ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schmidt, Reinhard H.; Weiß, Marco

Working Paper

Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen

Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 104

Provided in Cooperation with:
Faculty of Economics and Business Administration, Goethe University Frankfurt

Suggested Citation: Schmidt, Reinhard H.; Weiß, Marco (2003) : Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 104, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Frankfurt a. M.,
https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30-16732

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/76898

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

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
FRANKFURT AM MAIN

FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Reinhard H. Schmidt / Marco Weiß

Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen

No. 104
January 2003

WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING

Reinhard H. Schmidt / Marco Weiß

Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen

No. 104
January 2003

ISSN 1434-3401

Working Paper Series Finance and Accounting are intended to make research findings available to other researchers in preliminary form, to encourage discussion and suggestions for revision before final publication. Opinions are solely those of the authors.

Shareholder vs. Stakeholder: Ökonomische Fragestellungen *

Reinhard H. Schmidt Marco Weiß †

Januar 2003

Zusammenfassung

Der folgende Beitrag geht der Frage nach, wie die Verteilung von Entscheidungs- und Handlungsrechten in Unternehmen im Rahmen der Corporate Governance ausgestaltet werden kann. Im Zentrum der Überlegungen steht die Frage, welcher der am Unternehmen beteiligten Interessengruppen diese Rechte sinnvollerweise zukommen sollten. Insbesondere die beiden polaren Systeme - das auf dem Shareholder-Value-Primat aufbauende System einer ausschließlich im Interesse der Aktionäre geführten Unternehmung auf der eine Seite und einem Corporate Governance-System, das die Interessen aller am Unternehmen beteiligten Stakeholder berücksichtigt, auf der anderen Seite - werden geschildert und mit den Mitteln der ökonomischen Theorie bewertet. Spezifische Investitionen möglicher Stakeholder und die Institutionen und Mechanismen, die eine Absicherung der daraus entstehenden ökonomischen Renten für die jeweiligen Stakeholder erlauben, sind damit wichtige Bestimmungsparameter für die Unternehmensverfassung. Insbesondere die Existenz und Güte von Märkten innerhalb des Finanzsystems, in dem ein Unternehmen tätig ist, lassen das ein oder das andere Corporate Governance-System vorteilhafter erscheinen. Überlegungen zu anderen möglichen Mechanismen, die auf der internen Organisation von Unternehmungen basieren und dadurch eine Feinsteuerung von Entscheidungs- und Handlungsrechten - und der damit verbundenen Machtverteilung zwischen den Interessengruppen im Unternehmen - erlaubt, schließen die Arbeit ab.

JEL Klassifikation: *D23, G34, J41, L22*
Schlüsselbegriffe: *Corporate Governance, Shareholder, Stakeholder, Finanzsystem, Unternehmenskontrolle*

*Erscheint in: Hommelhoff, P., K. Hopt und A. v. Werder (Hrsg.): *Handbuch Corporate Governance.*

†Korrespondenzadresse: Wilhelm Merton-Professur für Internationales Bank- und Finanzwesen; Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt/Main; http://www.finance.uni-frankfurt.de; Telefon: ++49(0)69 798-28268; M@il: maweiss@wiwi.uni-frankfurt.de

1 Ausgangspunkte und Problemstellung

1.1 Problemstellung

Bei der Corporate Governance geht es darum, wer das Recht und faktische Möglichkeiten hat, wesentliche Entscheidungen in Unternehmen zu treffen oder zu beeinflussen, wie solche Entscheidungen getroffen werden, an welchen Zielen sie sich ausrichten und wie kontrolliert wird, ob diejenigen, die wichtige Entscheidungen treffen, auch gute Entscheidungen treffen. Nationale Corporate Governance-Systeme unterscheiden sich deutlich, und diese Unterschiede sind im Zeitablauf erstaunlich stabil. Ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal besteht darin, welche Rolle *Stakeholder*, die nicht zugleich *Shareholder* sind, in den nationalen Corporate Governance-Systemen spielen.

Das Corporate Governance-System von großen börsennotierten Aktiengesellschaften ist in Deutschland, aber auch in vielen anderen kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan, pluralistisch oder stakeholder-orientiert in doppeltem Sinne: Für wesentliche Entscheidungen gelten neben den Interessen der Aktionäre (Shareholder) als der Eigentümer auch die Interessen bestimmter anderer so genannter Stakeholder als relevant. Zudem haben Stakeholder, die nicht zugleich Aktionäre und nicht Spitzenmanager sind, einen aktiven, möglicherweise allerdings nur indirekten, Einfluss auf wesentliche Entscheidungen.

Wie das Beispiel der angelsächsischen Länder zeigt, ist eine Stakeholder-Orientierung weder im Sinne einer Berücksichtigung der Interessen von Stakeholdern noch im Sinne ihrer aktiven Teilnahme an der Unternehmenskontrolle und -steuerung eine Selbstverständlichkeit. Folgt man der gängigen Vorstellung in Wissenschaft, Politik und Wirtschaftspraxis, zählen in diesen Ländern nämlich - solange die in Verträgen und Gesetzen festgelegten Beschränkungen beachtet werden - für Entscheidungen aus normativer Sicht nur die Interessen der Aktionäre, und nur diese selbst oder Personen, die von ihnen beauftragt sind und in ihrem Interesse handeln sollen, haben das Recht und die Möglichkeit, aktiv *corporate control* auszuüben. Die Corporate Governance-Systeme dieser Länder sind interessenmonistisch oder shareholder-orientiert.

Ob neben den Interessen von Aktionären auch die Belange anderer Stakeholder relevant sind oder sein sollen und ob Stakeholder in Entscheidungsgremien eine aktive Rolle spielen können oder sogar sollen, ist zweifellos eine wichtige Frage. Um so erstaunlicher erscheint es, dass es bis vor kurzem fast nur außerökonomische Argumente für oder gegen die Einbeziehung von Stakeholdern[1] in die Corporate Governance gab. Das Fehlen ökonomischer, d.h. auf Allokations-, Effizienz- und Verteilungsfragen ausgerichteter Argumente hat seine Basis in der Grundstruktur der lange unangefochten herrschenden neoklassischen Wirtschaftstheorie, denn unter den Annahmen dieser Theorierichtung gibt es kein ökonomisches Problem der Corporate Governance; und es hat zur Folge, dass Corporate Governance-Fragen weitgehend als politische Fragen, d.h. als Fragen der Machtverteilung bzw. je nach Sichtweise als Fragen der Fairness oder der Entmachtung der Eigentümer, angesehen und behandelt wurden.

Das pluralistische Stakeholder-Konzept ist aus ökonomisch-theoretischer Sicht besonders unbefriedigend. Ihm fehlt das ökonomische Fundament, es ist zu unbestimmt, und es läßt zu viele Fragen offen: Welche Interessen zählen, und wer darf und kann an Entscheidungen mitwirken? Wie kann dies gegebenenfalls geschehen, und welche Folgen hat es für die Shareholder, für die anderen Stakeholder und für die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen? In Deutschland bestimmt spätestens seit den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts korporatistisches Gedankengut

[1] Auch wenn dies sprachlich nicht schön ist, deklinieren wir hier die Worte Stakeholder und Shareholder so, als wären es deutsche Worte.

die einschlägige gesellschafts- und unternehmensrechtliche und wirtschaftspolitische Fachdiskussion und die rechtliche und wirtschaftliche Praxis. Großunternehmen, so kann man diese Sicht der 'Unternehmung an sich' (*Rathenau*) zusammenfassen, sind weitgehend von den Eigentümern oder Aktionären unabhängige organisatorische Gebilde, in denen verschiedene Produktionsfaktoren bzw. Personen, die diese Produktionsfaktoren bereitstellen, bei der Wertschöpfung zusammenwirken. Deshalb seien solche Unternehmen auch *im Unternehmensinteresse* oder, was weitgehend auf dasselbe hinaus läuft, im gemeinsamen Interesse mehrerer Interessengruppen zu führen, die in einem informellen und intransparenten Prozess zum Unternehmensinteresse aggregiert werden. Die gängige Interpretation der aktienrechtlichen Grundnorm in § 77 des Aktiengesetzes, dass der Vorstand die Geschäfte einer AG in eigener Verantwortung führt, weist auch - immer noch, wenn auch heute weniger deutlich als früher - in diese Richtung. Dies impliziert eine generelle Stakeholder-Orientierung.[2]
Die Funktion des Aufsichtsrats besteht in erster Linie darin zu kontrollieren, wie der Vorstand seine gesetzliche - d.h. sehr weit gefasste und wenig bestimmte - Aufgabe erfüllt. Erst in zweiter Linie ist der Aufsichtsrat ein Instrument zur Interessenwahrung für die verschiedenen in Aufsichtsräten vertretenen Stakeholdergruppen. Die Zusammensetzung der meisten Aufsichtsräte großer deutscher Aktiengesellschaften reflektiert diese Aufgabenverteilung. Dies galt schon lange vor der Einführung der gesetzlichen Mitbestimmung auf Unternehmensebene, und es gilt erst recht seither. Ähnliche Auffassungen darüber, was die Aufgabe von Unternehmen ist und wie sie zu führen und zu kontrollieren sind, waren und sind außer in Deutschland in einigen anderen kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan auch heute noch vorherrschend.
Der Vorbehalt der gedanklichen Unklarheit gilt nicht in gleichem Maße für das von Blair als *finance model* bezeichnete Konzept einer strikt aktionärsorientierten Corporate Governance.[3] Die herkömmliche Begründung für dieses Konzept stützt sich allerdings auf eine Fiktion, die ebenso rechtsdogmatisch wie ökonomisch zweifelhaft ist: Eine Aktiengesellschaft gehört ihren Aktionären, und schon deshalb haben letztlich diese das alleinige Recht zu entscheiden. Sie treten dieses Recht nur teilweise ab, um sich zu entlasten und um die spezifische Kompetenz anderer Entscheidungsträger zu nutzen. Streng rechtlich betrachtet gehören den Aktionären aber nicht die mit Aktien finanzierten Unternehmen, sondern nur die Aktien; und warum die Kapitalgeber als Aktionäre die alleinigen Letztentscheider sein sollen, ist ökonomisch nicht a priori klar.
Jede ökonomische Auseinandersetzung mit der Frage, ob Stakeholder in der Corporate Governance eine Rolle spielen, spielen können und spielen sollen, muss von diesen Unklarheiten ausgehen. Dafür erweisen sich die im Abschnitt B dargestellten Konzepte der spezifischen Investitionen und der Unvollständigkeit von Verträgen wie auch von Märkten als hilfreich, aber auch als unverzichtbar.

1.2 Definitionen

Wie die Problemstellung schon deutlich macht, verwenden wir in diesem Beitrag einen weiten Begriff von Corporate Governance: Corporate Governance ist die Gesamtheit der Sachverhalte, der institutionellen Gegebenheiten und der Mechanismen, die bestimmen, wie in Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden und wie Leitung und Kontrolle ausgeübt werden. Dazu gehört die rechtliche Regelung der Entscheidungsbefugnisse ebenso wie das marktmäßige Umfeld, das die Handlungs- und Einflussmöglichkeiten der verschiedenen Stakeholder prägt.
Dieser Begriff der Corporate Governance ist weiter als der der Unternehmensverfassung, der nach üblichem Verständnis nur die formelle Rollenverteilung zwischen

[2] Vgl. dazu ausführlicher Mann (2002), Prigge (1998) und Schmidt und Spindler (1997).
[3] Vgl. Blair (1995, S.107ff.).

den Organen einer Gesellschaft bezeichnet. Er beinhaltet auch mehr als der für die amerikanische Diskussion charakteristische Begriff, wie er von Shleifer/Vishny einem bekannten Aufsatz apodiktisch vorangestellt wird: 'Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.'[4] Diese Definition legt schon vorweg fest, was das Ziel einer Unternehmung ist und wessen Interessen für Entscheidungen maßgeblich sein sollten. Für andere Autoren und vor allem für solche aus Europa und Japan sind diese Fragen Teil der Diskussion über die Corporate Governance selbst und nicht definitorisch vorweg festzulegende Prämissen.
Unser Begriff der Corporate Governance ähnelt hingegen dem von Zingales, der Corporate Governance als die Verteilung der Möglichkeiten definiert, Einfluss auf die Entstehung und die Verteilung von Renten zu nehmen, die eine Unternehmung auf ihren Märkten durch den Einsatz von diversen Ressourcen erzielen kann.[5] Renten sind dabei im traditionell ökonomischen Sinne als diejenigen Erträge zu verstehen, die über die am Markt zu erzielenden Alternativerträge hinaus gehen. Sie sind die Wertsteigerung gegenüber der Marktalternative.
Shareholder sind generell Eigentümer im wirtschaftlichen Sinne, in vielen Fällen sind es gerade die Streubesitz- oder Kleinaktionäre. Eigentümer sind eindeutig dadurch gekennzeichnet, wie sie am Ergebnis der Unternehmenstätigkeit partizipieren: Sie bekommen das Residuum, das übrig bleibt, nachdem die Ansprüche der anderen Anspruchsberechtigten befriedigt sind. Unter Stakeholdern versteht man generell Personen oder Personengruppen, deren ökonomische Situation davon abhängt, wie sich die wirtschaftliche Lage einer Unternehmung entwickelt, und speziell diejenigen, die etwas zu verlieren haben - *who have something at stake* - wenn es der betreffenden Unternehmung wirtschaftlich schlecht geht. Was so definierte Stakeholder zu verlieren haben ist die ökonomische Rente, die sie durch die Einbringung ihrer Ressourcen in die Unternehmung und ihre anhaltende Teilnahme an der Unternehmung erwirtschaften.
Diese Definition von Stakeholdern schließt Arbeitnehmer ein, die ihre Arbeitskraft am Markt nur zu weniger günstigen Bedingungen verkaufen könnten als an die betrachtete Unternehmung. Auch Spitzenmanager können insofern als Stakeholder eingeordnet werden.[6] Zu den Stakeholdern sind auch Kreditgeber zu rechnen, deren Kredite nicht völlig abgesichert sind und die dadurch riskant sind, sowie spezialisierte und wichtige Lieferanten und schließlich Kunden, die bestimmte Leistungen nicht zu gleich günstigen Bedingungen bekommen könnten, wenn es die betreffende Unternehmung nicht gäbe. Auch den Staat als Fiskus und die Sitzgemeinde als Bereitstellerin von Infrastruktur und Interessentin an Arbeitsplätzen für die lokale Bevölkerung kann man als Stakeholder einordnen. Natürlich sind gemäß dieser Definition Aktionäre auch und sogar in erster Linie Stakeholder, denn sie haben das Eigenkapital bereitgestellt und tragen das Risiko, dieses Kapital zu verlieren. Der terminologischen Vereinfachung zuliebe und aufgrund des von den Herausgebern vorgegeben Titels des Beitrags verwenden wir im folgenden den Begriff der Stakeholder aber enger, nämlich nicht als Oberbegriff von Shareholdern und anderen Stakeholdern, sondern im Gegensatz zu den Shareholdern und den Managern. Für den Oberbegriff wird der Ausdruck Interessengruppen gebraucht.
Betrachtet man deutsche Großunternehmen, dann wird am besten an der Zusammensetzung der Aufsichtsräte erkennbar, welche Stakeholdergruppen Einfluss haben. In deutschen Aufsichtsräten sind frühere Spitzenmanager des betreffenden Unternehmens, amtierende oder ehemalige Vorstände anderer Großunternehmen,

[4] Shleifer und Vishny (1997, S.737).

[5] Vgl. Zingales (1998) und Rajan und Zingales (1998). Ähnlich auch Hart (1995) und Blair (1995).

[6] Im folgenden wird der Ausdruck Manager im Sinne von Spitzenmanagern wie beispielsweise Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften verwendet.

Vertreter von Familien mit Anteilsblöcken, Bankvertreter und Arbeitnehmer- bzw. Gewerkschaftsvertreter vertreten und wohl auch einflussreich. Es gibt auch Kleinaktionäre und deren Vertreter, aber es deutet einiges darauf hin, dass diese keinen aktiven Einfluss ausüben (können). Die besondere Stellung der Manager ergibt sich zudem aus der im Aktiengesetz zwingend vorgeschriebenen Kompetenzverteilung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand.

1.3 Gang der Untersuchung

In Abschnitt 2 präsentieren wir einige ökonomische Grundlagen, die verdeutlichen, wann und warum Personen oder Personengruppen zu Stakeholdern in einer Unternehmung werden und worin das Corporate Governance-Problem besteht. Im Abschnitt 3 beschreiben wir die zwei Grundformen von Governance-Systemen und analysieren, warum und wie sie im Prinzip funktionieren. In einem der beiden Systeme gibt es - zumindest auf den ersten Blick - keine Rolle für Stakeholder, während das andere explizit deren Interessen berücksichtigt und Stakeholder in die Governance von Unternehmen einbindet. Wir präsentieren und kontrastieren die wesentlichen ökonomischen Vor- und Nachteile dieser beiden Systeme und ordnen diese in die sie umgebenden Finanzsysteme ein. Abschnitt 4 ergänzt diese Überlegungen um Mechanismen, die eine Feinsteuerung der Machtverteilung in diesen Corporate Governance-Systemen erlauben und so mögliche Probleme der beiden geschilderten Systeme abmildern.

2 Grundlegende ökonomische Konzepte

2.1 Unternehmen und ökonomische Renten

Inhaltlich und methodisch ist das Thema der Corporate Governance in die Theorie der Unternehmung eingebettet. Unternehmen sind Institutionen, in denen die Ressourcen verschiedener *resource providers* miteinander kombiniert werden, um auf Absatzmärkten verwertbare Leistungen zu erstellen und zu einem Preis zu verkaufen, der höher ist als die Summe der Alternativerträge der eingesetzten Ressourcen. Wie in einem Netzwerk von Verträgen verbinden Unternehmen die verschiedenen Ressourcenbereitsteller untereinander. Die Unternehmung als Rechtsgebilde stellt den Mittelpunkt dieses Netzwerkes dar.[7] Die Kontrakte mit den Lieferanten der Ressourcen räumen diesen bestimmte Ansprüche auf das (unsichere) Ergebnis der gemeinsamen wirtschaftlichen Tätigkeit ein, und ausdrücklich und absichtlich oder unerkannt und unbeabsichtigt gewähren sie ihnen auch bestimmte Handlungs- und Einflussmöglichkeiten.

Eine der Ursachen für die Entstehung von Renten sind besondere Ressourcen oder Fähigkeiten der Unternehmung, einschließlich der Fähigkeit, vorhandene Produktionsfaktoren in einer besonderen Weise zu nutzen und zu kombinieren. Ob Renten erwirtschaftet werden können oder Wert geschaffen wird, beruht zugleich auf Entscheidungen der Unternehmung oder ihres Managements und auf denen der Ressourcenbereitsteller. Erstere müssen entscheiden, ob sie bestimmte Ressourcen beschaffen und wie sie sie einsetzen, und letztere müssen sich dazu entschließen, ihre Ressourcen einzubringen. Sie werden dann dazu bereit sein, wenn die Unternehmung in der Lage ist, sie ausreichend zu entlohnen. Dies hängt unter anderem davon ab, wie ein Unternehmen geführt und kontrolliert wird, also letztlich auch von der Corporate Governance.

Diese Überlegungen helfen, die Anforderungen an ein gutes Corporate Governance-System genauer zu bestimmen. Es muss erstens sicherstellen, dass Macht und Ein-

[7] Vgl. dazu Jensen und Meckling (1976).

fluss beim Einsatz der Ressourcen denjenigen zukommen, die möglichst viel zur Entstehung der Renten oder des Wertes beitragen können und auch bereit und daran interessiert sind, dies zu tun. Dass Renten bzw. Wert durch den gemeinsamen Einsatz der verschiedenen Ressourcen erreicht wird, schafft ein Zurechnungsproblem und ein Verteilungsproblem. Ein Corporate Governance-System sollte deshalb zweitens dafür sorgen, dass die Renten nicht durch Verteilungskonflikte zunichte gemacht werden.[8] Drittens muss die Verteilung der zu schaffenden Renten so erfolgen, dass diejenigen, die ihre Ressourcen einbringen bzw. selbst in dem Netzwerk Unternehmung mitarbeiten könnten, dies nicht nur überhaupt tun, sondern dass sie sich dabei auch in einer Weise verhalten, dass dadurch viel an letztlich verteilbaren Renten entsteht.

Um zu verdeutlichen, warum diese Funktionen nicht sehr leicht erfüllbar sind, erläutern wir im folgenden zwei wichtige Konzepte: das der Spezifität von Ressourcen und das der Unvollständigkeit von Verträgen. Erst gemeinsam werfen sie die Frage nach der Zuweisung von Entscheidungsrechten auf.

2.2 Spezifische Güter, spezifische Investitionen und unvollständige Verträge

Man nennt ein Gut spezifisch, wenn sein Wert eng an eine zugrunde liegende ökonomische Beziehung gekoppelt ist: Existiert und funktioniert die Beziehung, ist der Wert hoch, andernfalls ist er niedrig. In vielen Fällen sind Güter, die in diesem Sinne spezifisch sind, besonders geeignet, innerhalb der Beziehung Wert bzw. Renten zu schaffen. Es liegt nahe, dass eine Unternehmung versucht, spezifische Ressourcen an sich zu binden, und *eigentlich* ist dies auch für diejenigen vorteilhaft, die die Ressourcen einbringen könnten, denn im Prinzip gibt es die Möglichkeit, den aus der Spezifität bzw. der Spezialisierung erwachsenden Vorteil fair aufzuteilen. Das Musterbeispiel für ein spezifisches Gut ist eine technische Anlage, die fest installiert ist und nur im Rahmen des einen Unternehmens genutzt werden kann.

Eine Investition heißt spezifisch, wenn durch sie ein spezifisches Gut selbst oder die Möglichkeit zur Erstellung eines solchen geschaffen wird. Die Besonderheit einer spezifischen Investition besteht in der zeitlichen Struktur: Investitionsausgaben werden früher getätigt, als sich die Vorteile aus dem Einsatz des spezifischen Gutes realisieren. Wer eine spezifische Investition vornehmen könnte, wird dies nur tun, wenn er damit rechnen kann, dass er nicht nur an der Kooperationsrente beteiligt wird, sondern auch die sogenannte Quasirente bekommt und damit die *sunk costs* der Investition zurück gewinnt.[9]

Idealerweise wird bei der Einbringung von Ressourcen, seien sie spezifisch oder auch nicht, vertraglich vereinbart, wie die Ressourcen unter allen denkbaren Umweltentwicklungen genutzt werden und wie die zustandsabhängigen und damit unsicheren Ergebnisse des Einsatzes aller Ressourcen verteilt werden. Und ebenfalls idealerweise kann ein potenzieller *resource provider* damit rechnen, das zu bekommen, was ihm als zustandsabhängige Entlohnung zugesichert worden ist. Auf der Basis dieser Erwartungen kann er entscheiden, ob er seine Ressourcen einbringen will. Entscheidet er sich dafür, dann wird dies für ihn im Lichte seiner Alternativen, Ziele und Erwartungen vorteilhaft sein. Seine Partizipationsbedingung ist erfüllt.

In der Realität kann freilich niemand alle möglichen Entwicklungen der Umwelt vorhersehen, und es ist erst recht nicht möglich, für alle möglichen Entwicklungen vertraglich und gerichtsfest zu vereinbaren, was geschehen soll. In der Realität gibt es wirkliche Überraschungen und alle Verträge sind unvollständig. Dies hat gravierende Konsequenzen. Außer der Unsicherheit darüber, wie sich die Umwelt entwi-

[8] Zu Aktivitäten des *rent-seekings* vgl. Milgrom und Roberts (1990).

[9] Zum Konzept der Spezifität vgl. v.a. Williamson (1985) und Klein et al. (1978).

ckelt, gibt es für jemanden, der erwägt, seine Ressourcen einzubringen, noch eine zweite Quelle der Unsicherheit: die Verhaltensunsicherheit. Der verteilbare zukünftige Ertrag hängt auch von Entscheidungen ab, die nach der Einbringung getroffen werden. Die Notwendigkeit und die Möglichkeit, zukünftig noch Entscheidungen zu treffen, bestimmt nicht nur die Höhe der zu verteilenden Renten, sondern auch deren Verteilung, denn auch diese ist nicht immer vertraglich genau vorweg festlegbar. Wer die Residualentscheidungen trifft, wird dies - im Rahmen von Verträgen und Gesetzen - typischerweise so tun, dass ihm oder denjenigen, in deren Interesse er diese Entscheidungen trifft, möglichst hohe Nettovorteile zufließen. Der Versuch, eine aus Sicht des Entscheiders vorteilhafte Verteilung zu erreichen, kann zusätzlich Rückwirkungen darauf haben, wie viel zu verteilen ist, und beides zusammen bestimmt letztlich, wie viel die Ressourcenbereitsteller zu erwarten haben, die keine Entscheidungsmacht haben.
In dieser Situation erweist es sich als besonders wichtig, ob Ressourcen spezifisch sind oder auf spezifische Investitionen zurückgehen. Denn ein spezifisches Gut kann definitionsgemäß nicht ohne ökonomische Nachteile aus der Beziehung herausgelöst werden, in die es eingebunden ist. Wer eine nicht-spezifische Ressource einbringt, hat immer weitgehende Möglichkeiten, sich vor Entwicklungen zu schützen, die seine Interessen verletzen würden, denn er kann seine Ressource abziehen oder - im Sinne Hirschmans bekannter Dichotomie - abwandern.[10] Erst die Spezifität schafft die besondere Gefahr, denn bei spezifischen Ressourcen ist die Exit- oder Marktalternative definitionsgemäß nicht gleichwertig. Wer spezifische Ressourcen einbringt, hat auch später keine oder nur geringe Verhandlungsmacht, wenn es darum geht, wie die gemeinsame Rente erzeugt und verteilt wird. Wer zudem spezifische Investitionen getätigt hat, muss sogar fürchten, nicht einmal seine Quasirente zu bekommen. Eine viel diskutierte Lösungsmöglichkeit bei solchen spezifischen Investitionen ist das Verlagern der Unternehmensgrenzen. Durch vertikale Integration von vor- oder nachgelagerter Wertschöpfungsstufe kann Entscheidungsmacht so verteilt werden, dass möglichst effiziente Investitionsentscheidungen getroffen werden.[11] Spezifische Investitionen auf diesen Stufen können durch ein Bündeln der Entscheidungsrechte unter einem Management sichergestellt werden. Dies ist eine einfache und einleuchtende Lösung, die viele Anwendungsbeispiele hat. Durch solch eine Verlagerung wird es unnötig, dass Kunden oder Lieferanten generell in der Corporate Governance Beachtung finden müssen.

2.3 Das ökonomische Interesse an der Unternehmensherrschaft

Die besondere Gefahr für denjenigen, der ein spezifisches Gut als Ressource einbringt und zumal eines, das auf eine spezifische Investition zurück geht, schafft ökonomische Anreize, sich zu schützen. Eine wichtige Möglichkeit des Schutzes besteht darin, sich von vornherein nicht auf eine Beziehung einzulassen, in der man vor allem mit den Nachteilen der Eingebundenheit rechnen muss. Aber diese Situation, in der Selbstschutz des potenziell Schwächeren durch Rückzug angezeigt erscheint, hat nicht nur Nachteile für die später gegebenenfalls schwächere Partei, sondern auch für die Partei, die später, weil sie Entscheidungsmacht hat und/oder weil ihre Ressourcen weniger spezifisch sind, in der stärkeren Position sein wird: Auch ihr entgeht der Vorteil aus dem gemeinsamen Einsatz von Ressourcen, die sich gut ergänzen würden, ein Vorteil, den sie erlangen könnten, wenn sie nur die Möglichkeit hätten, sich vorweg an ein späteres faires Verhalten zu binden. Deshalb haben beide Seiten ein Interesse daran, wie die Residualentscheidungsrechte zugeordnet werden

[10] Vgl. Hirschman (1970).
[11] Vgl. Williamson (1985).

und - allgemeiner - die Corporate Governance eines Unternehmens ausgestaltet ist.

3 Shareholder- versus Stakeholder-Interessen

3.1 Unternehmensherrschaft im alleinigen Interesse der Shareholder

Faktisch gibt es in jeder Gesellschaft Personen und Personengruppen, die die Entscheidungsmacht in Unternehmen an sich gezogen haben. Insofern ist die Frage, wem diese Macht zugewiesen werden soll, eine hypothetische, künstliche Frage. Dennoch ist sie legitim und sinnvoll, weil sie eine Einschätzung existierender und erdachter Corporate Governance-Systeme erlaubt. Wir beginnen mit der Diskussion der Bedingungen und der Gründe, die es ökonomisch sinnvoll erscheinen lassen, dass Stakeholder in der Corporate Governance *keine* Rolle spielen. Die Ausgangsfrage dieses Abschnitts lautet deshalb: Warum sollte ein Corporate Governance-System so ausgestaltet sein, dass Entscheidungen letztlich nur im Interesse von Eigentümern und damit nur nach dem Kriterium des Shareholder-Value getroffen werden?
Die erste Hälfte der Antwort ergibt sich daraus, dass Eigentümer definitionsgemäß Gewinnberechtigte und Risikoträger, also *residual claimants*, sind. Als solche haben sie ein unmittelbares Interesse an Entscheidungen, die in ihrem Sinne gut sind. Wenn sie allein und voll von den Folgen der Entscheidungen betroffen sind, gibt es keine externen Effekte und keine Anreizverzerrungen, und die Entscheidungen, die für sie vorteilhaft sind, sind auch gesellschaftlich effizient im Sinne des Pareto-Kriteriums. Es ist also effizient, Risikoübernahme und Entscheidungsrechte zu kombinieren.
Als *residual claimants* und Risikoträger sind Eigentümer daran interessiert, möglichst viel Wissen in Entscheidungen einfließen zu lassen. Dies kann die Qualität der Entscheidungen verbessern. Die Absicht, Wissen für Entscheidungen zu mobilisieren ist einer der Gründe, warum Eigentümer Manager einsetzen und ihnen einige Herrschaftsrechte übertragen. Die Beauftragung von Managern kann allerdings dazu führen, dass diese neben Aktionärsinteressen oder sogar anstelle von Aktionärsinteressen ihre eigenen Ziele verfolgen. Dies führt zu dem klassischen Corporate Governance-Problem der Managersteuerung, das spätestens seit Berle/Means im Mittelpunkt der amerikanischen Diskussion steht.[12]
Die zweite Hälfte der Antwort betrifft die Frage, warum oft gerade die Personen *residual claimants* und deshalb sinnvollerweise entscheidungsberechtigt sind, die Unternehmen auch in wesentlichem Umfang Kapital zur Verfügung stellen. Warum sind meistens die Kapitalisten die Eigentümer? Ein Grund dafür ist, dass die Funktion, Risiko zu tragen, nur dann gegenüber Dritten glaubwürdig übernommen werden kann, wenn die, die zu haften versprechen, ihr Versprechen auch glaubhaft machen können. Das gelingt am besten durch die Einlage von Kapital oder, in den Worten von Fama/Jensen, 'by putting up front money'[13]. Wenn die Risiken beträchtlich sind, weil aus technologischen Gründen viel Kapital eingesetzt werden muss, ist es effizient, Risikoübernahme und Entscheidungsrechte mit der Kapitalüberlassung zu kombinieren.
Daneben gibt es einen weiteren Grund, warum es ökonomisch sinnvoll erscheint, Herrschaftsrechte in Unternehmen den haftenden Kapitalgebern zuzuweisen: Wer langfristig haftendes Kapital bereitstellt, muss gegebenenfalls damit rechnen, dass andere, die sich nicht in der gleichen Position befinden wie er, Folgeentscheidungen treffen würden, die seinen Ertragsanspruch entwerten. Wenn ein Unternehmen irreversible Investitionen durchführt, können sich haftende Eigenkapitalgeber nicht

[12] Vgl. Berle und Means (1932) sowie zur Einordnung Blair (1995, Kap.2) und Shleifer und Vishny (1997).
[13] Fama und Jensen (1983).

dadurch schützen, dass sie kollektiv ihr Kapital abziehen, denn das würde das Unternehmen in die Insolvenz treiben und dadurch die getätigten Realinvestitionen entwerten. Es bliebe nichts übrig, was sich die Eigenkapitalgeber durch einen Kapitalrückzug zurückholen könnten.

Daraus folgt: Die Investitionen von Eigenkapitalgebern und *residual claimants* sind in vielen Fällen[14] ausgeprägt spezifisch. Zumindest für rational handelnde Akteure ist diese Gefahr erkennbar. Daher werden sie sich kaum dazu entschließen, haftendes Eigenkapital bereitzustellen, wenn ihnen nicht Herrschaftsrechte zugewiesen werden oder auf andere Weise sichergestellt wird, dass ihre Interessen gewahrt werden. Der Einfluss kann direkt über eine starke Rolle der Eigentümer oder ihrer Vertreter in der Unternehmensleitung ausgeübt werden oder indirekt über den Mechanismus des *market for corporate control* wirken. Dieser Mechanismus bringt Manager, auch wenn sie nur im eigenen Interesse an der Absicherung ihrer Position handeln, dazu, sich genau so zu verhalten, wie es den Interessen der Aktionäre entspricht.[15]

Die vorangegangenen Überlegungen könnten den Schluss nahe legen, dass aus Effizienzgründen ausschließlich die Shareholder das Herrschaftsrecht in Unternehmen haben sollten. Doch diese Folgerung gilt nicht generell und nicht streng. Streng logisch würde sie nur dann gelten, wenn es entweder für die sonstigen Stakeholder bedeutungslos wäre, wie die mit der alleinigen Entscheidungsmacht ausgestatteten Eigentümer diese Macht nutzen oder wenn es keine aus der Sicht der Shareholder unerwünschten Reaktionen der Stakeholder darauf geben könnte oder geben würde, wie die Herrschaftsmacht gebraucht wird. Sind diese Bedingungen erfüllt, dann bedeutet jede Zuweisung von Entscheidungsrechten an andere als die Aktionäre und von diesen beauftragte Manager nur einen Effizienzverlust.

Wie Eigentümer entscheiden, wäre für *resource providers* dann bedeutungslos, wenn diese entweder durch die bei Beginn der Kooperation abgeschlossenen Verträge und ein perfektes Rechtswesen völlig gesichert wären oder wenn sie, sobald sich Probleme in der Kooperation abzeichnen, ohne Verlust ihre Beziehungen mit dem einen Unternehmen beenden und andere Beziehungen zu den gleichen Marktkonditionen eingehen könnten. Es wäre für die Shareholder dann bedeutungslos, wie Stakeholder auf die Machtverteilung und auf konkrete Entscheidungen reagieren würden, wenn die *resource provider* überhaupt nicht beeinflussen könnten, wie wertvoll die von ihnen eingebrachten Ressourcen wären, d.h. wenn sie nur Verkäufer ihrer Ressourcen und nicht Partner bei der Wertschöpfung wären. Vollkommene Verträge und vollkommene Märkte für alle Interessengruppen wären eine hinreichende Bedingung für die Optimalität eines Governance-Systems, in dem nur die Interessen der Shareholder eine Rolle spielen.

Diese Bedingungen sind nie streng erfüllt. Damit lässt sich ein rein shareholder-orientiertes Corporate Governance-System auch nicht als strikt optimal beweisen. Diese Aussage lässt allerdings nicht den Umkehrschluss zu, dass ein rein shareholder-orientiertes Corporate Governance-System immer schlechter ist als jedes andere. Möglicherweise ist es vorteilhaft, die Herrschaftsrechte nicht auf mehrere Interessengruppen aufzuteilen, zum Beispiel weil dies Entscheidungen verzögern könnte. Vermutlich ist ein allein auf die Shareholder ausgerichtetes Corporate Governance-System unter dem Gesichtspunkt der gesamtgesellschaftlichen Effizienz besser als jedes andere, bei dem nur eine andere Stakeholdergruppe Einfluss hätte. Und wenn die oben genannten Bedingungen wenigstens weitgehend erfüllt sind, d.h. wenn die Märkte gut entwickelt und die erforderlichen Produktionsfaktoren eher einfacher Art sind, könnte ein rein shareholder-orientiertes Corporate Governance-System auch besser sein als ein pluralistisches.

[14] Das gilt insbesondere für die Unternehmen der *Old Economy*; man denke beispielsweise an ein Stahlwerk

[15] Vgl. Jensen und Ruback (1983).

3.2 Unternehmensherrschaft auch im Interesse von Stakeholdern

Wir haben eingangs schon betont, dass die Tatsache, dass sie zur Wertschöpfung der Unternehmen beitragen, aus ökonomischer Sicht allein kein gutes Argument darstellt, warum Stakeholder in der Corporate Governance eine Rolle spielen sollten. Diese gerade in der deutschen Literatur verbreitete traditionelle Begründung eines stakeholder-orientierten Ansatzes[16] ist theoretisch unbefriedigend. Danach haben wir drei wesentliche Argumente genannt, warum Eigenkapitalgeber Herrschaftsrechte beanspruchen können: (1) Sie sind besonders stark von den Entscheidungen betroffen, die in und für Unternehmen getroffen werden, nachdem sie ihnen ihr Kapital überlassen haben. (2) Wirtschaftlich sind die mit Eigenkapital finanzierten Investitionen in besonderem Maße spezifische Investitionen, und (3) ist es für die Unternehmung als ganze oder für die Gesamtheit derer, die von der Teilhabe an dem Unternehmen profitieren, besonders wichtig, die Befürchtungen potenzieller Eigenkapitalgeber auszuräumen und sie zur Kapitalüberlassung zu bewegen. Herrschaftsrechte für Eigenkapitalgeber können ökonomisch damit erklärt werden, dass sie die Befürchtungen von Eigenkapitalgebern mildern und dadurch die Kapitalbeschaffung erleichtern.

Heute, in einer Zeit zunehmender Komplexität und zunehmender Bedeutung spezifischen Wissens, gelten diese Argumente aber auch für andere Stakeholdergruppen. Sie treffen besonders bei Mitarbeitern zu, die über spezifisches Wissen verfügen, das insbesondere in der betreffenden Unternehmung wertvoll ist. Diese Mitarbeiter sind - mehr noch als andere - wesentlich daran interessiert, wie sich das Unternehmen, an das sie sich binden, in der Zukunft entwickelt, weil ihre Alternativen am Markt die Nutzung des unternehmensspezifischen Wissens nicht erlauben würden. Und schließlich ist es aus der Sicht des Unternehmens wichtig, sie dazu zu motivieren, dass sie ihr unternehmensspezifisches Wissen entwickeln, zumal es weitgehend unbeobachtbar und nicht vertraglich festlegbar ist, ob sie dies wirklich tun.

Ähnliche Überlegungen gelten auch für bestimmte Fremdkapitalgeber. Angesprochen sind hier vor allem Banken, die sich auf langfristige und wirtschaftlich nicht vollständig gesicherte Finanzierungen einlassen. Ihre Forderungen können nicht wie Anleihen jederzeit am Markt veräußert werden, d.h. sie stellen auch in starkem Maße beziehungsspezifische Investitionen dar.

Beide genannten Stakeholdergruppen, aber auch andere, sollen nicht nur dazu veranlasst werden, sich einmal zur Durchführung spezifischer Investitionen zu entschließen, sondern sie sollen auch danach ökonomische Anreize haben, sich hinsichtlich ihrer spezifischen Ressourcen so zu verhalten, dass sie die Renten für alle Unternehmensbeteiligten steigern. Mitarbeiter sollten motiviert sein, ihr spezifisches Wissen einzusetzen, und Banken sollten Unternehmen auch in kritischen Situationen beistehen wollen.

Es spricht viel für die Vermutung, dass Unternehmen um so erfolgreicher im Wettbewerb sind, je mehr es ihnen gelingt, spezifische Ressourcen zu entwickeln, an sich zu binden und effektiv zu nutzen. Eine aktive Rolle der Stakeholder in der Corporate Governance könnte dazu beitragen. Diese Überlegungen schwächen die Argumente für eine Corporate Governance, die sich ausschließlich an Shareholdern und ihren Interessen orientiert und davon ausgeht, dass andere Stakeholder durch Verträge und Gesetze bzw. funktionierende Märkte geschützt sind.

[16] Zahlreiche Quellen mit dieser Ausrichtung finden sich beispielsweise in der Festschrift für Horst Steinmann, von dem selbst die vermutlich einflussreichste Arbeit mit dieser Ausrichtung stammt. Vgl. Steinmann (1969) und Kumar et al. (1999).

3.3 Corporate Governance als Verfassungsvertrag

Mit der Einbeziehung der Stakeholder in die Corporate Governance kann sich allerdings ein Interessenkonflikt ergeben, denn die Stakeholder haben eher als die Shareholder ein Interesse daran, dass sich Unternehmen stetig entwickeln und wachsen, ohne allzu große Risiken einzugehen. Dies kann zu Lasten des Shareholder-Value gehen. Ob dies letztlich die ökonomische Situation der Eigenkapitalgeber schwächt, lässt sich nicht generell sagen. Die einschlägigen empirischen Belege sind unvollständig und methodisch angreifbar, allerdings sprechen sie in ihrer Gesamtheit eher nicht dafür, dass Stakeholder-Einfluss die Performance der Unternehmen und ihrer Aktien beeinträchtigt.[17]

Interessanter ist in dem hier zu diskutierenden Zusammenhang die zeitliche Dimension dieses Konfliktes. In einer Shareholder-dominierten Unternehmung kann sich folgende Situation einstellen: In einem gedanklichen Ausgangspunkt liegt es im Interesse der Shareholder, dass Stakeholder ex ante spezifische Investitionen tätigen und enge Bindungen eingehen. Solche Investitionen würden nicht nur den Gesamtwert der Unternehmen, sondern auch den Shareholder-Value steigern. Ex post, wenn die Investitionen versunken sind, kann es hingegen im Interesse der dann entscheidungsberechtigten Shareholder liegen, sich im Sinne eines *hold-ups* zu verhalten, d.h. die Stakeholder um ihre Quasirenten - möglicherweise auch um ihren Anteil an den versprochenen eigentlichen Renten - zu bringen. Haben sie die Macht, dann können sie sich opportunistisch verhalten. Die Stakeholder haben Anlass zu entsprechenden Befürchtungen und werden sich deshalb schon in der Ausgangssituation nicht so verhalten, wie es die Shareholder wünschen. Eigentümer könnten Versprechungen machen, doch diese wären nicht glaubwürdig. Ihr Problem besteht darin, sich wirksam zu binden.

Eine denkbare Möglichkeit, sich wirksam und glaubwürdig zu binden, besteht darin, ein Corporate Governance-System zu schaffen, das Stakeholdern wirksame Einflussrechte und Möglichkeiten gewährt, die es ihnen erlauben, ihre Interessen zu wahren.[18] Insofern kann man die Corporate Governance als einen Vertrag ansehen, allerdings nicht als einen Vertrag, der festlegen würde, wer unter welchen Bedingungen welche Zahlungen und welche anderen Vorteile zu erwarten hat, weil ein solcher Vertrag wegen der unvermeidlichen Unvollständigkeit nicht wirksam sein könnte, sondern als einen relationalen Verfassungsvertrag, der regelt, wie das Recht und die Möglichkeiten verteilt sein sollen, später in unvorhergesehenen und vielleicht unvorhersehbaren Situationen Entscheidungen zu treffen oder sie zumindest zu beeinflussen.

Dieser Verfassungsvertrag ist kein realer Vertrag, er ist ein gedankliches Konstrukt. Man muss sich ihn als einen Vertrag vorstellen, der zwischen Shareholdern und allen Stakeholdern in einer idealen herrschaftsfreien Verhandlungssituation abgeschlossen würde, denn für jede einzelne Interessengruppe ist es wichtig, wer welche Rechte und Handlungsmöglichkeiten hat. Der gedachte Vertrag würde einzelnen Stakeholdergruppen gewisse Rechte einräumen, zum Beispiel das Recht informiert zu werden, bestimmten Entscheidungen widersprechen zu können und gewisse Initiativen zu ergreifen. Welche Rechte dies sein könnten, lässt sich nicht allgemein sagen. Aber die zugrunde liegende Idee der freien Vereinbarung gibt Anhaltspunkte: Es müssten die und nur die Rechte und Möglichkeiten sein, von denen die Stakeholder und die Shareholder in dem gedachten Ausgangszeitpunkt vereinbaren würden, dass sie den Stakeholdern eingeräumt werden, damit sie bereit sind, die für den Gesamtwert der Unternehmung wichtigen spezifischen Investitionen zu tätigen. Vermutlich würde ein solcher Verfassungsvertrag eine andere Verteilung der Rollen in der Corporate

[17] Vgl. Jorion und Goetzmann (1999), Gorton und Schmid (2000), Sadowski et al. (2001) sowie Frick et al. (1999).

[18] Vgl. zum folgenden ausführlicher Schmidt und Spindler (1997) und Schmidt (1997).

Governance festlegen, als sie von den traditionellen Vertretern einer Stakeholder-Orientierung befürwortet wird.
In einem solchen Vertrag würde aller Voraussicht nach dem Management eine besondere Rolle zugesprochen. Es hätte die Aufgabe, die Unternehmung zu leiten, und dabei wäre es weniger der *Agent* der Eigentümer, als der aller Stakeholder und damit zugleich die Partei, die besonders dazu aufgerufen wäre, den Geist und Inhalt des Verfassungsvertrages zu bewahren. Das würde das Management freilich in eine sehr starke Rolle bringen und damit das Governance-Problem entstehen lassen, dass das Management letztlich vor allem im eigenen Interesse handeln würde. Deshalb muss der Governance-Vertrag auch eine allgemeine Richtschnur enthalten, wie sich das Management verhalten soll, und Vorkehrungen zur Kontrolle, ob diese Richtschnur beachtet wird, beinhalten. Die allgemeine Richtschnur könnte die Maximierung des Gesamtwertes der Unternehmung - im Sinne der Summe der Werte der Ansprüche aller Stakeholder - sein, wobei aber eine wichtige Nebenbedingung zu beachten ist. Die einzelnen Stakeholdergruppen sollen in allen möglichen Umweltlagen nicht schlechter gestellt werden, als sie ex ante in dem Vertrag zugestimmt hätten. Beispielsweise würden Mitarbeiter vermutlich zustimmen, unter bestimmten Bedingungen entlassen zu werden, oder Banken würden die Möglichkeit von Kreditausfällen nicht generell ausschließen. Man kann die Vorgabe für das Management auch kurz so formulieren: Gesamtwertmaximierung unter der Nebenbedingung von fairem, nicht-opportunistischem Verhalten gegenüber allen Stakeholdern. In vielen Fällen, aber eben nicht in jedem Fall, dürfte die Orientierung an dieser Vorgabe auf dasselbe hinaus laufen wie die Vorgabe, den Marktwert des Eigenkapitals zu maximieren. Ergänzend muss es eine Vorkehrung geben, wie das Management kontrolliert wird, dass es sich an diesem Ziel orientiert. Dies müsste die Aufgabe eines pluralistisch besetzten Aufsichtsrats sein, der funktionsfähig ist und seine Kontrollfunktion ernst nimmt.

3.4 Konsistenz der Corporate Governance als Funktionsbedingung

Es versteht sich nicht von selbst, dass ein pluralistisches Corporate Governance-System, wie wir es als Idealtypus eines Stakeholder-Regimes beschrieben haben, auch funktionsfähig ist. Wie sehr bestimmte Rechte und Möglichkeiten einzelne Stakeholdergruppen effektiv schützen und dazu beitragen, dass diese Stakeholdergruppen, wenn sie im eigenen Interesse handeln, zugleich den Gesamtwert der Unternehmung steigern, hängt wesentlich davon ab, welche Rechte und Möglichkeiten andere Stakeholdergruppen haben und wie sie diese nutzen. Eine pluralistische oder stakeholder-orientierte Corporate Governance wäre jedenfalls dann nicht sinnvoll, wenn jegliche Aufteilung von Entscheidungs- und Kontrollrechten auf mehrere Interessengruppen nur zur Folge hätte, dass Entscheidungen schwerfällig werden und unsachgemäß getroffen werden, und wenn Sachdiskussionen nur dazu dienen, die eigene Interessengruppe im Verteilungskampf zu begünstigen.
Es wäre intellektuell äußerst befriedigend, wenn man modellhaft abbilden könnte, welche Konsequenzen verschiedene denkbare Zuordnungen von Entscheidungs- und Einflussrechten für alle verschiedenen Interessengruppen, d.h. für die Shareholder, die Stakeholder und die Manager, hätten und wie sie sich auf die Qualität der Entscheidungen und letztlich auf die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen auswirken würden.[19] Dann wäre die Ermittlung der optimalen Corporate Governance nur eine Rechenaufgabe. Von dieser Kenntnis der Zusammenhänge sind wir weit entfernt, vielleicht ist sie unerreichbar. Gleichwohl ist es wichtig, diese Rückwirkungen wenigstens ansatzweise zu erfassen. Das im folgenden darzustellende methodische

[19] Zu einem ersten Ansatz vgl. Tirole (2001).

Instrumentarium von Komplementarität und Konsistenz erweist sich hier als hilfreich.
Die Gesamtheit der Mechanismen der Corporate Governance, mit denen sich die einzelnen Interessengruppen schützen und gegebenenfalls Einfluss ausüben, bildet ein System. Ein solches System besteht aus Elementen, die unterschiedliche Ausprägungen annehmen können. Ein solches Element ist beispielsweise die Möglichkeit von Kreditgebern, sich aktiv in die Sanierung eines Unternehmens einzuschalten, das in finanziellen Schwierigkeiten steckt. Hier kann es die Ausprägung 'eine aktive Rolle bei der Sanierung ist rechtlich nicht problematisch' und die entgegengesetzte Variante geben.[20]
Komplementarität ist eine Eigenschaft von Systemen bzw. ihren Elementen. Die Elemente eines Systems sind komplementär zu einander, wenn sie Ausprägungen oder Werte annehmen können, so dass sich die positiven Effekte gegenseitig verstärken und die negativen Effekte sich gegenseitig abschwächen. Komplementarität bezeichnet somit ein Potenzial: Die Elemente eines Systems können zusammenpassen, und es ist für alle Beteiligten und damit für die Funktionsfähigkeit des Systems wichtig, ob seine Elemente Ausprägungen annehmen, so dass sie auch wirklich zusammenpassen. Corporate Governance ist in diesem Sinne ein System aus komplementären Elementen.[21] Man kann die Elemente dieses Systems gedanklich so ordnen, dass man für Shareholder und Stakeholder fragt, wie sie sich schützen bzw. ob und wie sie Einfluss auf das Management nehmen.
Konsistenz liegt dann vor, wenn die Elemente eines Systems wirklich Werte annehmen, die zu einander passen und damit das Potenzial der Komplementarität ausnutzen. Die Prototypen von Corporate Governance-Systemen, das Insider- und das Outsider-System in der bekannten Klassifikation von Franks/Mayer[22] sind in diesem Sinne konsistent, und die realen Corporate Governance-Systeme Deutschlands und Japans einerseits und Großbritanniens und der USA andererseits, die jedenfalls bis vor einiger Zeit diesen Prototypen entsprachen, sind auch weitgehend konsistente Systeme. Nur konsistente Systeme - aber dann auch alle konsistenten Systeme - haben ökonomisch positive Effekte.
Ein *Outsider-System* der Corporate Governance ist interessenmonistisch und shareholder-orientiert. Seine Funktionsfähigkeit beruht auf Marktmechanismen. Die über Märkte gegebenen *exit opportunities* bieten Shareholdern und Stakeholdern Schutz. Keine Interessengruppe übt aktiv direkten Einfluss auf die Entscheidungen des Managements aus. Das Verhalten des Managements wird auch über Marktmechanismen, insbesondere den *market for corporate control* gesteuert, und dies so, dass es allein den Aktionärsinteressen entspricht. Konsistent ist ein solches System dadurch, dass die Möglichkeiten aller Interessengruppen zur *Abwanderung* als Mittel des Selbstschutzes sich gegenseitig verstärken. Wenn Mitarbeiter ihre Interessen durch Abwanderung schützen können, ist es leichter und wirkungsvoller, dass dies auch die Eigen- und Fremdkapitalgeber tun, und umgekehrt. Und wenn sich alle Interessengruppen im wesentlichen auf Marktoptionen zu ihrem Schutz einstellen, funktioniert der Markt für Unternehmensherrschaft und damit die Verhaltenssteuerung für das Management besser, als wenn es eine oder einige Gruppen gäbe, die ihre Interessen durch direkten Einfluss und *Widerspruch* zu sichern versuchen würden. Der Vorteil eines shareholder-orientierten Outsider-Systems ist, dass es zu klaren und reaktionsfähigen Entscheidungsstrukturen führt. Die Maxime für das Management, sich ausschließlich am Shareholder-Value zu orientieren, ist ein wesentlicher Teil dieser Klarheit. Seine Hauptschwäche besteht darin, dass die Anreize für Sta-

[20] Dieses spezielle Element des Corporate Governance-Systems, das in Deutschland die erste und in England die zweite Ausprägung annimmt, steht im Mittelpunkt eines der wenigen formalen Modelle, die es zu diesem Themenkomplex bisher gibt. Vgl. Hackethal und Tyrell (1998).
[21] Vgl. Hackethal (2000), Hackethal und Tyrell (1998) und Hackethal und Schmidt (2000).
[22] Vgl. Franks und Mayer (1995).

keholder zu unternehmensspezifischen Investitionen nur gering ausgeprägt sind.
Ein *Insider-System* ist durch die entgegengesetzten Eigenschaften gekennzeichnet. Es ist pluralistisch und stakeholder-orientiert. Die Interessen verschiedener Gruppen sind entscheidungsrelevant, und verschiedene Gruppen nehmen aktiv Einfluss auf die Unternehmenspolitik. Sie tun dies formell über ihre Vertretung im Aufsichtsrat oder auch informell. Dadurch schützen die verschiedenen Interessengruppen ihre jeweiligen Ansprüche auf Renten und Quasirenten. Weil auch die Quasirenten tendenziell geschützt sind, ist es für Stakeholder ebenso wie für Shareholder sinnvoll, durch enge Bindungen an das Unternehmen und durch spezifische Investitionen mit ihrer jeweils eigenen Position auch den Unternehmensgesamtwert zu steigern. Ein Insider-System ist insofern konsistent, als es die Funktionsfähigkeit des *Voice-Mechanismus* im Sinne von Hirschman nicht für eine Gruppe aufhebt, wenn eine andere Gruppe ihre Interessen auf gleiche Weise vertritt. Hingegen wären uneingeschränkte Marktoptionen, die es einzelnen wichtigen Stakeholdern oder auch den Shareholdern erlauben würden, sich nur über Abwanderung und Abwanderungsdrohungen zu schützen, mit dem Funktionsprinzip des Insider-Systems nicht vereinbar. Es würde allen anderen Gruppen die Möglichkeit und den Anreiz nehmen, ihre Interessen über Voice bzw. Widerspruch zu sichern und damit zugleich das Management zu steuern, und letztlich würde es die Anreize zu spezifischen Investitionen aufheben.
Natürlich gibt es konkurrierende Interessen der Gruppen, die in einem Insider-System eine aktive Rolle spielen. Man denke nur an die unmittelbaren Interessen von Mitarbeitern und Kapitalgebern. Die Interessenunterschiede dürfen aber nicht zu ausgeprägt sein. Ohne gemeinsame Zielvorstellungen und ohne gemeinsame Vorstellungen davon, was eine gute Unternehmenspolitik ausmacht, wäre es kaum zu erwarten, dass die aktiven Shareholder und Stakeholder sich bei grundlegenden Entscheidungen letztlich einigen und dass sie die gemeinsame Aufgabe, das Management zu kontrollieren, erfüllen.
Auch in Deutschland divergieren die Interessen der in der Corporate Governance aktiven Gruppen teilweise, aber sie decken sich zugleich weitgehend: Alle wirklich einflussreichen Gruppen, einschließlich der Großaktionäre sind vor allem an einem stabilen langfristigen Wachstum der Unternehmen und seiner Gewinne und nicht an der unmittelbaren Maximierung des Shareholder-Value interessiert. Man beachte, dass in Deutschland die prototypischen Aktionäre mit geringen Beteiligungen, für die nur Dividenden und Wertsteigerungen zählen, in den Aufsichtsräten kaum vertreten sind bzw. kaum Einfluss haben.
Es wäre problematisch, wenn sich die Konflikte, die es zwischen ähnlich einflussreichen aktiven Interessengruppen in einem Insider-System durchaus gibt, prägend und möglicherweise destabilisierend auf die praktische Geschäftspolitik auswirken würden. Dies ist einer der Gründe, warum in einem Insider-System die Aufgabe der Geschäftsführung institutionell von der Aufgabe der Kontrolle getrennt ist. Aber dies ist nicht der einzige Grund. Eine Geschäftsführung, die wie der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft nicht direkt von den Aktionären, sondern von einem pluralistisch zusammengesetzten Aufsichtsrat ernannt und kontrolliert wird, dürfte sich wesentlich stärker an das gemeinsame Interesse von Shareholdern und Stakeholdern, die stabile Entwicklung der Unternehmung, gebunden fühlen und sich entsprechend verhalten als eine Geschäftsführung, die wesentlich stärker Aktionären mit dem partikulären Interesse der Marktwertmaximierung verbunden wäre. Damit ist der Anreiz für die Geschäftsführung, die Stakeholder durch opportunistisches Verhalten zu schädigen, gering, und dies motiviert zu den ökonomisch so wichtigen unternehmensspezifischen Investitionen.

3.5 Corporate Governance und Finanzsystem

Auf eine weitere Dimension der Komplementarität und Konsistenz kann aus Raumgründen hier nur ganz kurz eingegangen werden. Das System der Corporate Governance ist eingebettet in das gesamte Finanzsystem eines Landes. Auch Finanzsysteme als Systeme komplementärer Elemente lassen sich typisierend einteilen. Man unterscheidet hier kapitalmarkt- und bankorientierte Systeme. Die skizzierten Systeme der Corporate Governance fügen sich dabei in das Finanzsystem ein, wobei nur die beiden Kombinationen eines Outsider-Governance-Systems mit einem *kapitalmarktorientierten* Finanzsystem und eines Insider-Governance-Systems mit einem *bankorientierten* Finanzsystem konsistent und damit gesamtwirtschaftlich effizient sind.[23] Die Empirie bestätigt, dass in wirtschaftlich erfolgreichen Ländern auch nur diese beiden Gesamtsysteme vorkommen. Die Einbettung in ein bankorientiertes Finanzsystem ist damit eine weitere Funktionsbedingung für ein stakeholderorientiertes System der Corporate Governance.

4 Parameter der internen Organisation als Feinsteuerungsmechanismen

Wie geschildert, kann es bei beiden idealtypischen Systemen zu Problemen kommen. Im Outsider-System gibt es tendenziell zu wenig spezifische Investitionen, die den Gesamtwert der Unternehmung steigern und die ökonomische Rente maximieren würden. Das Insider-System ist dagegen anfällig für gegenseitige Blockaden der Interessengruppen, die in bestimmten Situationen jeweils zu viel Macht haben. Dieser Abschnitt befasst sich deshalb mit der Frage, wodurch man diese Probleme lindern kann und welche Auswirkungen dies auf die Machtverteilung zwischen den Interessengruppen hat.
Wir zeigen, wie auch in einem nominell nur auf Shareholder-Value ausgerichteten System Anreize für Stakeholder gesetzt werden können, spezifisch zu investieren, weil entweder die Macht real anders verteilt ist als dies formal der Fall ist, oder weil durch eine Ausgestaltung der internen Märkte für Arbeit und Kapital die Anreize zu richtigen Entscheidungen gesetzt werden. Auch in einem durch mögliche Konflikte belasteten Stakeholder-Regime kann durch die Ausgestaltung der internen Organisation das Problem von zu geringen spezifischen Investitionen umgangen werden. Insbesondere in *Neuen Unternehmen*[24], in der nicht nur die Shareholder spezifisch investieren, sondern für die es unumgänglich ist, dass alle Stakeholder aktiv an der Unternehmung teilhaben, ist die richtige Ausgestaltung der Corporate Governance und die Feinsteuerung durch Instrumente und Parameter der internen Organisation von entscheidendem Vorteil.

4.1 Lokales Wissen und reale Machtverteilung

Lokales Wissen[25] erlaubt Personen auf relativ niedrigen Hierarchiestufen aufgrund ihrer spezifischen Kenntnisse bessere Entscheidungen zu treffen als dies die Eigentümer oder auch die im Eigentümerinteresse handelnden Manager könnten, die in einem idealen Shareholder-Regime diese Entscheidung eigentlich treffen sollten. Ein Transfer dieses lokalen Wissen zu vertretbaren Kosten ist nicht immer möglich, und es kann, wie wir im folgenden ausführen, sogar sinnvoll sein ihn bewußt zu

[23] Vgl. dazu ausführlich Hackethal und Schmidt (2000).

[24] Zur Entstehung und Auswirkung solcher *Neuen Unternehmen*, wie sie beispielsweise in den Branchen der *New Economy* existieren, auf die Corporate Governance vgl. Rajan und Zingales (2000).

[25] Zu lokalem Wissen vgl. Hayek (1945).

erschweren. Ein Unternehmen, das Entscheidungen in einer solchen Lage nur an der Spitze trifft und per Weisung an die Arbeitnehmer durchgibt, die diese roboterähnlich nur noch ausführen, hat in einer Welt lokalen Wissens und spezifischer Fähigkeiten keine großen Erfolgsaussichten. Es ist damit auch im Sinne der Eigentümer, dass Entscheidungen dort getroffen werden, wo das erforderliche lokale Wissen anfällt, da nur so eine Maximierung von Wettbewerbsvorteilen und ökonomischer Rente möglich ist. Wissen ist damit aber zugleich auch eine Quelle von Macht für bestimmte, ständig mit den Unternehmensprozessen befasste Stakeholder, die über die nötigen Informationen verfügen. In aller Regel sind dies Mitarbeiter und nicht Aktionäre oder Spitzenmanager. Die Notwendigkeit der Entscheidungsdezentralisierung stärkt die Position der Mitarbeiter.

Die Shareholder können sich durch ein geeignetes Ausgestalten der internen Organisation binden, die ihnen formal zustehende Macht nicht auszuüben und den Stakeholdern, die lokales Wissen besitzen und dies im Sinne einer Gesamtwertsteigerung der ökonomischen Renten spezifisch investieren müssen, reale Macht gewähren.[26] Die *formal* untergebenen Befehlsempfänger bekommen *real* dadurch Macht und Entscheidungsgewalt, dass (1) die Aktionäre oder ihre beauftragten Manager zu viele Entscheidungen treffen müssten, dass (2) sie in der Kürze der Zeit nicht mehr die notwendigen Informationen für gute Entscheidungen sammeln können, dass (3) zwischen den Aktionären das Problem des free-rider-Verhaltens bei der Kontrolle der Entscheidungen auftritt oder dass (4) man sich eine Reputation aufbaut, die untergebenen Experten mit spezifischem Wissen nicht zu überstimmen. Durch wiederholte Entscheidungen und damit einer Serie von spezifischen Investitionen steigert ein Stakeholder so nicht nur den Unternehmenswert insgesamt, sondern sichert auch seinen Anteil an der ökonomischen Rente, da er selbst die reale Macht, die ihm aufgrund des einzigartigen Wissens zukommt, nicht zu seinen Ungunsten einsetzen wird. Das mildert die Befürchtungen, die generell gegen die Investition in unternehmensspezifisches Humankapital und Wissen sprechen würde und stärkt somit die Neigung zu derartigen Investitionen.

Dieser Mechanismus ist immanent in jedem Governance-System vorhanden und wirkt als automatischer Korrekturmechanismus, um die Machtverteilung besser auszutarieren, auch wenn er häufig nicht bewusst als Gestaltungsparameter der Corporate Governance und der Machtverteilung aufgefasst und eingesetzt wird. Eine geeignete Gestaltung der Organisationsstruktur und der mit ihr verbundenen Parameter wie beispielsweise der Kontrollspanne, der Anzahl der Geschäftseinheiten und der Art der Entlohung und Leistungsmessung[27] hilft, reale Macht zu delegieren und durch diese reale Delegation von Autorität glaubwürdig die spezifischen Investitionen der Stakeholder zu schützen. Wenn und soweit dieser Schutz wirksam ist, kann auch für Stakeholder ein Unternehmen, das formell völlig an der Maximierung des Shareholder-Value ausgerichtet ist, als Arbeitgeber und Partner sehr attraktiv sein.

4.2 Ausgestaltung der internen Märkte

Im Outsider-System stellt das Konzept der *employability*[28] einen wichtigen Anreizmechanismus für Mitarbeiter dar, spezifisch zu investieren, lokales Wissen zu nutzen und die in der jeweiligen Situation beste Entscheidung zu treffen. Die Mitarbeiter bekommen durch ihr kooperatives Verhalten im Unternehmen eine Reputation, die es ihnen erlaubt, ihre ökonomische Rente ggf. über den Arbeitsmarkt auch in einem anderen Unternehmen zurückzugewinnen, indem sie durch ihre Reputation

[26] Aghion und Tirole (1997) unterscheiden zwischen formaler und realer Autorität, um diesen Aspekt der Machtverteilung deutlich zu machen.

[27] Vgl. Baron und Kreps (1999) zum Einsatz dieser Instrumente.

[28] Vgl. Ghoshal et al. (2001).

am externen Arbeitsmarkt in die Lage versetzt werden, bei anderen Arbeitgebern mehr zu verdienen, so dass es für sie einen geringeren - oder sogar überhaupt keinen - Verlust bedeutet, wenn sie ihre spezifischen Kenntnisse zur Wertschöpfung einsetzen, auch wenn sie keine sonstigen Schutzmechanismen in der Corporate Governance haben. Die Bereitschaft auch von Stakeholdern, spezifisch zu investieren, wird in solch einem Fall eher gegeben sein und das für ein Outsider-System charakteristisches Problem von tendenziell zu wenig spezifischen Investitionen wird so abgemildert. Voraussetzung hierfür ist eine transparente Informationspolitik beispielsweise durch eine detaillierte Segmentberichterstattung, die die Leistung der Manager dieser Division auch nach außen hin deutlich macht. Ebenfalls erforderlich sind gut funktionierende Märkte, wie dies in Outsider-Systemen und kapitalmarktorientierten Finanzsystemen ohnehin notwendig ist, damit der Wert der outside- oder Marktoptionen hoch wird und die Abwanderungsmöglichkeit effektiven Schutz bietet.
So wie der Abwanderungsmechanismus auf die Verbreitung von Informationen an Außenstehende angewiesen ist, so müssen Informationen im Insider-System bewusst innerhalb der Unternehmung gehalten werden. Ein interner Arbeitsmarkt oder Kapitalmarkt funktioniert dann besonders gut, wenn sich das Unternehmen von den externen Märkten weitgehend abkoppelt. Die Selbstbindung der Unternehmen, keine von außen kommenden Mitarbeiter in höheren Positionen anzustellen und Divisionsmanagern den Zugang zum Kapitalmarkt zu verwehren, führt dazu, dass die ökonomische Rente aus spezifischen Investitionen der Mitarbeiter geschützt ist und auch geschützt bleiben wird. Die daraus resultierenden Anreizwirkungen lassen ein höheres Maß an spezifischen Investitionen durch Insider und bessere Entscheidungen auf der Basis des lokalen Wissens erwarten. Über die Unternehmenskultur kommunizierte implizite Verträge im Zusammenspiel mit diesen internen Märkten erlauben somit, die gerechte Verteilung der ökonomischen Rente zu garantieren. Ein wichtiges Element ist bei dieser Ausprägung die Kontinuität in ökonomischen Beziehungen, die nötig ist, damit solche Effekte wirksam werden können. Gleichwohl bleibt in einem kapitalmarktorientierten oder Outsider-System die Gefahr der Enteignung der ökonomischen Rente der Stakeholder durch eine feindliche Übernahme auf dem Markt für Unternehmenskontrolle bestehen.[29] Um dies zu verhindern ist eine derartige Ausgestaltung interner Märkte für Arbeit und Kapital nur mit einem System der Einbindung der verschiedenen Stakeholder-Gruppen und einem bankdominierten Finanzsystem konsistent.

4.3 Fazit

Ebenso wie ein konsequent shareholder-orientiertes Corporate Governance-System kann ein stakeholder-orientiertes System dann funktionsfähig sein, wenn es als Insider-System konsistent ausgestaltet und in ein bankorientierte Finanzsystem eingebunden ist. Es kann dann seinen Vorteil, dauerhafte Bindungen zu ermöglichen und zum Aufbau und der Nutzung unternehmensspezifischen Wissens beizutragen, konsequent ausspielen. Dadurch kann ein solches System auch aus der Sicht der Eigentümer vorteilhaft werden; partizipieren sie doch davon, dass spezifische Investitionen der Stakeholder ihr Unternehmen wettbewerbsfähiger und wertvoller machen. In dieser Sicht der Zusammenhänge zwischen der Verteilung von Herrschaftsrechten und der damit verbundenen ökonomischen Vorteile erscheint ein Stakeholder-Regime nicht als eine Entmachtung der Eigentümer, sondern als das Eingehen auf einen ökonomisch sinnvollen Verfassungsvertrag, wie wir ihn als Ge-

[29] Shleifer und Summers (1988) zeigen, dass diese Gefahr groß sein kann. Sie erklären die Wertsteigerung bei Unternehmensübernahmen für Aktionäre der übernommenen Gesellschaften in den 80er Jahren damit, dass Übernahmen einen Bruch impliziter Verträge darstellen können, durch den Renten von den Stakeholdern zu den Shareholdern umverteilt werden.

dankenkonstrukt beschrieben haben. In diesem Fall gibt es keinen fundamentalen Gegensatz zwischen Shareholder- und Stakeholder-Interessen. Der umgekehrte Fall, dass die Nachteile der geringeren Schlagkraft und Flexibilität im Vergleich zu einem reinen Shareholder-Regime überwiegen, ist allerdings nicht auszuschließen, und in diesem Falle wäre mit dem im Titel dieses Beitrags angesprochene Interessenkonflikt zu rechnen.

Literatur

Aghion, P., und J. Tirole (1997): "Formal and real authority in organizations," *Journal of Political Economy*, 105, S. 1 – 29.

Baron, J., und D. Kreps (1999): *Strategic Human Resources - Frameworks for General Managers*. New York.

Berle, A., und G. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York.

Blair, M. (1995): *Ownership and Control - Rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington.

Fama, E., und M. Jensen (1983): "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, S. 301 – 325.

Franks, J., und C. Mayer (1995): *Ownership and control*. In: Siebert, H. (Hrsg.): Trends in Business Organization: Do Participation and cooperation increase competitiveness?, S. 171 – 195. Tübingen.

Frick, B., G. Speckbacher, und P. Wentges (1999): "Arbeitnehmermitbestimmung und moderne Theorie der Unternehmung," *Zeitschrift füt Betriebswirtschaft*, 69, S. 745 – 763.

Ghoshal, S., P. Moran, und C. Bartlett (2001): *Employment Security, Employability and Sustainable Competitive Advantage*. In: Gual, J. und J. Ricart (Hrsg.): Strategy, Organization and the Changing Nature of Work, S. 79 – 110. Cheltenham.

Gorton, G., und F. Schmid (2000): "Universal Banking and the Performance of German Firms," *Journal of Financial Economics*, 58, S. 29 – 80.

Hackethal, A. (2000): *Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsysteme*. Frankfurt/Main.

Hackethal, A., und R. Schmidt (2000): "Komplementarität und Finanzsystem," *Kredit und Kapital, Beiheft 15: Neue finanzielle Arrangements: Märkte in Umbruch*, S. 53 – 102.

Hackethal, A., und M. Tyrell (1998): "Complementarity and Financial Systems - A theoretical Approach," *Working Paper Series Finance and Accounting, Frankfurt/Main*.

Hart, O. (1995): *Firms, contracts and financial structure*. Oxford.

Hayek, F. (1945): "The use of knowledge in society," *American Economic Review*, 35, S. 519 – 530.

Hirschman, A. (1970): *Exit, voice and loyalty*. Cambridge.

Jensen, M., und W. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), S. 305 – 360.

Jensen, M., und R. Ruback (1983): "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, S. 5 – 50.

Jorion, P., und W. Goetzmann (1999): "Global Stock Markets in the Twentieth Century," *Journal of Finance*, 54, S. 953 – 980.

Klein, B., R. Crawford, und A. Alchian (1978): "Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process," *Journal of Law and Economics*, 21, S. 297 – 326.

Kumar, B., M. Osterloh, und G. Schreyögg (1999): *Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs, Festschrift für Horst Steinmann.* Stuttgart.

Mann, A. (2002): *Corporate Governance Systeme: Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien.* Berlin.

Milgrom, P., und J. Roberts (1990): *Bargaining Costs, influence costs, and the organization of economic activity.* In: Alt, J. und K. Shepsle (Hrsg.): Perspectives on positive political economy, S. 57 – 89. Cambridge.

Prigge, S. (1998): *A Survey of German Corporate Governance.* In: Hopt, K. et al. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, S. 943 – 1044. Oxford.

Rajan, R., und L. Zingales (1998): "Power in a theory of the firm," *Quarterly Journal of Economics*, 113, S. 387 – 432.

——— (2000): *The governance of the new enterprise.* In: Vives, X. (Hrsg.): Corporate Governance - theoretical and empirical perspectives. Cambridge.

Sadowski, D., J. Junkes, und S. Lindenthal (2001): "Gesetzliche Mitbestimmung in Deutschland: Idee, Erfahrung und Perspektive aus ökonomischer Sicht," *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 30, S. 110 – 145.

Schmidt, R. (1997): *Corporate Governance - The role of other constituencies.* In: Pezard, A. und J.M. Thiveaud (Hrsg.): Corporate Governance: Les Perspectives Internationales, S. 61 – 74. Paris.

Schmidt, R., und G. Spindler (1997): *Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht.* In: Assmann, H. et al. (Hrsg.): Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, S. 515 – 555. Heidelberg.

Shleifer, A., und L. Summers (1988): *Breach of trust in hostile takeovers.* In: Auerbach, A. (Hrsg.): Corporate Takeovers: Causes and Consequences, S. 33 – 56. Chicago.

Shleifer, A., und R. Vishny (1997): "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, S. 737 – 783.

Steinmann, H. (1969): *Das Großunternehmen im Interessenkonflikt.* Stuttgart.

Tirole, J. (2001): "Corporate Governance," *Econometrica*, 69(1), S. 1 – 35.

Williamson, O. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism.* New York.

Zingales, L. (1998): *Corporate Governance.* In: The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. New York.

Working Paper Series: Finance & Accounting

No.103: **Ingo E. Tschach**, The Theoretical Derivation of Credit Market Segmentation as the Result of a Free Market Process, March 2003

No.102: **Samuel Lee/ Nina Moisa/ Marco Weiss**, Open Source as a Signalling Device – An Economic Analysis, March 2003

No.101: **Christian Gaber**, Bewertung von Fertigerzeugnissen zu Voll- oder Teilkosten? Ansatz von Forderungen zum Nennwert oder Barwert? Eine agencytheoretische Analyse zur zielkongruenten Performancemessung, December 2002

No.100: **Oliver Ruß**/ **Günther Gebhardt,** Erklärungsfaktoren für den Einsatz von Währungsderivaten bei deutschen Unternehmen – eine empirische Logit-Analyse, August 2002

No.99: **Christian Gaber**, Gewinnglättung und Steuerung dezentraler Investitions-entscheidungen bei sich gegenseitig ausschließenden Investitionsprojekten, September 2002

No.98: **Volker Laux**, On the Value of Influence Activities for Capital Budgeting, September 2002

No.97: **Gunter Löffler**, Avoiding the rating bounce: Why rating agencies are slow to react to new information, June 2002

No.96: **Andreas A. Jobst**, Collateralized Loan Obligations (CLOs) – A Primer, December 2002

No.95: **Günther Gebhardt/ Rolf Reichardt/ Carsten Wittenbrink,** Accounting for Financial Instruments in the Banking Industry, November 2002

No.94: **Ulf Herold/ Raimond Maurer,** Portfolio choice and estimation risk – A comparison of Bayesian approaches to resampled efficiency, June 2002

No.93: **Olivia S. Mitchell/ David McCarthy,** Annuities for an Ageing World, June 2002

No.92: **Ulf Herold/ Raimond Maurer,** How much foreign stocks? Classical versus Bayesian approaches to asset allocation, June 2002

No.91: **Gunter Löffler/ Patrick F. Panther/ Erik Theissen,** Who Knows What When? – The Information Content of Pre-IPO Market Prices, June 2002

No.90: **Reinhard Hujer/ Sandra Vuletic/ Stefan Kokot,** The Markov switching ACD model, April 2002

No.89: **Markus C. Arnold/ Robert M. Gillenkirch,** Stock Options as Incentive Contracts and Dividend Policy, April 2002

No.88: **Anne d'Arcy/ Sonja Grabensberger,** The Quality of Neuer Markt Quarterly Reports - an Empirical Investigation, January 2002

No.87A: **Reinhard H. Schmidt /Ingo Tschach,** Microfinance as a Nexus of Incentives, May 2001

No.87: **Reinhard H. Schmidt/ Ingo Tschach,** Microfinance als ein Geflecht von Anreizproblemen, Dezember 2001 (erscheint in den Schriften des Vereins für Socialpolitik, 2002)

No.86: **Ralf Elsas/ Yvonne Löffler,** Equity Carve-Outs and Corporate Control in Germany, December 2001

No.85: **Günther Gebhardt/ Stefan Heiden/ Holger Daske,** Determinants of Capital Market Reactions to Seasoned Equity Offers by German Corporations, December 2001

No.84: **Hergen Frerichs/ Gunter Löffler,** Evaluating credit risk models: A critique and a proposal, October 2001 (erschienen in: Journal of Risk, 5, 4, Summer 2003, 1-23)

No. 83: **Ivica Dus/ Raimond Maurer,** Integrated Asset Liability Modelling for Property Casuality Insurance: A Portfolio Theoretical Approach, October 2001 (erscheint in Handbuch Asset-Liability Management, hrsg. von M. Rudolph u.a.)

No.82: **Raimond Maurer/ Frank Reiner,** International Asset Allocation with Real Estate Securities in a Shortfall-Risk Framework: The Viewpoint of German and US Investors, September 2001

No.81: **Helmut Laux,** Das Unterinvestitionsproblem beim EVA-Bonussystem, August 2001

No.80: **Helmut Laux,** Bedingungen der Anreizkompatibilität, Fundierung von Unternehmenszielen und Anreize für deren Umsetzung, July 2001

No. 79: **Franklin Allen/ Douglas Gale**, Banking and Markets, July 2001

No.78: **Joachim Grammig/ Michael Melvin/ Christian Schlag,** Price Discovery in International Equity Trading, July 2001 (erscheint in: Journal of Empirical Finance unter dem Titel "Internationally Cross-Listed Stock Prices During Overlapping Trading Hours: Price Discovery and Exchange Rate Effects")

No.77: **Joachim Grammig/ Reinhard Hujer/ Stefan Kokot,** Tackling Boundary Effects in Nonparametric Estimation of Intra-Day Liquidity Measures, July 2001

No.76: **Angelika Esser/ Christian Schlag ,** A Note on Forward and Backward Partial Differential Equations for Derivative Contracts with Forwards as Underlyings, June 2001 (erschienen in "Foreign Exchange Risk", Hakala, J.; Wystup, U. (eds), 2002, 115-124)

No.75: **Reinhard H. Schmidt/ Marcel Tyrell/ Andreas Hackethal,** The Convergence of Financial Systems in Europe, May 2001 (erschienen in: German Financial Markets and Institutions: Selected Studies, Special Issue 1-02 of Schmalenbach Business Review (2002), S. 7-53)

No.74: **Ulf Herold**, Structural positions and risk budgeting - Quantifying the impact of structural postions and deriving implications for active portfolio management, May 2001

No.73: **Jens Wüstemann,** Mängel bei der Abschlußprüfung: Tatsachenberichte und Analyse aus betriebswirtschaftlicher Sicht, April 2001 (erschienen in: „Der Wirtschaftsprüfer als Element der Corporate Governance", Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Bonn 2001, S. 25-60)

No.72: **Reinhard H. Schmidt**, The Future of Banking in Europe, March 2001 (erschienen in: Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 15 (2001), S. 429-449)

No.71: **Michael H. Grote/ Britta Klagge**, Wie global sind Japans Banken? Die Veränderung institutioneller Bedingungen und ihre Auswirkungen auf die internationale Präsenz japanischer Kreditinstitute, April 2001

No.70: **Stefan Feinendegen/ Eric Nowak**, Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität - Überlegungen zu einer gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung, März 2001 (erscheint in: Die Betriebswirtschaft)

No.69: **Martin F. Grace/ Robert W. Klein/ Paul R. Kleindorfer**, The Demand for Homeowners Insurance with Bundled Catastrophe Coverages, March 2001

No.68: **Raimond Maurer/ Martin Pitzer/ Steffen Sebastian**, Konstruktion transaktionsbasierter Immobilienindizes: Theoretische Grundlagen und empirische Umsetzung für den Wohnungsmarkt in Paris, Februar 2001

No.67: **Gyöngyi Bugár/ Raimond Maurer**, International Equity Portfolios and Currency Hedging: The Viewpoint of German and Hungarian Investors, February 2001 (erscheint in. ASTIN-Bulletin)

No.66: **Rainer Brosch**, Portfolio-aspects in real options management, February 2001

No.65a: **Marcel Tyrell/ Reinhard H. Schmidt**, Pension Systems and Financial Systems in Europe:A Comparison from the Point of View of Complementarity, July 2001 (erschienen in ifo-Studien, Vol. 47, 2001, S. 469-503)

No.65: **Marcel Tyrell/ Reinhard H. Schmidt**, Pensions- und Finanzsysteme in Europa: Ein Vergleich unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität, Februar 2001 (erschienen in gekürzter Fassung in: „Private Versicherung und Soziale Sicherung“, Festschrift zum 60. Geburtstag von Prof. Dr. Dr. h.c. Roland Eisen, hrsg. von H.-C. Mager, H. Schäfer, K. Schrüfer, Metropolis: Marburg),

No.64: **Jutta Dönges/ Frank Heinemann**, Competition for Order Flow as a Coordination Game, January 2001

No.63: **Eric Nowak/ Alexandra Gropp**, Ist der Ablauf der Lock-up-Frist bei Neuemissionen ein kursrelevantes Ereignis, Dezember 2000 (erschienen in Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Februar 2002)

No.62: **Ulrich Kaiser/ Andrea Szczesny**, Einfache ökonometrische Verfahren für die Kreditrisikomessung: Verweildauermodelle, Dezember 2000

No.61: **Ulrich Kaiser/ ndrea Szczesny**, Einfache ökonometrische Verfahren für die Kreditrisikomessung: Logit- und Probit-Modelle, Dezember 2000

No.60: **Andreas Hackethal**, How Unique Are US Banks? - The Role of Banks in Five Major Financial Systems, December 2000 (erschienen in: Zeitschrift für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 221, S. 592-619)

No.59: **Rolf Elgeti/ Raimond Maurer**, Zur Quantifizierung der Risikoprämien deutscher Versicherungsaktien im Kontext eines Multifaktorenmodells, Oktober 2000 (erschienen in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft 4/2000, S. 577- 603.)

No.58: **Harald A. Benink/ Reinhard H. Schmidt**, Towards a Regulatory Agenda for Banking in Europe, September 2000 (erschienen in: Research in Financial Services-Bank Crises: Causes, Analysis and Prevention, Vol.12, JAI Press-Elsevier Science, hrsg. von George G. Kaufman, 2000)

No.57: **Thomas G. Stephan/ Raimond Maurer/ Martin Dürr**, A Multiple Factor Model for European Stocks, September 2000

No.56: **Martin Nell/ Andreas Richter**, Catastrophe Index-Linked Securities and Reinsurance as Substituties, August 2000

No.55: Four short papers on Development Finance, August 2000

Reinhard H. Schmidt, Entwicklungsfinanzierung; (erschienen in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., hrsg. von Wolfgang Gerke und Manfred Steiner, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001)

Reinhard H. Schmidt, Banking Regulation contra Microfinance; (erschienen in: Savings and Development, Vol. 24 (2000) , S.111-121.)

Ingo Tschach, The Impact of Inflation on Long-Term Housing Loans;

Eva Terberger-Stoy/ Marcel Tyrell/ Joseph E. Stiglitz (erschienen in: Entwicklung und Zusammenarbeit, 41. Jahrgang (2000), S. 46-49)

No.54: **Raimond Maurer/ Thomas G. Stephan**, Vermögensanlagevorschriften für deutsche Versicherungsunternehmen: Status Quo und finanzwirtschaftliche Bewertungen, Juli 2000 (erschienen in: Handbuch Spezialfonds (hrsg. von J.M. Kleeberg und C. Schlenger), Bad Soden 2000, S. 143-176.)

No.53: **Joachim Grammig/ Reinhard Hujer/Stefan Kokot**, Bias-free Nonparametric Estimation of Intra-Day Trade Activity Measures, June 2000

No.52: **Raimond Maurer/ Steffen Sebastian/ Thomas G. Stephan**, Immobilienindizes im Portfolio-Management, Mai 2000 (erscheint in Deutscher Aktuarverein (Hrsg.): Investmentmodelle für das Asset-Liability-Modelling von Versicherungsunternehmen, 2002)

No.51: **Raimond Maurer/ Steffen Sebastian,** Inflation Risk Analysis of European Real Estate Securities, Mai 2000 (erscheint in: Journal of Real Estate Research, 2002)

No.50: **Andreas Hackethal/ Reinhard H. Schmidt,** Finanzsysteme und Komplementarität, April 2000 (erschienen in: Kredit und Kapital, Beiheft 15 "Neue finanzielle Arrangements: Märkte im Umbruch", 2000, S. 53-102)

No.49: **Mark Wahrenburg/ Susanne Niethen,** Vergleichende Analyse alternativer Kreditrisikomodelle, April 2000 (erschienen in: Kredit und Kapital, Heft 2, 2000)

No.48: **Christian Leuz,** IAS versus US GAAP: A "New Market" Based Comparsion, January 2000 (erschienen in: Journal of Accounting Research, 41 (2003), S. 445-472)

No.47: **Ralf Elsas/ Mahmoud El-Shaer/ Erik Theissen,** Beta and Returns Revisited – Evidence from the German Stock Market, December 1999 (erschienen in: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 13 (2003), 1-18)

No.46: **Michael H. Grote/ Sofia Harrschar-Ehrnborg/ Vivien Lo,** Technologies and Proximities: Frankfurt´s New Role in the European Financial Centre System, December 1999

No.45: **Reinhard H. Schmidt/ Adalbert Winkler,** Building Financial Institutions in Developing Countries, November 1999 (erschienen in: "Journal für Entwicklungspolitik", XVI/3, 2000, S. 329-346)

No.44: **Konstantin Korolev/ Kai D. Leifert/ Heinrich Rommelfanger,** Arbitragetheorie bei vagen Erwartungen der Marktteilnehmer, November 1999

No.43: **Reinhard H. Schmidt/ Stefanie Grohs,** Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa –Ein Forschungsprogramm, November 1999 (erschienen in: Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, hrsg. von Stefan Grundmann, Tübingen: Mohr Siebeck, 2000, S. 146-188)

No.42: **Konstantin Kovolev/ Kai D. Leifert/ Heinrich Rommelfanger,** Optionspreistheorie bei vagen Daten, Oktober 1999

No.41: **Christian Leuz/ Robert E. Verrecchia,** The Economic Consequences of Increased Disclosure, June 2000 (erschienen in: Journal of Accounting Research 38 (Supplement 2000), 91-124)

No.40: **Christian Leuz,** The Development of Voluntary Cash Flow Statements in Germany and the Influence of International Reporting Standards, July 1999 (erschienen in: Schmalenbach Business Review, Vol. 52 (2) (April 2000), S. 182-207)

No.39: **Ulrike Stefani,** Quasirenten, Prüferwechsel und rationale Adressaten, Juni 1999

No.38: **Michael Belledin/ Christian Schlag,** An Empirical Comparison of Alternative Stochastic Volatility Models, June 1999

No.37: **Jens Wüstemann,** Internationale Rechnungslegungsnormen und neue Institutionenökonomik, Mai 1999

No.36: **Robert Gillenkirch/ Matthias M. Schabel,** Die Bedeutung der Periodenerfolgsrechnung für die Investitionssteuerung – Der Fall ungleicher Zeitpräferenzen, April 1999 (die überarbeitete Fassung "Investitionssteuerung, Motivation und Periodenerfolgsrechnung bei ungleichen Zeitpräferenzen" erscheint voraussichtlich 2001 in der ZfbF)

No.35: **Reinhard H. Schmidt**, Differences between Financial Systems in Europe: Consequences for EMU, April 1999 (erschienen in "The Monetary Transmission Mechanism: Recent Developments and Lessous for Europe", hrsg. v. Deutsche Bundesbank, Houndsmill (UK), 2001, S. 208-240)

No.34: **Theodor Baums/ Erik Theissen,** Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen, März 1999 (erschienen in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 11 (1999), Heft 3, S. 125-134)

No.33: **Andreas Hackethal/ Reinhard H. Schmidt,** Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results, May 2000

No.32: **Michael H. Haid/ Eric Nowak,** Executive compensation and the susceptibility of firms to hostile takeovers – An empirical investigation of the U.S. oil industry, March 1999

No.31: **Reinhard H. Schmidt/ Jens Maßmann,** Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value", Februar 1999 (erschienen in Kumar/ Osterloh/ Schreyögg (Hrsg.):Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs, Festschrift für Professor Dr. Dr. h. c. Horst Steinmann zum 65. Geburtstag,1999, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, S.125-157)

No.30: **Eberhard Feess/ Michael Schieble,** Credit Scoring and Incentives for Loan Officers in a Principal Agent Model, January 1999

No.29: **Joachim Grammig/ Dirk Schiereck/ Erik Theissen,** Informationsbasierter Aktien-handel über IBIS, Januar 1999 (erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftlicher Forschung 52 (2000), 619-642)

No.28: **Ralf Ewert/ Eberhard Feess/ Martin Nell,** Auditor Liability Rules under Imperfect Information and Costly Litigation – The Welfare Increasing Effect of Liability Insurance, January 1999 (erschienen in: European Accounting Review)

No.27: **Reinhard H. Schmidt/ Gerald Spindler,** Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, March 2000 (erschienen in: International Finance, Vol. 5 (2002), No. 4, S. 311-333; erscheint in: Jeffrey Gordon & Mark Roe, eds.: Convergence and Rersistence of Corporate Governance Systems, University of Chicago Press, 2001)

No.26: **Thorsten Freihube/ Carl-Heinrich Kehr/ Jan P. Krahnen/ Erik Theissen,** Was leisten Kursmakler? Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse, Dezember 1998 (erschienen in: Kredit und Kapital 32(1999), Heft3, S. 426-460)

No. 25: **Jens Maßmann/ Reinhard H. Schmidt,** Recht, internationale Unternehmensstrategien und Standortwettbewerb, December 1998 (erschienen in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, Band 18, hrsg. von K.-E. Schenk u.a., Tübingen 2000, S. 169-204)

No. 24: **Eberhard Feess/ Martin Nell,** The Manager and the Auditor in a Double Moral Hazard Setting: Efficiency through Contingent Fees and Insurance Contracts, December 1998

No. 23: **Carl-Heinrich Kehr/ Jan P. Krahnen/ Erik Theissen,** The Anatomy of a Call Market: Evidence from Germany, December 1998 (erschienen in: Journal of Financial Intermediation 10 (2001), S. 249-270)

No. 22: **Christian K. Muus,** Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium, December 1998

No. 21: **Christian Leuz,** Voluntary Disclosure of Cash Flow Statements and Segment Data in Germany, September 1998 (erscheint in: The Economics and Politics of Accounting: International Essays, C. Leuz, D. Pfaff and A. Hopwood (eds), Oxford University Press)

No. 20: **Anne D`Arcy,** The Degree of Determination of National Accounting Systems – An Empirical Investigation, September 1998

No. 19: **Helmut Laux,** Marktwertmaximierung und CAPM im Ein- und Mehrperioden-Fall, September 1998 (erschienen in Unternehmensführung, Ethik und Umwelt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Hartmut Kreikebaum, hrsg. von Gerd-Rainer Wagner, Wiesbaden 1999, S. 226-251)

No. 18: **Joachim Grammig/ Reinhard Hujer/ Stefan Kokot/ Kai-Oliver Maurer**, Ökonometrische Modellierung von Transaktionsintensitäten auf Finanzmärkten; Eine Anwendung von Autoregressive Conditional Duration Modellen auf die IPO der Deutschen Telekom, August 1998

No. 17: **Hanne Böckem**, An Investigation into the Capital Market Reaction on Accounting Standards Enforcement, July 1998

No. 16: **Erik Theissen,** Der Neue Markt: Eine Bestandsaufnahme, April 1998 (erschienen in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Heft 4/98, S. 623-652)

No. 15: **Jan Pieter Krahnen,** Finanzierungstheorie: Ein selektiver Überblick, April 1998 (englische Fassung erschienen in "Gutenberg Centennial", hrsg. von Horst Albach, Berlin, 2000)

No. 14: **Erik Theissen,** Liquiditätsmessung auf experimentellen Aktienmärkten, April 1998 (erschienen in: Kredit und Kapital, 32(1999), Heft 2, S. 225-264)

No. 13: **Reinhard H. Schmidt,** Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung, February 1998 (englische Fassung erschienen in "Theory of the Firm", hrsg. von Horst Albach u.a., Berlin 2000, S. 3-39)

No. 12: **Adalbert Winkler,** Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance, February 1998 (erschienen in: Asian Financial Markets, hrsg. von Lukas Menkhoff/Beate Reszat, Baden-Baden 1998, S. 15-44)

No. 11: **Andreas R. Hackethal/ Marcel Tyrell,** Complementarity and Financial Systems – A Theoretical Approach, December 1998

No. 10: **Reinhard H. Schmidt/ Andreas Hackethal/ Marcel Tyrell,** Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison, January 1998 (erschienen in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 8, 1999, S.37-67)

No. 9: **Stefan Heiden/ Günther Gebhardt/ Irmelin Burkhardt,** Einflußfaktoren für Kurs-reaktionen auf die Ankündigung von Kapitalerhöhungen deutscher Aktiengesellschaften, December 1997

No. 8: **Martin Nell,** Garantien als Signale für die Produktqualität?, November 1997 (erscheint in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung)

No. 7: **Robert M. Gillenkirch,** Anreizwirkungen und Bewertung von Erfolgsbeteiligungen im Portefeuillemanagement, November 1997 (erschienen in: ZfB, Sonderheft Finanzmanagement 1999)

No. 6: **Reinhard H. Schmidt/ C.-P. Zeitinger,** Critical Issues in Microbusiness Finance and the Role of Donors, October 1997 (erschienen in: Strategic Issues in Microfinance, ed. by Kimenyi/Wieland/Von Pischke, Averbury, UK, 1998, S. 27-51)

No. 5: **Erik Theissen/ Mario Greifzu,** Performance deutscher Rentenfonds, September 1997 (erschienen in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 50. Jg., 1998, S. 436-461)

No. 4: **Jan Pieter Krahnen/ Martin Weber,** Marketmaking in the Laboratory: Does Competition Matter?, September 1997

No. 3: **Reinhard H. Schmidt,** Corporate Governance: The Role of Other Constituen-cies, July 1997 (erschienen in: Pezard, Alice;Thiveaud, Jean-Marie (Hrsg.): Corporate Governance: Cross Border Experience, Paris, 1997, S. 61-74)

No. 2: **Ralf Ewert/ Christian Ernst,** Strategic Management Accounting, Coordination and Long-term Cost Structure, July 1997 (erschienen unter dem Titel "Target Costing, Coordination and Strategic Cost Management" in Euopean Accounting Review, Vol.8, No.1 (1999), S. 23-49)

No. 1: **Jan P. Krahnen/ Christian Rieck/ Erik Theissen,** Insider Trading and Portfolio Structure in Experimental Asset Markets with a Long Lived Asset, July 1997 (erschienen in European Journal of Finance, Vol. 5, Nr. 1, March 1999, S. 29-50)

Kontaktadresse für Bestellungen:

Professor Dr. Reinhard H. Schmidt
Wilhelm Merton Professur für
Internationales Bank- und Finanzwesen
Mertonstr. 17
Postfach 11 19 32 / HPF66
D-60054 Frankfurt/Main

Tel.: +49-69-798-28269
Fax: +49-69-798-28272
e-mail: rschmidt@wiwi.uni-frankfurt.de
http://www.finance.uni-frankfurt.de/schmidt/WPs/wp/wpliste.html

Mit freundlicher Unterstützung der Unternehmen der
Sparkassen-Finanzgruppe Hessen-Thüringen.