weitere Einlagen neuen Versicherungsschutz zu gewähren. Werden die bisherigen Einlagen durch Verluste aufgezehrt, dann kommt es zur Insolvenz. Wenn jedoch der Unternehmer erfolgreich arbeitet und hohe Versicherungsprämien zahlt, werden die Gesellschafter in Zukunft bereit sein, bei Bedarf neuen Versicherungsschutz zu gewähren.

Infolge unvollkommener Information unterliegen die Gesellschafter dem Risiko, daß sie vergangene und zukünftige Unternehmenserfolge falsch einschätzen und daher zu viel oder zu wenig Versicherungsschutz gewähren. Dies trifft besonders auf die Gesellschafter einer Publikumsgesellschaft zu, da ihnen vergleichsweise wenig Information zufließt. Nun halten die Gesellschafter von Publikumsgesellschaften im allgemeinen jedoch ein gut gestreutes Portefeuille von Aktien. Ähnlich einer Versicherung sind sie daher von idiosynkratischen Risiken einer Gesellschaft nur marginal betroffen. Zu den idiosynkratrischen Risiken eines Unternehmens zählen nicht nur die bei "effizientem" Management unvermeidlichen Erfolgsrisiken, sondern auch die aus Agency-Verhalten des Unternehmers resultierenden. Obgleich die Gesellschafter risikoscheu sind, treffen die aus Agency-Verhalten resultierenden Risiken sie infolge der Diversifikation ihres Portefeuilles nicht, sofern diese Risiken über die Unternehmen hinweg unkorreliert sind. Lediglich der entsprechend ihrem Portefeuille gewogene durchschnittliche

Erwartungswert der agency-bedingten Erfolgsminderungen trifft die Aktionäre.Diesen können sie vorhersagen, sofern er über die Zeit stabil ist. Unter dieser Voraussetzung antizipieren die Aktionäre bei der Bereitstellung von Versicherungsschutz die erwarteten agency-bedingten Dividendenminderungen, indem sie entsprechend weniger Einlagen geben und auf entsprechend höheren Dividenden bestehen. Im Ergebnis treffen die erwarteten agency-bedingten Erfolgsminderungen die Aktionäre nicht.

Voraussetzung hierfür ist, daß der durchschnittliche Erwartungswert der agency-bedingten Dividendenminderungen genügend stabil ist, um verläßlich antizipierbar zu sein. Dafür sind verschiedene Mechanismen vorstellbar.

(1) Bei der Emission von Eigenkapital wird im Emissionsvertrag das Verhalten des Unternehmers durch verschiedene Klauseln so eingeschränkt, daß nur noch ein geringer Spielraum für Agency Verhalten verbleibt. Neben den Emissionsvertrag kann der mit dem Unternehmen geschlossene Arbeitsvertrag treten. Hierdurch kann zwar der Bezug von Nebenleistungen seitens des Unternehmers wirksam eingeschränkt werden, nicht jedoch diverse Spielarten des Unternehmerverhaltens, die Agency Kosten verursachen. Hierzu gehören mangelnder Arbeitseinsatz ebenso wie eine Investitions- und Finanzierungspolitik, die die Interessen der Eigenkapitalgeber zugunsten anderer Stakeholder vernachlässigt. Derartiges Verhalten entzieht sich vertraglichen Regelungen weitgehend, so daß eine langfristige Bindung des Unternehmerverhaltens über Emissions- oder Arbeitsverträge nur wenig Erfolg verspricht.

(2) Neben die ex ante-Bindung des Unternehmerverhaltens tritt daher die ex post-Kontrolle. Eine direkte Kontrolle kann von Großgesellschaftern ausgeübt werden, die Zugang zum Unternehmer haben und diesen bei Fehlverhalten oder Meinungsverschiedenheiten disziplinieren können. Die Disziplinierungsinstrumente reichen von Anweisungen bis hin zur Entlassung.

(3) Bei Publikumsgesellschaften kommt eine direkte Kontrolle ex definitione nicht in Betracht. Die Machtlosigkeit der Kleinaktionäre wird jedoch zu einem erheblichen Teil durch die Aktivitäten von Intermediären wettgemacht. Zu diesen Intermediären, die zwischen Kleinaktionäre und Unternehmen treten, zählen die Informationsintermediäre und die Finanzintermediäre. Zu den Informationsmediären zählen die Wirtschaftsprüfer und Finanzanalysten, die vom Unternehmen bereitgestellte Informationen prüfen sowie weitere Informationen beschaffen und auswerten. Hierdurch wird die Transparenz über Stärken und Schwächen des Unternehmens verbessert. Zu den Finanzintermediären gehören die Banken und Kapitalanlagegesellschaften,

die den Anlegern Empfehlungen zum Kauf und Verkauf von Wertpapieren geben bzw. für die Anleger die Anlageentscheidungen treffen. Damit werden insbesondere die Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung des Unternehmens einer *indirekten* Kontrolle unterworfen.

Diese indirekte Kontrolle hat deutliche Schwächen, sie kann im Einzelfall durchaus versagen. Entscheidend ist die *Kombination* von indirekter Kontrolle und Risikostreuung, die den Aktionären im Durchschnitt eine attraktive Risikoprämie sichert.

Diese Kombination weist deutliche Analogien zum klassischen Versicherungsgeschäft auf. Eine Versicherungsgesellschaft wendet im allgemeinen wenig Mühe auf, um die Qualität der Schadensprophylaxe ihrer Versicherungsnehmer zu kontrollieren. Sie beschränkt sich häufig darauf, das Verhalten der Versicherungsnehmer nach Schadenseintritt zu überprüfen, um Mitverschulden und Versicherungsbetrug aufzudecken. Die Versicherungsgesellschaft übt also nur eine lockere Kontrolle aus. Gepaart mit weitreichender Risikostreuung stellt diese lockere Kontrolle jedoch kein gravierendes Problem dar. Die Versicherungsgesellschaft antizipiert die Verhaltensrisiken ihrer Versicherungsnehmer und legt dementsprechend ihre Versicherungsprämien fest; folglich treffen die Verhaltensrisiken die Versicherungsnehmer, nicht aber die Versicherungsgesellschaft.

Die Versicherungsbeziehung zwischen Aktionär und Unternehmen beruht auf einem atypischen Versicherungsvertrag. Beim typischen Versicherungsvertrag zahlt der Versicherungsnehmer zunächst eine deterministische Prämie und erwirbt dafür einen Anspruch auf stochastische Versicherungsleistungen. Demgegenüber erhält das Unternehmen als Versicherungsnehmer zunächst eine deterministische Versicherungsleistung in Form von Einlagen und zahlt dafür später stochastische Prämien in Form von Dividenden. In beiden Fällen übernimmt der Versicherer bestimmte Risiken.

Wenn es den Aktionären durch Risikostreuung und indirekte Kontrolle gelingt, sich gegen externe Effekte von Agency-Verhalten zu schützen, geht die übliche Argumentation fehl, wonach die Aktionäre von Publikumsgesellschaften übervorteilt werden. Es fragt sich daher, wer die externen Effekte von Agency-Verhalten trägt. Einerseits wird der Unternehmer selbst einen Teil dieser Effekte tragen, indem weniger Versicherungsschutz bereitgestellt wird. Dies schränkt den Entscheidungsspielraum des Unternehmers ein und reduziert die Sicherheit seines Arbeitsplatzes; ebenso trifft es die Mitarbeiter des Unternehmens über eine höhere Gefährdung ihrer Arbeitsplätze. Agency-bedingte Schwächen im Management des Unternehmens können so

zum Verlust von Arbeitsplätzen und damit zur Vernichtung von Humankapital führen. Andererseits kann überraschend ausgeprägtes Agency-Verhalten eines Unternehmers auch die Möglichkeiten anderer Unternehmer, Versicherungsschutz zu erlangen, beeinträchtigen. Agency-Verhalten kann schließlich auch eine breitere Öffentlichkeit durch verpaßte Wachstumschancen treffen.

Dies hat Konsequenzen für die Unternehmenskontrolle: Gemäß der Wohlfahrtstheorie sollten diejenigen in die Unternehmenskontrolle eingebunden werden, die externe Effekte des Unternehmerverhaltens tragen müssen. Nach der hier vorgestellten Versicherungsperspektive sind dies nicht die Aktionäre, sondern vor allem Arbeitnehmer, andere Unternehmer und eine weitere Öffentlichkeit. Es ist daher zu prüfen, ob diese Gruppen in die Unternehmenskontrolle eingebunden werden sollten. Damit werden Fragen angesprochen, die die Gestaltung des Unternehmensrechts und die Organisation der Unternehmenskontrolle betreffen. Diese Fragen werden allerdings in diesem Beitrag nur angerissen.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut. Im zweiten Abschnitt wird kurz die traditionelle Sichtweise erläutert, um damit den Kontrapunkt für die folgende Analyse der Versicherungssichtweise zu schaffen. Im dritten Abschnitt wird ein einfaches Modell vorgestellt, das die Interaktion zwischen Unternehmer und Gesellschaftern verdeutlicht. Im vierten Abschnitt wird die enge Analogie zum Versicherungskonzept erläutert. Die sich daraus für das Unternehmensrecht und die Organisation der Unternehmenskontrolle ergebenden Fragen werden im fünften Abschnitt angesprochen. Im sechsten Abschnitt werden einige Schlußfolgerungen gezogen und die offenen Fragen zusammengefaßt.

2 Die traditionelle Sichtweise

Die traditionelle Sichtweise kann vereinfachend wie folgt skizziert werden. Die Gesellschafter stellen dem Unternehmer Eigenkapital zur Verfügung. Der Unternehmer entwickelt Ideen für erfolgreiche Unternehmensstrategien und setzt diese auch in die Praxis um. Der Begriff "Unternehmer" steht für die Entscheidungsgremien des Unternehmens, also im wesentlichen für den Vorstand im Fall einer Aktiengesellschaft. Da die Gesellschafter schlechter über die Unternehmensprojekte informiert sind als der Unternehmer, eröffnet sich dem Unternehmer ein

Spielraum für adverse Selektion, der dazu führt, daß nicht alle lohnenden Projekte, jedoch auch einige nicht lohnende Projekte durchgeführt werden. Nachdem die Gesellschafter dem Unternehmer Eigenkapital zur Verfügung gestellt haben, trifft der Unternehmer Entscheidungen in seinem Interesse; es kommt infolge unvollständiger Verträge zwischen Unternehmer und Gesellschaftern und partieller Unbeobachtbarkeit des Unternehmerverhaltens zu postkontraktuellem opportunistischen Verhalten des Unternehmers. Die Konsequenzen dieses Verhaltens treffen zu einem erheblichen Teil die Gesellschafter, sie werden Opfer des opportunistischen Verhaltens. Um die daraus resultierende Wohlfahrtsverminderung einzuschränken, sollte die Divergenz von Haftung und Verfügung durch eine intensivere Mitwirkung der Gesellschafter bei Unternehmensentscheidungen eingeschränkt werden. Diese Mitwirkung kann direkt über die Unternehmenskontrolle oder indirekt über Anreizmechanismen erreicht werden (Jensen [1985], [1989]).

Bei Unternehmen mit Großgesellschaftern, also Gesellschaftern mit erheblicher Beteiligungsquote, können diese aufgrund ihrer Einwirkungsrechte ihren Interessen Geltung verschaffen. Außerdem lohnt es sich für Großgesellschafter, die für die Beschaffung von Informationen und die Nutzung von Einwirkungsrechten erforderlichen Kosten aufzubringen, da ihnen infolge ihrer hohen Beteiligungsquote ein erheblicher Anteil der Erträge zufällt. Für Großgesellschafter lohnt es sich daher, sich durch eigene Kontrollaktivitäten vor opportunistischem Unternehmerverhalten zu schützen.

Dies ist anders bei der Publikumsgesellschaft. Einerseits billigt das (deutsche) Aktiengesetz den Aktionären nur wenig Informations- und Einwirkungsrechte zu, andererseits lohnt es sich für den Kleinaktionär in Anbetracht seiner geringen Beteiligungsquote nicht, die Kosten für eine erfolgreiche Einwirkung aufzubringen. Dementsprechend nutzt der Unternehmer seinen Spielraum für opportunistisches Verhalten. Dieser wird zwar durch den Wettbewerb auf den Gütermärkten und auf dem Arbeitsmarkt eingeschränkt, auch mögen Kreditgeber und potentielle Übernehmer die Freiheit des Unternehmers einschränken, dennoch nutzt der Unternehmer seinen Entscheidungsspielraum in seinem Interesse zu Lasten vor allem der Gesellschafter. Daran ändern auch die Leistungsanreize in Form einer Erfolgsbeteiligung des Unternehmers nur wenig, sie werden als zu schwach beurteilt. Daher ist nach neuen Formen der Unternehmenskontrolle zu suchen, die den Interessen der Gesellschafter, also dem Shareholder-Value, mehr Geltung verschaffen. Im Zentrum der traditionellen Sichtweise steht daher die Frage, wie dies erreicht werden kann.

Charakteristisch sind außerdem zwei Merkmale. (1) Im allgemeinen wird das postkontraktuelle Verhalten des Unternehmers untersucht (siehe z. B. Jensen/Meckling [1976]), wobei den Gesellschaftern eine passive Rolle zugeordnet wird. Dadurch geraten sie in die Rolle der Opfer. Auch die Agency-Theorie kann leicht in dieser Hinsicht mißverstanden werden: Der Prinzipal kann die Aktionen des Agenten nicht beobachten, muß ihm aber dennoch eine Mindestkompensation bieten, um ihn kooperationswillig zu machen. Der Wohlfahrtsverlust infolge des Übergangs von einer erstbesten zu einer zweitbesten Lösung scheint daher zu Lasten des Prinzipals zu gehen. (2) In der traditionellen Sichtweise wird *ein* Unternehmen mit mehreren Gesellschaftern betrachtet. Wenn ein Gesellschafter einen erheblichen Teil seines Vermögens im betrachteten Unternehmen investiert hat, dann ist er durch postkontraktuelles Verhalten des Unternehmers stark betroffen. In der Tat existieren in diesem Szenario deutliche externe Effekte des Unternehmerverhaltens, die ein Schutzbedürfnis des Gesellschafters begründen.

Die Versicherungssichtweise unterscheidet sich in beiden Punkten von der traditionellen Sichtweise. (1) Jeder Aktionär versichert gleichzeitig zahlreiche Unternehmen, indem er ein gut gestreutes Portefeuille von Aktien hält. Dadurch ergeben sich andere Schlußfolgerungen als bei der traditionellen Sichtweise. (2) Zwar verhalten sich die Kleinaktionäre vorwiegend passiv, jedoch sorgen Informations- und Finanzintermediäre für eine indirekte Kontrolle, die ihre Schwächen aufweist. Die Kombination von schwacher indirekter Kontrolle und Risikostreuung ermöglicht den Aktionären, den Versicherungsschutz im Durchschnitt der Unternehmen so zu dimensionieren, daß sie eine attraktive Risikoprämie erzielen. Entscheidend für diese Rolle ist die Mitwirkung anderer Akteure, die ein eigenes Interesse daran haben, daß dieser Markt für Beteiligungsfinanzierung langfristig funktioniert. Diese Akteure beeinflussen stellvertretend für die Aktionäre die Dividenden- und Einlagenpolitik der Publikumsgesellschaften so, daß die Aktionäre im Durchschnitt nicht ausgebeutet werden. Aktivitäten der Aktionäre, die so hohe Kosten verursachen, daß sie sich für den einzelnen nicht lohnen, sind daher nicht erforderlich.

Die traditionelle Sichtweise ist nicht mit der Agency-Theorie zu verwechseln. Letztere kann mit beliebigen Prämissen entwickelt werden. So kann die optimale Kontrollintensität in Abhängigkeit von der Beteiligungsquote des Prinzipals ermittelt werden. Optimale Anreizsysteme können analysiert werden, ausgehend von Risikoscheu oder Risikoneutralität des Prinzipals. Da in der Versicherungsperspektive Agency-Risiken durch Diversifikation verschwinden, kann es auch keine Prämien für Agency-Risiken geben.

Bevor die Versicherungssichtweise im einzelnen erläutert wird, soll auf einige empirische Untersuchungen zur traditionellen Sichtweise hingewiesen werden. Nach traditioneller Sichtweise sollte die Performance von Unternehmen um so besser sein, je stärker die Gesellschaftsanteile in wenigen Händen konzentriert sind. Hierzu durchgeführte US-amerikanische Untersuchungen konnten diese Hypothese nicht bestätigen (Stigler/Friedland [1983], Demsetz/Lehn [1985], Agrarwal/Knoeber [1994]). Jedoch zeigt sich nach Management-Buyouts eine Performance-Verbesserung (Kaplan [1989]), die Performance wächst mit der Beteiligungsquote und den Erfolgsanreizen für Manager (Mehran [1995], Phillips [1995]). Für deutsche Unternehmen findet Bühner [1984] einen positiven Zusammenhang zwischen Anteilskonzentration und Perfomance, während Thonet/Poensgen [1979] und Witte [1981] zu ablehnenden Befunden kommen[2].

Aus der traditionellen Sichtweise folgt auch, daß die Mitbestimmung der Arbeitnehmer den Interessen der Gesellschafter schadet und die Unternehmensperformance beeinträchtigt. Empirische Untersuchungen über deutsche Unternehmen, bei denen die Mitbestimmung eingeführt wurde, bestätigen auch diese Hypothese nicht (Benelli/Loderer/Lys [1987]). Witte [1980] findet sogar einen positiven Einfluß der Mitbestimmung auf den Erfolg der Anteilseigner.

In einer jüngst erschienenen Arbeit wird die Performance von stiftungsgetragenen Unternehmen in Deutschland untersucht (Herrmann [1996]). Gesellschafter dieser Unternehmen sind Stiftungen, also verselbständigte Vermögensmassen, die nicht im Eigentum von natürlichen Personen stehen. Es ist daher zu vermuten, daß die Kontrolle stiftungsgetragener Unternehmen besonders schwach ist. Dies sollte zu einer besonders schwachen Performance dieser Unternehmen führen. Auch diese Hypothese wird nicht bestätigt.

Schließlich sei auf das Equity Premium Puzzle (Mehra/Prescott [1985]) hingewiesen. Danach werfen US-amerikanische Aktienportefeuilles eine erstaunlich hohe Risikoprämie ab, und das, obgleich in den USA der Anteil von Publikumsgesellschaften an den börsennotierten Gesellschaften hoch ist. Amerikanische Kleinaktionäre erzielen also auf Dauer eine erstaunlich hohe Rendite. Ähnliche, allerdings weniger deutliche Resultate findet Meyer [1996] für Deutschland. Diese Befunde deuten darauf hin, daß die Aktionäre nicht von den Managern ausgebeutet

---

2 Schmid [1996] untersucht den Einfluß von Bankbeteiligungen auf die Performance. Während er keinen Einfluß auf die Gesamtkapitalrendite findet, hängt die Verteilung des Erfolges auf Eigen- und Fremdkapitalgeber von den Bankbeteiligungen ab.

werden, sondern im Durchschnitt vor Ausbeutung geschützt sind.

Die Vielfalt und Widersprüchlichkeit der empirischen Befunde suggeriert, daß die Verhältnisse in der Realität keineswegs so einfach sind, wie die traditionelle Sichtweise vermuten läßt. Daher ist eine Überprüfung dieser Sichtweise geboten.

3 Die Interaktion zwischen Unternehmer und Aktionären

3.1 Der Analyserahmen

Um die Versicherungsperspektive zu erläutern, ist es erforderlich, die Interaktion zwischen einem Unternehmer, also dem Leitungsgremium eines Unternehmens, und den Aktionären näher zu kennzeichnen. Dazu wird auf das Grundmodell der Agency-Theorie zurückgegriffen. Die Aktionäre optimieren ihre Versicherungspolitik, wobei sie die jeweiligen Verhaltensweisen des Unternehmers antizipieren: Bei einer gegebenen Versicherungspolitik wählt der Unternehmer das Verhalten, das seinen Nutzen maximiert. Sein optimales Verhalten ist daher von der Versicherungspolitik der Aktionäre abhängig. Unter Berücksichtigung dieses Zusammenhangs bestimmen die Aktionäre diejenige Versicherungspolitik, die ihren Nutzen maximiert; dabei kommen nur solche Politiken in Betracht, bei denen die Kooperationsbereitschaft des Unternehmers zumindest für einen gewissen Zeitraum gesichert wird.

Da der einzelne Aktionär einer Publikumsgesellschaft[3] nicht bereit ist, in nennenswertem Umfang Kosten für die Unternehmenskontrolle oder für die Beeinflussung von Entscheidungen über Dividenden und Kapitalerhöhungen aufzubringen, wirkt er selbst auf diese Entscheidungen nicht ein. An seine Stelle treten andere Akteure, vor allem die Vertreter der Anteilseigner im Aufsichtsrat und die Intermediäre. Zu diesen zählen Wirtschaftsprüfer, Wertpapieranalysten, Banken und Kapitalanlagegesellschaften. Die Wirtschaftsprüfer prüfen die vom Unternehmen im Jahresabschluß bereitgestellten Informationen. Die Wertpapieranalysten unterziehen die Unternehmenspolitik einer kritischen Analyse und machen Stärken und Schwächen der Unternehmenspolitik deutlich. Die Banken geben Empfehlungen für Kauf und Verkauf von Aktien

---

[3] Auch wenn Publikumsgesellschaften häufig Großunternehmen sind, so ist doch die Größe hier ohne Bedeutung. Entscheidend ist, daß jeder Aktionär nur eine niedrige Beteiligungsquote hält.

sowie für die Beteiligung an Erst- und Folgeemissionen. Sind ihre Empfehlungen durchweg ablehnend, dann ist eine Emission kaum zu plazieren. Die Kapitalanlagegesellschaften treffen die Anlageentscheidungen für die Anleger, aufbauend auf den Analysen der genannten Akteure und eigenen Analysen.

Voraussetzung für die Arbeit des Analysten ist eine verläßliche Information über das Unternehmensgeschehen. Dazu tragen von Wirtschaftsprüfern testierte Jahresabschlüsse ebenso bei wie Rechtsnormen und Börsenaufsichtsbehörden, die für eine ad hoc-Publizität der Unternehmen sorgen. Schließlich tragen auch die Unternehmer selbst bei, indem sie den Analysten Auskünfte im eigenen Interesse erteilen.

Im engen Zusammenspiel mit den Wertpapieranalysten handeln auch die Banken im Wertpapiergeschäft. Schlechte Einschätzungen seitens der Analysten schlagen sich in Verkaufsempfehlungen für die betreffenden Aktien und sinkenden Kursen nieder. Dies beeinträchtigt die Möglichkeiten des Unternehmens, neue Einlagen zu beschaffen. Interessenkonflikte einer Bank, die im Kredit-, im Emissions- und im Wertpapiergeschäft tätig ist, können eine Bank dazu veranlassen, sich eigene Vorteile zu Lasten der Aktionäre zu verschaffen, insbesondere wenn dies ohne Reputationsverlust möglich ist. Gleichzeitig sind die Banken jedoch bestrebt, den Aktienmarkt als lukrative Ertragsquelle im Investment Banking langfristig zu sichern. Auch Wirtschaftsprüfer, Wertpapieranalysten und Kapitalanlagegesellschaften möchten dies. Gelingen kann das nur, wenn die Aktionäre auf Dauer eine attraktive Risikoprämie erzielen.

Auch bei ihrer Mitwirkung in Aufsichtsräten werden Bankenvertreter dies berücksichtigen und im Durchschnitt daher eine Ausschüttungs- und Einlagenpolitik befürworten, die auch den Interessen der Aktionäre Rechnung trägt. Ebenso werden andere Unternehmer, die im Aufsichtsrat eines Unternehmens sitzen, bei ihren Beschlüssen zur Ausschüttungs- und Einlagenpolitik auch die Interessen der Aktionäre berücksichtigen, um die eigenen Möglichkeiten, Versicherungsschutz zu erlangen, zu fördern.

Hiermit soll keineswegs der Eindruck erweckt werden, bei diesen Akteuren stünden die Aktionärsinteressen an erster Stelle. Dies ist nicht zu erwarten. Es soll lediglich zum Ausdruck gebracht werden, daß diese Akteure im eigenen Interesse auch die Interessen der Aktionäre bei ihren Entscheidungen berücksichtigen. Inwieweit dies geschieht, ist empirisch abzuklären.

Wenn im folgenden die Kurzformel "die Aktionäre tun etwas" gebraucht wird, dann ist damit

gemeint, daß die Akteure, die am Kapitalmarkt handeln, stellvertetend für die Aktionäre etwas tun.

3.2 Agency-Verhalten des Unternehmers und Aktionärspolitik

Unternehmer und Aktionäre können ihre Politik im Zeitablauf im Rahmen einer dynamischen Optimierung sequentiell anpassen. Wesentliche Aspekte lassen sich jedoch durch eine einfache komparativ-statische Analyse herausarbeiten. Dies soll im folgenden geschehen.

Das Agency-Verhalten des Unternehmers wird über zwei Verhaltensparameter abgebildet: Einerseits geht es um den Arbeitseinsatz des Unternehmers im weitesten Sinn, also darum, wieviel Kraft der Unternehmer für die Geschäftsleitung aufwendet, andererseits geht es um den Bezug von vertraglich nicht vereinbarten Nebenleistungen, also darum, in welchem Umfang der Unternehmer solche Nebenleistungen aus dem Unternehmen bezieht. Beide Verhaltensparameter bestimmen das Ausmaß der Agency-Kosten, also der von allen Stakeholdern insgesamt zu tragenden Wertminderungen. Dabei kann der Referenzpunkt für die Messung der Agency-Kosten beliebig gewählt werden. Entscheidend ist lediglich, daß die Agency-Kosten zunehmen, wenn der Unternehmer seinen Arbeitseinsatz vermindert oder mehr Nebenleistungen bezieht. Auch steht einer gedanklichen Analyse nicht entgegen, daß die Höhe der Agency-Kosten bestenfalls teilweise beobachtbar ist. Für einen informationseffizienten Kapitalmarkt genügt es, wenn die Aktionäre die auf sie entfallenden Unternehmensergebnisse unter Berücksichtigung von Agency-Kosten korrekt prognostizieren.

Die von den Aktionären zu tragenden Agency-Kosten lassen sich wie folgt angeben. Die von einem Unternehmen im Zeitpunkt t zu zahlende Dividende D_t wird aufgespalten in eine Bruttodividende D_t^v und die infolge von Agency-Kosten entstehende Dividendenkürzung D_t^a,

$$D_t \equiv D_t^v - D_t^a. \qquad (1)$$

Wird im Zeitpunkt t eine Kapitalerhöhung durchgeführt, so ergibt sich eine negative Dividende D_t. Der Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens im Zeitpunkt t, B_t, ergibt sich nach dem üblichen Dividendenmodell als Barwert der erwarteten Dividenden

$$B_t = \sum_{\tau=t}^{\infty} \frac{E\left(D_\tau^{\,v}\right)}{\left(1+r^{\,v}\right)^{\tau-t}} - \sum_{\tau=t}^{\infty} \frac{E\left(D_\tau^{\,a}\right)}{\left(1+r^{\,a}\right)^{\tau-t}} \,. \qquad (2)$$

Hierbei ist r^v der risikoangepaßte Kalkulationszinsfuß für die Bruttodividenden und r^a derjenige für die agency-bedingten Dividendenminderungen. Sofern letztere kein systematisches Risiko aufweisen, stimmt r^a mit dem langfristigen Sicherheitszinssatz überein. Addiert man den Marktwert des Fremdkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals, so erhält man den Marktwert des Gesamtkapitals, der mit V_t bezeichnet wird.

Der zweite Summand in Gleichung (2) bezeichnet die von den Kapitalgebern zu tragenden Agency-Kosten. Ihre Höhe wie auch die der gesamten Agency-Kosten hängen vom *Regime*, dem Arbeitseinsatz des Unternehmers und den Nebenleistungen ab, die er vom Unternehmen bezieht. Das *Regime* ist definiert durch die rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere das Unternehmensrecht, die Vereinbarungen zwischen Unternehmer und Aktionären, die Versicherungspolitik der Aktionäre, die Intensität des Wettbewerbs auf dem Gütermarkt und den Faktormärkten sowie die Intensität der Unternehmenskontrolle durch Akteure auf dem Kapitalmarkt. Das Regime beeinflußt die Entscheidungen des Unternehmers über Arbeitseinsatz und Nebenleistungen. Bei gegebenem Regime wählt er beide Verhaltensparameter so, daß sein Nutzen maximiert wird. Sein Nutzen wird bestimmt durch

(1) den Wert seines erwarteten Einkommens einschließlich der Nebenleistungen und sein Einkommensrisiko, wobei von finanziellen Schwierigkeiten abgesehen wird,

(2) die von ihm zu tragenden Kosten finanzieller Anspannung,

(3) den auf ihn entfallenden Vorteil aus zukünftigen Einlagen der Aktionäre,

(4) das mit seinem Arbeitseinsatz verbundene Arbeitsleid.

Diese Determinanten seines Nutzens werden im folgenden erläutert. Hierbei wird vor allem die Abhängigkeit vom heutigen Marktwert des Gesamtkapitals, V_0, bei gegebenem *Nennwert* S_0 des heutigen Fremdkapitals untersucht, also die Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad.

(1) Besteht eine Erfolgsbeteiligung des Unternehmers, so steigt der Wert (= Kapitalwert) des vertraglich vereinbarten Arbeitseinkommens bei gegebenem Fremdkapital mit dem Unternehmenswert V. Denn höhere zukünftige Erfolge schlagen sich in einem höheren heutigen Börsenkurs nieder. Bei höheren Erfolgen wächst das Arbeitseinkommen des Unternehmers,

Bibliothek des Instituts
für Weltwirtschaft Kiel

auch wird ihm ein höherer Bezug von Nebenleistungen zugestanden, der Druck zu Kostensenkungen ist geringer. Folglich gehen wir davon aus, daß der Wert des Unternehmereinkommens einschließlich Nebenleistungen mit dem Unternehmenswert V steigt. In diesem Wert sind Wirkungen finanzieller Anspannung nicht berücksichtigt.

(2) Kommt es zu finanzieller Anspannung oder gar zur Insolvenz, so wird die Kooperationsbereitschaft der verschiedenen Stakeholder beeinträchtigt oder gar aufgehoben. Die dadurch entstehenden Reibungsverluste vermindern die Wertschöpfung des Unternehmens, seine Gewinne und folglich auch das Einkommen des Unternehmers. Bei Insolvenz oder starker finanzieller Anspannung ist sogar sein Arbeitsplatz gefährdet. Sei

S_τ Nennwert der Schulden des Unternehmens in Periode τ ,

r risikoangepaßter Kalkulationszinsfuß des Unternehmers,

c_a die pro Periode und pro Einheit finanzieller Anspannung bei Solvenz vom Unternehmer zu tragenden Kosten,

c_I die bei Insolvenz vom Unternehmer in allen weiteren Perioden zusammen zu tragenden Kosten; $c_I > c_a/r$, so daß die Kosten bei Insolvenz höher sind als der Barwert dauerhaft anfallender Kosten finanzieller Anspannung bei Solvenz,

$F(V_\tau)$ kumulative Wahrscheinlichkeitsdichte für den Unternehmenswert V_τ in Periode τ ,

$F(I_\tau)$ Wahrscheinlichkeit dafür, daß bis zum Beginn von Periode τ keine Insolvenz eintritt,

A_0 Wert der vom Unternehmer zu tragenden Kosten finanzieller Anspannung.

Zu finanzieller Anspannung bei Erhalt der Solvenz komme es in Periode τ, wenn der Verschuldungsgrad, gemessen am Nennwert der Schulden, dividiert durch den Marktwert des Gesamtkapitals, über $1/\bar{\alpha}$ ansteigt, jedoch unter $1/\underline{\alpha}$ bleibt $(\underline{\alpha} < \bar{\alpha})$:

$$\frac{1}{\bar{\alpha}} < S_\tau/V_\tau < \frac{1}{\underline{\alpha}};$$

dies ist gleichbedeutend mit

$$\underline{\alpha} S_\tau < V_\tau < \bar{\alpha} S_\tau .$$

Zur Insolvenz komme es, wenn $V_\tau \leq \underline{\alpha} S_\tau$.

Bei finanzieller Anspannung ohne Insolvenz in Periode t gilt $\bar{\alpha} S_\tau > V_\tau$; der Unternehmer habe dann Kosten in Höhe von

$$c_a\left(\bar{\alpha}S_t - V_t\right)$$

in dieser Periode zu tragen. Kommt es zur Insolvenz, dann habe er in allen weiteren Perioden zusammen Kosten in Höhe von c_I zu tragen. Die insgesamt vom Unternehmer zu tragenden Kosten finanzieller Anspannung sind als Kapitalwert der erwarteten periodischen Kosten bei Solvenz zuzüglich der Kosten bei Insolvenz definiert; sie belaufen sich auf

$$A_0 = \sum_{t=1}^{\infty} (1+r)^{-t} \left[\int_{\underline{\alpha}S_t}^{\bar{\alpha}S_t} c_a\left(\bar{\alpha}S_t - V_t\right) dF(V_t) + c_I F\left(\underline{\alpha}S_t\right) \right] F(I_t) \qquad (3)$$

Der erste Summand gibt die durch finanzielle Anspannung bei Solvenz eintretenden Kosten des Unternehmers an, der zweite die durch Insolvenz anfallenden. Der erste Ausdruck in der eckigen Klammer ähnelt einem Put, der allerdings im Intervall $V_t \in [0, \underline{\alpha}S_t)$ nichts abwirft; statt dessen fallen in diesem Intervall die höheren Insolvenzkosten c_I an. $F(\underline{\alpha}S_t)F(I_t)$ ist die unbedingte Wahrscheinlichkeit dafür, daß in Periode t Insolvenz eintritt. Der Wert der Anspannungskosten, A_0, ähnelt also dem eines Floors. Daher läßt sich aus der Optionstheorie folgern, daß dieser Wert eine abnehmende, konvexe Funktion des Unternehmenswertes V_0 ist.

Die Höhe des Wertes der Anspannungskosten hängt von den Unternehmenserfolgen sowie von der Politik der Aktionäre ab, also von der Dividenden- und der Einlagenpolitik. Erwirtschaftet der Unternehmer in Periode t durch einen hohen Arbeitseinsatz hohe Unternehmenserfolge, so schlagen sich diese in einer Erhöhung des Gesamtkapitals nieder. Die Anspannungskosten sinken. Allerdings können die Aktionäre versuchen, über eine hohe Dividende das Gesamtkapital am Ende von Periode t zu reduzieren und dadurch den Verschuldungsgrad sowie die Anspannungskosten in den folgenden Perioden zu erhöhen [4]. Daher spielt die von den Aktionären durchgesetzte Dividendenpolitik eine zentrale Rolle für die Höhe der Anspannungskosten.

(3) Umgekehrt kann der Unternehmer den Aktionären Kapitalerhöhungen gegen Einlagen vorschlagen, um damit den Verschuldungsgrad zu senken. Ein hoher Verschuldungsgrad kann auch aus geringen Unternehmenserfolgen sowie aus hohem Unternehmenswachstum resultieren. Die Aktionäre werden einer Kapitalerhöhung aber nur unter bestimmten Bedingungen zu-

---

4 Zur Disziplinierung des Unternehmers über die Verschuldungspolitik siehe Harris/Raviv [1991].

stimmen:

(a) Die Aktionäre werden weitere Einlagen nur gewähren, wenn sie den Bedarf an mehr Versicherungsschutz für begründet halten. Sofern nicht außergewöhnliches Wachstum zu finanzieren ist, kann der Bedarf am Wert der von allen Stakeholdern zu tragenden Anspannungskosten abgelesen werden. Je niedriger dieser ist, um so kleiner ist der Bedarf. Vereinfachend wird unterstellt, daß die Aktionäre keinen weiteren Versicherungsschutz gewähren, wenn der Verschuldungsgrad S/V unter einem kritischen Wert $1/\overline{\beta}$ liegt.

(b) Die Aktionäre werden neuen Versicherungsschutz nur gewähren, wenn gilt:

Abnahme der von den Aktionären zu tragenden Anspannungskosten
≥ Bereicherung der Gläubiger
+ Zunahme der von den Aktionären zu tragenden Agency-Kosten **(4)**

Dem Vorteil der Aktionäre, durch neuen Versicherungsschutz ihre Kosten finanzieller Anspannung zu senken, stehen als Nachteile gegenüber die damit einhergehende Bereicherung der Gläubiger sowie die Zunahme der von ihnen zu tragenden Agency-Kosten. Nur wenn die Vor- die Nachteile übersteigen, werden die Aktionäre neuen Versicherungsschutz bereitstellen.

Erfahrungen aus Insolvenzen zeigen, daß die Aktionäre bei sehr hohem Verschuldungsgrad zu einer Kapitalerhöhung nur bereit sind, wenn auch die Gläubiger Zugeständnisse machen. Das deutet darauf hin, daß die Ungleichung (4) bei sehr hohen Verschuldungsgraden nicht erfüllt ist, weil die Bereicherung der Gläubiger hoch wäre. Daher ist zu erwarten, daß die Aktionäre einem solventen Unternehmen zusätzlichen Versicherungsschutz nur gewähren, wenn der Verschuldungsgrad eine kritische Grenze $1/\underline{\beta}$ nicht überschreitet $(\underline{\beta} < \overline{\beta})$.

(c) Wären die Aktionäre stets zu einer Kapitalerhöhung bereit, wenn die unter (a) und (b) genannten Bedingungen erfüllt sind, so könnte der Unternehmer sich durch rechtzeitige Initiative stets genügend Versicherungsschutz beschaffen, selbst wenn die von ihm erzielten Ergebnisse mager sind. Die Aktioäre würden dann stets Versicherungsschutz trotz unzureichender Versicherungsprämien gewähren. Zwei Verhaltensweisen verhindern dies:

α) Das Volumen des zusätzlichen Versicherungsschutzes wird in Relation zum bisherigen Versicherungsschutz beschränkt, z. B. auf 10 % des Marktwertes der umlaufenden Aktien. Sind die vom Unternehmen erzielten Ergebnisse mager, so schlägt sich dies in einem niedrigen

Aktienkurs nieder. Ein niedriger Aktienkurs bewirkt nicht nur einen hohen Verschuldungsgrad, sondern reduziert zugleich das potentielle Kapitalerhöhungsvolumen. Je niedriger der Börsenkurs ist, desto niedriger ist die Obergrenze für potentiellen neuen Versicherungsschutz.

β) Außerdem wird die Frequenz von Kapitalerhöhungen beschränkt, z. B. auf höchstens eine im Abstand von 4 Jahren.

Diese Beschränkungen limitieren den potentiellen zusätzlichen Versicherungsschutz; dadurch wird Ausbeutungsstrategien des Unternehmers vorgebeugt. Um seine Position langfristig zu sichern, muß der Unternehmer Gewinne erwirtschaften, die für die Versicherer genügend hohe Prämien abwerfen. Gleichzeitig erarbeitet der Unternehmer mit einbehaltenen Gewinnen selbständig neuen Versicherungsschutz. Dem Börsenkurs kommt bei den impliziten Beschränkungen von Kapitalerhöhungen eine zentrale Bedeutung zu. Der Börsenkurs aggregiert die Erwartungen der verschiedenen Aktionäre, die aus den in der Vergangenheit mit dem Unternehmer gewonnenen Erfahrungen abgeleitet werden. Sind diese Erfahrungen schlecht, so wird der Börsenkurs niedrig sein: infolge des damit einhergehenden hohen Verschuldungsgrades besteht für den Unternehmer die Gefahr, daß die Aktionäre weiteren Versicherungsschutz ablehnen. Diese Gefahr wird durch die Beschränkung der Frequenz von Kapitalerhöhungen verstärkt.

Analog zum Wert der Anspannungskosten läßt sich der Wert weiteren Versicherungsschutzes für den Unternehmer modellieren. Sei

g der Ertrag des Unternehmers pro DM Versicherungsschutz und pro Periode,

$\underline{\beta}, \overline{\beta}$ zwei positive Konstanten, die das Intervall des Verschuldungsgrades bestimmen, in dem die Aktionäre neuen Versicherungsschutz zu geben bereit sind $(\underline{\beta} < \overline{\beta})$,

γ Konstante, die das maximale relative Volumen neuer Einlagen, annualisiert, angibt,

G_0 der Wert weiteren Versicherungsschutzes für den Unternehmer.

Das Volumen neuer Einlagen sei auf einen Anteil des gegenwärtigen Marktwertes des Eigenkapitals begrenzt; dieser Marktwert wird vereinfachend aus der Differenz von Gesamtkapital V und Schulden S ermittelt. Multipliziert man diesen Anteil mit der maximalen jährlichen Frequenz von Kapitalerhöhungen (z. B. ¼), dann erhält man γ. Das maximale Volumen zusätzlicher Einlagen im Jahr t sei gleich

$$\gamma\left[V_t - S_t\right], \quad \text{sofern} \quad V_t \in \left[\underline{\beta} S_t, \overline{\beta} S_t\right].$$

Voraussetzung für eine Kapitalerhöhung ist, wie bereits gesagt, daß der Verschuldungsgrad S_t / V_t zwischen $1/\overline{\beta}$ und $1/\underline{\beta}$ liegt und daß zuvor keine Insolvenz eingetreten ist. Wäre zuvor Insolvenz eingetreten, so hätte der Unternehmer seinen Arbeitsplatz verloren; er würde dann vom Versicherungsschutz späterer Einlagen nicht mehr profitieren. Der maximale Wert weiteren Versicherungsschutzes für den Unternehmer läßt sich daher abschätzen durch den Barwert der erwarteten periodischen Werte,

$$G_0 = \sum_{t=1}^{\infty} (1+r)^{-t} \, F(I_t) \, g \int_{\underline{\beta} S_t}^{\overline{\beta} S_t} \gamma (V_t - S_t) \, dF(V_t) . \qquad (5)$$

Der Wert weiteren Versicherungsschutzes ist ähnlich dem Wert einer Serie von Kaufoptionen auf das Eigenkapital des Unternehmens, wobei allerdings das Intervall, in dem es zu Ausübungsgewinnen kommt, anders beschränkt ist als normal. Die Obergrenze $\overline{\beta} S_t$ bewirkt, daß der Wert weiteren Versicherungsschutzes nicht monoton mit V_0 wächst, sondern zunächst mit V_0 wächst und dann wieder fällt [5].

Die drei erörterten Determinanten des Unternehmernutzens, nämlich der Wert des Arbeitseinkommens einschließlich Nebenleistungen, die vom Unternehmer zu tragenden Kosten finanzieller Anspannung sowie der Wert weiteren Versicherungsschutzes lassen sich in Abhängigkeit vom heutigen Gesamtkapital V_0 bei gegebenem Fremdkapital grafisch darstellen. Abgebildet wird neben dem Wert des Arbeitseinkommens die Differenz zwischen dem Wert weiteren Versicherungsschutzes und den Kosten finanzieller Anspannung, schließlich auch die Summe beider Kurven.

---

5 Man könnte sich vorstellen, daß der Unternehmer stets den maximalen Versicherungsschutz realisiert. Dies würde zusätzliche Transaktionskosten erzeugen sowie möglicherweise die Reputation des Unternehmers beeinträchtigen.

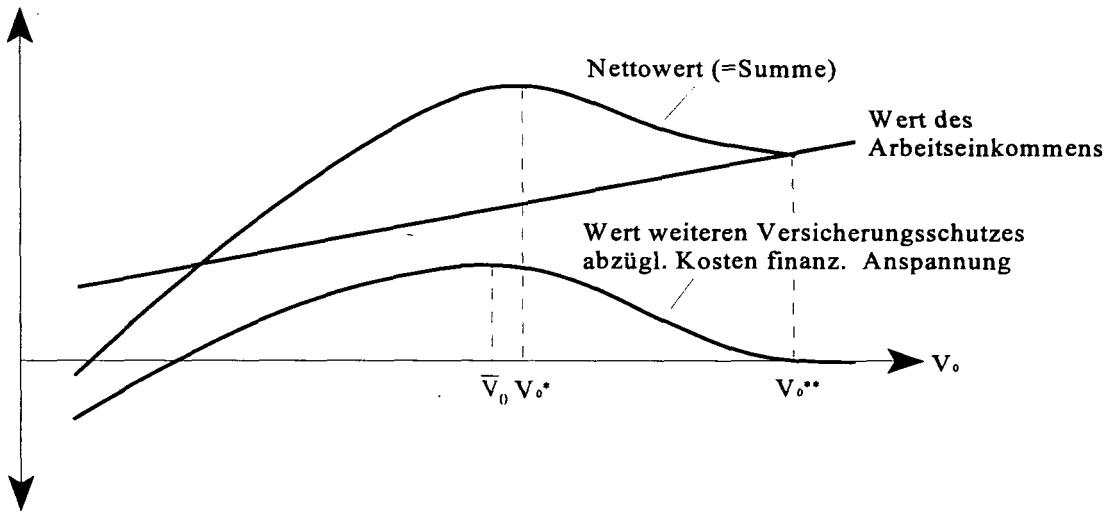

Abb. 1: Die Determinanten des Arbeitseinsatzes des Unternehmers in Abhängigkeit vom Gesamtkapital bei gegebenem Fremdkapital

In Abb.1 wird unterstellt, daß der Wert des Arbeitseinkommens bei gegebenem Fremdkapital monoton mit dem heutigen Wert des Gesamtkapitals, V_0, wächst. Wie der Wert weiteren Versicherungsschutzes abzüglich der Kosten finanzieller Anspannung in Abhängigkeit vom Gesamtkapital verläuft, hängt von den Parametern ab, die in die zugehörigen Gleichungen (3) und (5) eingehen. Da die Aktionäre bei sehr niedrigem Gesamtkapital kaum bereit sind, weitere Einlagen zu geben, erscheint es plausibel davon auszugehen, daß die Kurve lediglich ein Maximum hat. Die Summe aus dem Wert des Arbeitseinkommens zuzüglich Nebenleistungen plus dem Wert weiteren Versicherungsschutzes abzüglich den Kosten finanzieller Anspannung wird hier als Nettowert der Unternehmerposition bezeichnet. Ob die Kurve des Nettowerts monoton mit dem Gesamtkapital wächst, hängt von den Steigungen der beiden zugrundeliegenden Kurven ab. In Abb. 1 kommt es zu einem lokalen Maximum beim Gesamtkapital V_0^* und zu einem lokalen Minimum bei V_0^{**}.

Durch Erhöhung seines Arbeitseinsatzes kann der Unternehmer tendenziell höhere Gewinne erzielen und damit V_0 erhöhen. Der Anreiz hierzu ist um so größer, je größer die positive Steigung der Nettowertkurve ist. Da diese Steigung im Intervall (V_0^*, V_0^{**}) negativ ist, besteht hier ein Anreiz zur *Verminderung* des Arbeitseinsatzes. Hierin kommt zum Ausdruck, daß die

Option des Unternehmers auf weiteren Versicherungsschutz ihm ermöglicht, schwache Ergebnisse seiner Tätigkeit zum Teil durch spätere Einlagen der Aktionäre zu neutralisieren. Die Option erzeugt daher ein Verhaltensrisiko des Unternehmers:

Im Intervall $(0, \overline{V}_0)$ geht vom Wert weiteren Versicherungsschutzes abzüglich der Kosten finanzieller Anspannung ein positiver Anreiz zu mehr Arbeitseinsatz aus, im Intervall $(\overline{V}_0, \infty)$ indessen ein negativer Anreiz. Die Größenordnung dieses Verhaltensrisikos hängt von verschiedenen Faktoren ab:

1. Je stärker der Wert des Arbeitseinkommens einschließlich Nebenleistungen mit dem Gesamtkapital wächst, um so weniger Bedeutung kommt dem Wert weiteren Versicherungsschutzes zu. Eine starke Erfolgsbeteiligung, sei es über das vertraglich vereinbarte Einkommen oder über die tolerierten Nebenleistungen, kann daher über das gesamte Spektrum des Gesamtkapitals einen positiven Anreiz zu mehr Arbeitseinsatz sichern.

2. Je restriktiver sich die Aktionäre bei der Bereitstellung zusätzlichen Versicherungsschutzes verhalten, um so geringer ist der Wert zusätzlichen Versicherungsschutzes, um so geringer ist das davon ausgehende Verhaltensrisiko.

3. Je mehr Kosten finanzieller Anspannung dem Unternehmer aufgebürdet werden, um so größer wird die Steigung der Nettowertkurve, um so geringer ist das Verhaltensrisiko.

4. Gelingt es den Aktionären, stets eine Dividende durchzusetzen, so daß das Gesamtkapital unter $\overline{V}_0$ bleibt, dann können sie das Verhaltensrisiko weitgehend ausschalten.

Mit dieser einfachen komparativen Statik wird das Entscheidungsproblem deutlich, vor dem die Aktionäre stehen. Über Erfolgsbeteiligung, Bereitstellung zusätzlichen Versicherungsschutzes, Verlagerung der Kosten finanzieller Anspannung auf den Unternehmer sowie die Dividendenpolitik können sie den Arbeitseinsatz des Unternehmers und damit die Agency-Kosten beeinflussen. Welche Politik den Marktwert des Eigenkapitals maximiert, hängt allerdings nicht nur von der Reaktion des Unternehmers und dem ihm zu zahlenden Einkommen ab, sondern auch von der Reaktion der übrigen Stakeholder.

Das vorangehend beschriebene Interaktionsmodell von Unternehmer und Aktionären dient dazu zu verdeutlichen, daß auch die Aktionäre von Publikumsgesellschaften gemeinsam mit den übrigen Akteuren auf dem Kapitalmarkt nicht eine völlig passive Rolle einnehmen, sondern über ihre Einflußnahme auf die Dividenden- und die Einlagenpolitik das Agency-Verhalten des

Unternehmers beeinflussen. Ihre Entscheidungen gehören zum Regime, das das Agency-Verhalten determiniert. Wieweit dieser Einfluß geht, bedarf einer empirischen Klärung. Ebenso ist empirisch zu klären, inwieweit Unternehmer sich freiwillig mit einer bestimmten Politik im Interesse der Aktionäre binden, um genügend Versicherungsschutz zu bekommen. Dies gilt auch für die aus dem Interaktionsmodell abgeleiteten Schlußfolgerungen.

4 Aktionäre als Versicherer von Unternehmen

4.1 Das Versicherungsmodell

Auch wenn die bisherigen Ausführungen den Aspekt des Versicherungsschutzes betont haben, so bleiben doch typische Versicherungsaspekte außer Betracht, solange das Zusammenspiel eines Unternehmers und seiner Aktionäre betrachtet wird. Typisch für eine Versicherungsbeziehung ist, daß ein Versicherer viele wenig korrelierte Risiken versichert und, abgesehen von den Ermittlungen nach Eintritt eines Schadensfalls, wenig Energie in die Überwachung eines einzelnen Versicherungsnehmers steckt. Obgleich dem Versicherungsnehmer damit ein Spielraum für opportunistisches Verhalten eröffnet wird, scheint sich eine intensive Überwachung für die Versicherer nicht zu lohnen. Statt dessen bürden Versicherer den Versicherungsnehmern die Kosten opportunistischen Verhaltens über höhere Prämien auf. Ähnliches trifft auch auf Aktionäre als Versicherer von Unternehmen zu. (Franke [1996]).

Die Risikostreuung, entscheidende Grundlage jeder Versicherung, erzielen die Aktionäre, indem sie nicht Aktien eines Unternehmens, sondern ein gut gestreutes Portefeuille von Aktien zahlreicher Unternehmen halten. Dieser Streuung unterliegen auch die von den Aktionären zu tragenden Agency-Kosten. Dies soll nun näher untersucht werden; es geht also um den zweiten Summanden in Gleichung (2).

Die Wirkungen der Agency-Kosten auf das Portefeuille eines Aktionärs lassen sich aufspalten in Ertrags- und Risikowirkungen. Zunächst betrachten wir die Risikowirkungen. Der Aktionär hält in seinem Portefeuille Aktien der Unternehmen i (i = 1, 2, ..., N). Daher sind die Ausdrücke in Gleichung (2) mit i zu indexieren. Der Aktionär investiert den Bruchteil x_i seines Anfangsvermögens in Aktien der Publikumsgesellschaft i; es gilt $\sum_{i=1}^{N} x_i = 1$. Die Rendite des Portefeuilles in Periode 1 wird mit R_p bezeichnet. Dann ergibt sich als Portefeuille-Rendite, vermindert um

ihren Erwartungswert $E(R_p)$,

$$
\begin{aligned}
R_p - E(R_p) &= \sum_{i=1}^{N} x_i \, \frac{V_{i1} - E(V_{i1})}{V_{i0}} \\
&= \sum_{i=1}^{N} (x_i / V_{i0}) \sum_{t=1}^{\infty} \left[E(D_{it}^{\,v} | I_1) - E(D_{it}^{\,v} | I_0) \right] \left(1 + r_i^{\,v}\right)^{-t+1} \qquad (6) \\
&\quad - \sum_{i=1}^{N} (x_i / V_{i0}) \sum_{t=1}^{\infty} \left[E(D_{it}^{\,a} | I_1) - E(D_{it}^{\,a} | I_0) \right] \left(1 + r_i^{\,a}\right)^{-t+1}
\end{aligned}
$$

Hierbei ist I_0 (I_1) der Informationsstand im Zeitpunkt 0 (1). Der Beitrag der Agency-Kosten zum Portefeuille-Risiko resultiert aus der letzten Summe in Gleichung (6). Diese Summe strebt gegen 0, wenn der Aktionär sein Anfangsvermögen gleichmäßig in eine große Zahl von Aktien ($N \to \infty$) investiert und die Agency-Kosten der verschiedenen Unternehmen unkorreliert sind [6]. Folglich strebt das vom Aktionär zu tragende Agency-Risiko unter diesen Bedingungen gegen 0.

Die Diversifikation durch zahlreiche Aktien wird durch intertemporale Diversifikation verstärkt. Diese besteht, wenn die Höhe der Agency-Kosten im einzelnen Unternehmen von Periode zu Periode infolge von Einflußfaktoren variiert, die intertemporal unkorreliert sind. Die intertemporale Diversifikation ist schwächer, wenn diese Einflußfaktoren und damit die periodischen Agency-Kosten einem mean-reverting process gehorchen.

Alternativ zur Unkorreliertheit kann man unterstellen, daß die Agency-Kosten eines Unternehmens mit seinem Gesamtkapital steigen und das Gesamtkapital mit einem Marktfaktor korreliert. Dann wirken die Agency-Kosten ähnlich wie eine Erfolgsbeteiligung des Unternehmers. Infolge der positiven Korrelation mit dem Marktfaktor ist ein Teil des Agency-Risikos systematisch. Dieser wird von den Unternehmern getragen, so daß das Portefeuille-Risiko der Aktionäre entsprechend kleiner ist.

Hiermit wird ein Unterschied zur traditionellen Sichtweise deutlich. Bei dieser wird die Beziehung zwischen *einem* Unternehmen und seinen Aktionären betrachtet. Hat der Aktionär einen

---

6 Die Annahme der Unkorreliertheit ist recht streng; sie schließt aus, daß die Agency-Kosten eines großen Anteils der Unternehmen mit nicht vernachlässigbarer Wahrscheinlichkeit deutlich über ihren Erwartungswerten liegen.

erheblichen Teil seines Vermögens in Aktien dieses Unternehmens investiert, dann trifft ihn auch das Agency-Risiko in erheblichem Maß. Er kann daher das Agency-Risiko nicht ignorieren.

Im folgenden unterstellen wir, das Agency-Risiko eines gut gestreuten Portefeuilles tendiere gegen 0. Für die Aktionäre reduziert sich die Problematik der Agency-Kosten damit auf deren Erwartungswert. Es dürfte für die Aktionäre infolge der eher schwachen indirekten Kontrolle schwierig sein, den Erwartungswert der Agency-Kosten eines einzelnen Unternehmens verläßlich zu schätzen. Dies ist jedoch gar nicht erforderlich. Es genügt für ein gut gestreutes Portefeuille, den Erwartungswert im *Durchschnitt* der im Portefeuille enthaltenen Unternehmen verläßlich zu schätzen. Es genügt, daß die Schätzfehler der erwarteten Agency-Kosten im Durchschnitt der Unternehmen gegen 0 tendieren. Das Prognoseproblem ist daher im Vergleich zur traditionellen Sichtweise erheblich vereinfacht.

Eine Prognose der durchschnittlichen erwarteten Agency-Kosten impliziert nicht, daß das (relative) Niveau der erwarteten Agency-Kosten in allen Unternehmen gleich hoch ist. Es ist durchaus möglich, daß das Niveau unterschiedlich ist und die Aktionäre dies über verschiedene glaubwürdige Signale erkennen. Wenn ein Unternehmen z. B. hohe Agency-Kosten erzeugt, dann bedeutet dies für die Aktionäre noch keine Überraschung, solange dieses Unternehmen zu einer Klasse von Unternehmen gehört, in der hohe Agency-Kosten erwartet werden. Daher sehen die Aktionäre in diesem Fall auch keinen Grund, ihre Prognosen zu revidieren. Erst wenn die beobachteten Agency-Kosten massiv von den für das betreffende Unternehmen erwarteten abweichen, kann dies für die Aktionäre ein Anlaß sein, ihre Erwartungen bezüglich des betreffenden Unternehmens, vielleicht auch bezüglich anderer Unternehmen zu revidieren. Im Gefolge kann es zu einer Änderung des Aktionärsverhaltens und damit zu einem Regimewechsel kommen.

Wenn die Aktionäre die durchschnittlichen, erwarteten Agency-Kosten korrekt einschätzen, bleibt zu klären, wie sie eine risikoadäquate erwartete Portefeuille-Rendite erzielen können. Das vorangehend beschriebene Interaktionsmodell liefert dafür Hinweise. Bei einer Erstemission von Aktien werden die Aktionäre im Durchschnitt einen Preis bezahlen, der um die erwarteten Agency-Kosten pro Aktie vermindert ist. Nach der Erstemission versuchen die Aktionäre, über die Dividendenpolitik den Verschuldungsgrad des Unternehmers nach unten zu beschränken, um so den Spielraum des Unternehmers für Agency-Verhalten zu begrenzen. Gleichzeitig

limitieren sie den maximalen zusätzlichen Versicherungsschutz, indem sie die Höhe neuer Einlagen an den Marktwert des Unternehmens binden und die Frequenz von Kapitalerhöhungen gegen Einlagen begrenzen. Im Einzelfall können die Aktionäre und die übrigen Akteure am Kapitalmarkt diese Politik nur unvollkommen durchsetzen, da ihre Rechte ihnen nur einen eingeschränkten Einfluß auf Publikumsgesellschaften einräumen. Entscheidend ist aber auch hier nicht die einzelne Publikumsgesellschaft, sondern lediglich der Durchschnitt.

4.2 Empirische Befunde

Ob es den Aktionären und den übrigen Akteuren gelingt, sich in Anbetracht der erwarteten Agency-Kosten eine risikoadäquate erwartete Portefeuille-Rendite zu sichern, ist eine empirische Frage. Empirische Evidenz ist vorhanden zu Erstemissionen, zu Folgeemissionen und zu den Risikoprämien von Aktienanlagen. Die empirische Evidenz zu Erstemissionen ist gespalten: Auf der einen Seite wird aus den Befunden auf ein Underpricing von Erstemissionen geschlossen, auf der anderen Seite auf ein Overpricing. Während die ersten Handelskurse nach einer Erstemission im Durchschnitt *über* dem Emissionskurs liegen, ergeben sich auf einen Zeitraum von etwa einem Jahr nach Emission *bescheidene* Renditen der emittierten Papiere. Dies deutet auf ein kurzfristiges Underpricing und ein mittelfristiges Overpricing des Emissionskurses hin (Ritter [1991] für die USA, Uhlir [1989] für Deutschland). Auch die US-Evidenz zu Folgeemissionen (Loughran/Ritter [1995], Spiess/Affleck-Graves [1995]) deutet auf ein mittelfristiges Overpricing hin. Für Deutschland liegen entsprechende Befunde noch nicht vor. Padberg [1995, S. 230f] findet einen signifikanten Kursanstieg bei Ankündigung von Kapitalerhöhungen gegen Einlagen; dies deutet darauf hin, daß die Aktionäre im Durchschnitt Kapitalerhöhungen als Vorteil für sich ansehen, also keine Ausbeutung befürchten.

Für diese Befunde gibt es verschiedene Erklärungen. Infolge der Verkaufsanstrengungen der Finanzintermediäre im Emissionsgeschäft könnte es zu einem mittelfristigen Overpricing kommen. Ebenso kann es zu Overpricing kommen, wenn die Aktionäre auf negative Erfahrungen, die im Fluch des Gewinners[7)] zum Ausdruck kommen, nicht mit entsprechender Kaufzurückhaltung reagieren. Gerade der Fluch des Gewinners wird jedoch auch zur Erklärung des kurzfristigen Underpricings herangezogen.

---

7 Der Fluch des Gewinners besagt, daß bei einer Emission diejenigen die Wertpapiere bekommen, die die Wertpapiere zu hoch bewerten und damit zu hohe Preise bieten.

In den Befunden zu den Risikoprämien von Aktien wird stets eine überraschend hohe Prämie nachgewiesen (z. B. Mehra/Prescott [1985] für die USA, Meyer [1996] für Deutschland). Sie wird gemessen am langfristigen Durchschnitt der Differenz von monatlichen oder vierteljährlichen Aktienrenditen und Geldmarktsätzen. Da diese Prämien sehr hoch erscheinen, wird vom "equity premium puzzle" gesprochen. Dies deutet darauf hin, daß es den Aktionären im Durchschnitt gelingt, die erwarteten Agency-Kosten auf andere zu verlagern.

Die verfügbare empirische Evidenz liefert somit zwar keine einheitliche Bestätigung für die Versicherungssichtweise, wonach die Aktionäre sich vor den Folgen von Agency-Verhalten schützen können, jedoch spricht die Evidenz mehr dafür als dagegen. Die traditionelle Sichtweise, wonach die Aktionäre von den Unternehmern durch Agency-Verhalten geschädigt werden, muß demnach mit großer Skepsis betrachtet werden. Dies untermauert die Sichtweise von Aktionären als Versicherern. Die Gründe hierfür werden im folgenden nochmals zusammengefaßt; ebenso werden Grenzen dieser Sichtweise verdeutlicht.

4.3 Resumee und Grenzen der Versicherungsperspektive

Die Grundpfeiler der Versicherungsperspektive sind:

(1) Entgegen der traditionellen Sichtweise geht es nicht um *ein* Unternehmen und seine Aktionäre, sondern um ein gut gestreutes Portefeuille von Unternehmen und deren Aktionäre. Damit gewinnt die Risikostreuung, ähnlich wie im Versicherungsgeschäft, eine zentrale Bedeutung. Soweit aus Agency-Verhalten unsystematische Risiken für die Aktionäre resultieren, verschwinden diese durch Risikostreuung. Systematische Risiken aus Agency-Verhalten reduzieren das von den Aktionären zu tragende systematische Risiko.

Damit reduziert sich für die Aktionäre die Bedeutung der Agency-Kosten auf ihren Erwartungswert. Ähnlich wie im Versicherungsgeschäft kommt es jedoch nicht auf die Erwartungswerte der einzelnen Unternehmen an, sondern lediglich auf deren Durchschnitt. Denn dieser entscheidet über die Rendite eines gut gestreuten Portefeuilles.

(2) *Um sich vor den Agency-Kosten zu schützen, brauchen weder die Aktionäre die Publikumsgesellschaften noch die Versicherer ihre Kunden intensiv zu überwachen.* Die Aktionäre scheuen wie andere Versicherer eine Überwachung wegen der damit verbundenen Kosten. Auch können sie selbst kaum Einfluß auf die Dividenden- und Einlagenpolitik von Unternehmen

ausüben. Jedoch sind Wirtschaftsprüfer, Wertpapieranalysten, Banken, Kapitalanlagegesellschaften sowie Unternehmer selbst daran interessiert, ihre eigenen Erträge im Investmentgeschäft bzw. ihre Optionen auf Versicherungsschutz langfristig zu sichern. Daher müssen sie dafür sorgen, daß die Aktionäre auf Dauer eine attraktive Risikoprämie erzielen.

(3) Die empirische Evidenz stützt die These, daß es den Aktionären gelingt, durch Risikostreuung und indirekte Kontrolle die erwarteten Agency-Kosten anderen aufzubürden, ähnlich wie es den Versicherern gelingt, die Agency-Kosten ihrer Versicherungsnehmer anderen aufzubürden.

Bevor auf Grenzen der Versicherungsperspektive eingegangen wird, soll kurz auf die von Diamond [1984] formulierte Theorie der Finanzintermediation hingewiesen werden, in der die Risikostreuung ebenfalls eine zentrale Rolle spielt. Neben der Risikostreuung erfordert sein Modell überlegene Fähigkeiten des Kreditinstituts bei der Selektion und Überwachung von Kreditnehmern. Dadurch gelingt es ihm, mit einer kleinen Zinsmarge die durchschnittlichen Kreditausfälle mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zu decken. Die Einleger, die ihr Geld als Depositen zur Verfügung stellen, können daher ihrerseits auf die Bonität des Kreditinstituts vertrauen und auf seine Überwachung weitgehend verzichten.

Die Versicherungssichtweise zeigt deutliche Analogien zu Diamonds Modell. An die Stelle der Einleger eines Kreditinstituts treten die Aktionäre, an die Stelle des einzelnen Kreditinstituts treten verschiedene Akteure auf dem Kapitalmarkt, die ebenfalls im eigenen Interesse auch die Interessen der Aktionäre vertreten. Allerdings gibt es hier im Gegensatz zu Diamond kaum vertragliche Beziehungen zwischen dem Aktionär und den Akteuren.

Nachdem vorangehend die Rolle der Aktionäre als Versicherer beschrieben wurde, bleibt zu fragen, wieweit diese Sichtweise trägt. Zuerst fällt ein scheinbarer Widerspruch auf, wie bereits gesagt: Im typischen Versicherungsgeschäft entrichtet der Versicherungsnehmer eine deterministische Prämie und erhält dafür eine Option auf Vergütung eines stochastischen Schadens. Bei der Publikumsgesellschaft geben die Aktionäre (= Versicherer) über die Bereitstellung von Eigenkapital eine limitierte Haftungszusage für Erfolgsrisiken und erhalten dafür später eine stochastische Prämie in Form von Dividenden. Dies stellt eine atypische Versicherungsbeziehung dar. Obgleich im einen Fall die Versicherungsprämie deterministisch, im anderen Fall stochastisch ist, entscheidend ist in beiden Fällen, daß der Versicherer bestimmte Risiken übernimmt.

Grundlegender ist der Unterschied, daß beim üblichen Versicherungsgeschäft ein Kontrakt mit zeitlicher Befristung abgeschlossen wird, während die Aktionäre Eigenkapital unbefristet zur Verfügung stellen. Allerdings kommt es auch hier zu einer potentiellen Befristung. (1) Bei Insolvenz wird die Vertragsbeziehung beendet oder einer grundlegenden Revision unterzogen. (2) Der einzelne Aktionär kann durch Verkauf seiner Aktien seine Vertragsbeziehung beenden. Ist der Kapitalmarkt informationseffizient, dann braucht der Aktionär bei Verkauf nicht auf den Wert der zukünftigen Versicherungsprämien zu verzichten, er bekommt ihn über den Börsenkurs vergütet. Im übrigen besteht eine gewisse Analogie zum Rückversicherungsmarkt: Ein normaler Versicherer kann einen Teil des von ihm übernommenen Risikos weiterveräußern.

Somit zeigt sich: Wenn auch das normale Versicherungsgeschäft im Detail Unterschiede zur Versicherung durch Aktionäre aufweist, so bestehen doch zahlreiche grundlegende Gemeinsamkeiten.

5 Externe Effekte und Organisation der Unternehmenskontrolle

5.1 Träger externer Effekte

Die vorangehenden Ausführungen laufen darauf hinaus, daß die Aktionäre die erwarteten Agency-Kosten im Durchschnitt der Unternehmen korrekt antizipieren und diese Kosten auf andere abwälzen. Entgegen der traditionellen These sind sie nicht Opfer des Agency-Verhaltens, obgleich sie Residualeinkommensbezieher sind.

Damit stellt sich die Frage, wer die Agency-Kosten zu tragen hat. In Betracht kommen die Unternehmer selbst, ihre Mitarbeiter sowie eine weitere Öffentlichkeit. Da die Aktionäre die erwarteten Agency-Kosten antizipieren, zahlen sie bei Emissionen entsprechend weniger Eigenkapital ein und reduzieren folglich den Versicherungsschutz. Die Folgen tragen die Unternehmer und ihre Mitarbeiter: Nicht nur der Spielraum für Agency-Verhalten, sondern auch das Wachstum des Unternehmens wird über eine Verengung des Finanzierungsspielraumes eingeschränkt; die Sicherheit der Arbeitsplätze wird ebenfalls reduziert. Wachstumsverluste können auch unmittelbar aus vermindertem Arbeitseinsatz des Unternehmers resultieren. Sie beeinträchtigen nicht nur die Einkommenserzielungsmöglichkeiten der vorhandenen Mitarbeiter, sondern auch die Außenstehender. Es werden weniger neue Arbeitsplätze geschaffen,

es werden weniger Vorleistungen von anderen Unternehmen nachgefragt, es fließen weniger Steuern an den Fiskus. Die externen Kosten von Agency-Verhalten der Unternehmer werden also zum Teil internalisiert, treffen aber zum Teil auch ihre Mitarbeiter, andere Unternehmer sowie deren Mitarbeiter und eine weitere Öffentlichkeit.

Extremes Agency-Verhalten eines Unternehmers kann zu einem Regimewechsel führen. Gegebenenfalls revidieren die Aktionäre ihre Einschätzung der durchschnittlichen erwarteten Agency-Kosten und ändern dementsprechend ihre Dividenden- und Einlagenpolitik bei allen Unternehmen; auch kann der Gesetzgeber mit Änderungen des Unternehmensrechts reagieren. Die Folgen eines solchen Regimewechsels treffen nicht nur den auslösenden Unternehmer, sondern auch seine Mitarbeiter, andere Unternehmer, deren Mitarbeiter sowie eine weitere Öffentlichkeit.

5.2 Implikationen für die Organisation der Unternehmenskontrolle

Die gegenwärtige Diskussion um die Unternehmenskontrolle [8] sucht nach neuen Organisationskonzepten, um das Agency-Verhalten von Unternehmern einzuschränken. Stillschweigend wird dabei unterstellt, daß die Publikumsgesellschaft mehr Ineffizienzen verursacht als andere Gesellschaften. Ob diese Unterstellung zutrifft, ist offen. Die vorangehenden Ausführungen haben jedoch deutlich gemacht, daß eine Verbesserung der Unternehmenskontrolle nicht dem Schutz der Aktionäre, sondern dem Schutz anderer Stakeholder dienen würde. Folgt man dem Grundsatz, daß Haftung und Verfügung möglichst in einer Hand liegen sollten, so könnte man folgern, daß die von Agency-Verhalten betroffenen Stakeholder in die Unternehmenskontrolle einzubeziehen wären.

Hierfür bieten sich zwei Vorgehensweisen an: (1) Die verschiedenen Stakeholder können *direkt* in die Unternehmenskontrolle eingebunden werden, indem ihnen weitergehende Informations- und Einwirkungsrechte auf Unternehmensentscheidungen eingeräumt werden. Eine solchermaßen gestärkte Stakeholder-Gruppe kann Agency-Verhalten zu ihren Lasten einschränken. Sie kann aber auch versuchen, gemeinsam mit den übrigen einflußreichen Stakeholdern Agency-Verhalten zu Lasten anderer Stakeholder zu fördern.

---

[8] Aus der Fülle der Beiträge seien beispielhaft Admati/Pfleiderer/Zechner [1994] und Picot [1995] erwähnt.

Zwei Beipiele sollen dies verdeutlichen. (a) Da die Mitarbeiter eines Unternehmers von seinem Verhalten betroffen sind, ergäbe sich hieraus eine Begründung für die Mitbestimmung. Sie kann Agency-Verhalten des Unternehmers und damit von den Mitarbeitern zu tragende Kosten einschränken. Die Mitbestimmung kann aber auch ein gemeinsames Agency-Verhalten von Unternehmer und Mitarbeitern zu Lasten anderer Stakeholder fördern.

(b) Extremes Agency-Verhalten eines Unternehmers kann zu einem Regimewechsel führen, der auch andere Unternehmer trifft. Daraus läßt sich ein Argument dafür ableiten, daß Unternehmer sich wechselseitig kontrollieren, wie in Aufsichtsräten häufig zu beobachten ist. Wiederum besteht aber die Gefahr, daß die Unternehmer gemeinsam ihr Agency-Verhalten zu Lasten anderer ausbauen, z. B., indem sie sich wechselseitig nur wenig kontrollieren und Agency-Verhalten wechselseitig decken.

Aus diesen Beispielen die Schlußfolgerung zu ziehen, alle Stakeholder-Gruppen seien in Unternehmensentscheidungen einzubinden, erscheint verfehlt. Denn die damit verbundenen komplexen Entscheidungsstrukturen würden zügige Entscheidungen sowie das konsequente Verfolgen langfristiger Strategien erschweren oder gar ausschließen. Da es nicht sinnvoll erscheint, alle Stakeholder-Gruppen in Unternehmensentscheidungen einzubinden, kann es nur darum gehen, die Interessen der Stakeholder, die an Unternehmensentscheidungen nicht mitwirken, *indirekt* über geeignete Rahmenbedingungen, denen das Unternehmen unterworfen ist, zu sichern.

(2) Solche Rahmenbedingungen können durch Gesetze und Verträge geschaffen werden, durch artikulierte Erwartungen an das Unternehmerverhalten sowie durch Wettbewerb auf den Güter- und Faktormärkten. So können Rechte und Pflichten von Arbeitnehmern, Lieferanten, Kunden und Gläubigern durch Gesetze und Verträge präzisiert werden, die bei unternehmerischen Entscheidungen zu berücksichtigen sind. Damit bleibt jedoch ein erheblicher Entscheidungsspielraum bestehen. Die Nutzung dieses Spielraumes kann durch implizite Zielvorgaben und Restriktionen für den Unternehmer präjudiziert werden, deren Einhaltung überwacht wird. Inhalt solcher Zielvorgaben kann z. B. sein, daß der Unternehmer bei seinen Entscheidungen ein bestimmtes Ziel nachprüfbar verfolgt und gleichzeitig die Agency-Kosten, die er einzelnen Stakeholder-Gruppen aufbürdet, bestimmte Grenzen nicht überschreiten. Verstößt der Unternehmer gegen implizite Zielvorgaben oder Restriktionen, so kann eine betroffene Stakeholder-Gruppe ihre Kooperationsbereitschaft aufkündigen. Dies setzt ein Mindestmaß an Transparenz

über das Unternehmensgeschehen voraus, insbesondere über die Entscheidungen des Unternehmers wie auch die von ihm bezogenen Einkünfte und Nebenleistungen.

Als Beispiel für ein mögliches Ziel soll die Maximierung des Shareholder-Value betrachtet werden. Auch wenn sich die Aktionäre vor Agency-Kosten im Durchschnitt der Unternehmen schützen können, kann eine stärkere Verankerung des Shareholder-Value Zieles im Unternehmen geeignet sein, die Agency-Kosten einzuschränken. Z.B. mag es so gelingen, das Volumen von Fehlinvestitionen einzuschränken wie auch das Ausschöpfen von Rationalisierungspotentialen zu fördern. Die Betonung des Shareholder-Value Zieles ist besonders naheliegend in einer Zeit, in der die internationale Wettbewerbsfähigkeit Europas infolge hoher Arbeitseinkommen und personeller Überbesetzung gelitten hat. Folglich treten Arbeitnehmerinteressen zugunsten der Kapitalgeberinteressen in den Hintergrund. Allerdings ist dies keineswegs immer so. Umfragen in Japan aus dem Jahr 1990 belegen, daß japanische Manager den Arbeitnehmerinteressen ein höheres Gewicht als den Aktionärsinteressen einräumen (Milgrom/Roberts [1992, S. 317f]). Dies überrascht nicht, da damals in Japan Kapital reichlich verfügbar war und Arbeitskräfte nicht leicht zu beschaffen waren. Im Ziel, das von den Unternehmern verfolgt wird, spiegelt sich daher auch die relative Knappheit der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital wider.

Jedes Ziel, das in einem Unternehmen verfolgt wird, ist dem Vorwurf ausgesetzt, einseitig die Interessen einer Stakeholder-Gruppe zu verfolgen. Sind die Nebenbedingungen, die bei der Zielverfolgung zu berücksichtigen sind, allerdings streng genug formuliert, dann werden auch die Interessen anderer Stakeholder-Gruppen genügend berücksichtigt. Inwieweit einzelne Gruppen ihre Ziele durchsetzen können, hängt nicht zuletzt vom Wettbewerb auf den Güter- und Faktormärkten ab. Je schärfer dieser Wettbewerb ist, um so geringer ist der Spielraum der Unternehmer, wenn sie das langfristige Überleben des Unternehmens sichern wollen. Agency-Verhalten wird auf diese Weise eingeschränkt, ebenso wie die Möglichkeiten einzelner Stakeholder-Gruppen, sich zu Lasten anderer Vorteile zu verschaffen.

Das Für und Wider verschiedener organisatorischer Konzepte zur Unternehmenskontrolle kann hier nicht eingehend erörtert werden. Wichtig erscheint es allerdings, das Augenmerk nicht einseitig auf den Schutz der Aktionäre zu richten, die geschützt sind; stärker betroffen sind andere Stakeholder-Gruppen.

6 Schlußfolgerungen und offene Fragen

Kern dieses Beitrags ist eine Kritik der Kritik an der Publikumsgesellschaft. Die übliche Kritik betrachtet die Aktionäre einer Publikumsgesellschaft als deren Residualeinkommensbezieher, die durch Agency-Verhalten der Unternehmer geschädigt werden. Da lediglich ein Unternehmen und seine Aktionäre betrachtet werden, sind die Aktionäre in erheblichem Ausmaß von Erwartungswert und Risiko der Agency-Kosten betroffen.

Dieser Sichtweise wird hier eine andere entgegengestellt, der zufolge Aktionäre von Publikumsgesellschaften ein gut gestreutes Portefeuille von Aktien halten, so daß das unsystematische Risiko von Agency-Kosten für sie keine Rolle spielt. Es genügt für sie, den Erwartungswert der Agency-Kosten im Durchschnitt der Unternehmen korrekt zu prognostizieren, um sich über ihre Politik bei Erst-, Folgeemissionen und Gewinnausschüttungen, die von anderen Akteuren auf dem Kapitalmarkt durchgesetzt wird, eine risikoadäquate Rendite zu sichern. Infolge der indirekten Kontrolle durch verschiedene Akteure erübrigt es sich für die Aktionäre, die einzelnen Unternehmen intensiv zu überwachen. Ihre Rolle ähnelt daher stark der von Versicherern, die ebenfalls auf eine intensive Kontrolle ihrer Versicherungsnehmer verzichten und dennoch die Agency-Kosten nicht selbst tragen.

Externe Effekte des Agency-Verhaltens der Unternehmer treffen nicht die Aktionäre, sondern die Unternehmer, ihre Mitarbeiter sowie eine weitere Öffentlichkeit. Dies ist zu berücksichtigen, wenn über neue Formen der Unternehmenskontrolle nachgedacht wird. Die übliche Diskussion um die Publikumsgesellschaft legt den Schluß nahe, diese Gesellschaft sei ineffizienter als andere Gesellschaften. Ob dies wirklich zutrifft, ist nicht geklärt; klare empirische Befunde sind notwendig, bevor Verbesserungen der Unternehmenskontrolle vorgeschlagen werden. Andernfalls besteht die Gefahr, daß die vermeintlichen Verbesserungen an falschen Punkten ansetzen.

Schließlich wirft die Verbesserung der Organisation der Unternehmenskontrolle zahlreiche theoretisch wie empirisch ungeklärte Fragen auf. Generelle Antworten werden sich kaum finden lassen, zumal rechtliche und kulturelle Unterschiede zwischen verschiedenen Staaten auch Unterschiede in der optimalen Organisation der Unternehmenskontrolle bedingen.

Literaturangaben

Agrarwal, A.; C. Knoeber [1994]. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. Unpublished manuscript, Wharton School, Philadelphia.

Admati, A.; P. Pfleiderer; J. Zechner [1994]. Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102, 1097-1130.

Benelli, G.; C. Loderer; Th. Lys [1987]. Labor Participation in Corporate Policy-making Decisions: West Germany's Experience with Codetermination. *Journal of Business*, 60, 553-576.

Berle, A.; G. Means [1932]. *The Modern Corporation and Private Property*. New York.

Bühner, R. [1984]. Rendite-Risiko-Effekte der Trennung von Eigentum und Leitung im diversifizierten Großunternehmen. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 36, 812-824.

Demsetz, H.; K. Lehn [1985]. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.

Diamond, D.W. [1984]. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.

Franke, G. [1996]. Shareholders as Insurers of the Firm. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 152, 113-122.

Harris, M; A. Raviv [1991]. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355.

Herrmann, M. [1996]. *Unternehmenskontrolle durch Stiftungen: Eine empirische Untersuchung der Performance stiftungsgetragener Unternehmen.* Diss. Universität Konstanz.

Jensen, M.C. [1986]. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, M.C. [1989]. Eclipse of the Corporation. *Harvard Business Review*, 67 (5), 61-74.

Jensen, M.C.; W. Meckling [1976]. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Kaplan, S. [1989]. The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.

Loughran, T.; J.R. Ritter [1995]. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.

Mehra, R.; E. Prescott [1985]. The Equity Premium - A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15, 145-161.

Mehran, H. [1995]. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38, 163-184.

Meyer, B. [1996]. Are German Stock and Bond Returns Consistent with Equilibrium Asset Pricing? Diskussionspapier, Universität Konstanz.

Milgrom, P.; J. Roberts [1992]. *Economics, Organization, and Management*. Englewood Cliffs.

Padberg, M. [1995]. *Der Einfluß von Kapitalerhöhungen auf den Marktwert deutscher Aktiengesellschaften*. Köln.

Phillips, G.M. [1995]. Increased debt and industry product markets. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 37, 189-238.

Picot, A. (Hrsg) [1995]. *Corporate Governance*. Stuttgart.

Rappaport, A. [1986]. *Creating Shareholder Value*. New York.

Ritter, J. [1991]. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 46, 3-27.

Schmid, F.A. (1996). Beteiligungen deutscher Geschäftsbanken und Corporate Performance, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 116, 273-310.

Spiess, D.K.; J. Affleck-Graves [1995]. Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 38, 243-267.

Stigler, G.; C. Friedland [1983]. The Literature of Economics: The Case of Berle and Means. *Journal of Law and Economics*, 26, 237-268.

Thonet, P.; O. Poensgen [1979]. Managerial Control and Economic Performance in Western Germany. *Journal of Industrial Economics*, 28, 23-37.

Uhlir, H. [1989]. Der Gang an die Börse und das Underpricing-Phänomen. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 1, 2-16.

Williamson, O.E. [1975]. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York.

Witte, E. [1980]. Der Einfluß der Arbeitnehmer auf die Unternehmenspolitik. *Die Betriebswirtschaft*, 40, 541-559.

Witte, E. [1981]. Der Einfluß der Anteilseigner auf die Unternehmenspolitik. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 51, 733-779.