

Physica-Schriften zur Betriebswirtschaft

Herausgegeben von

K. Bohr, Regensburg · W. Bühler, Dortmund · W. Dinkelbach, Saarbrücken

G. Franke, Konstanz · P. Hammann, Bochum · K.-P. Kistner, Bielefeld

H. Laux, Frankfurt · O. Rosenberg, Paderborn · B. Rudolph, Frankfurt



Michael Wosnitza

Das Agency- theoretische Unterinvestitions- problem in der Publikumsgesellschaft

Mit 42 Abbildungen

Physica-Verlag Heidelberg

Dr. Michael Wosnitza
Fachbereich IV / Betriebswirtschaftslehre
Universität Trier
Postfach 38 25
D-5500 Trier

ISBN-13: 978-3-7908-0524-6
DOI: 10.1007/978-3-642-99760-0

e-ISBN-13: 978-3-642-99760-0

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdruckes, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendungen, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der Fassung vom 24. Juni 1985 zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

© Physica-Verlag Heidelberg 1991

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

7120/7130-543210

VORWORT

Dieses Vorwort möchte ich dazu nutzen, zurückblickend all denen zu danken, die mich während der Zeit der Entstehung meiner Dissertation an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Bielefeld unterstützt haben.

An erster Stelle bin ich zu großem Dank verpflichtet Herrn Prof. Dr. Karl Inderfurth, der mir nicht nur ermöglicht hat, die Arbeit überhaupt fertigzustellen, sondern der darüber hinaus in einer ganz entscheidenden Phase die Betreuung in einer Weise übernommen hat, die ich nur jeder Kollegin und jedem Kollegen wünschen kann.

Meinen beiden Gutachtern Herrn Prof. Dr. Heinz Isermann und Herrn Prof. Dr. Klaus-Peter Kistner danke ich für ihre wohlwollende Unterstützung, ebenso Herrn Prof. Dr. Edwin Fischer für seine wertvollen kritischen Anmerkungen und Anregungen.

Meinem Freund und Kollegen Dipl.-Kfm. Thomas Jensen danke ich für sein Interesse, seine ständige Diskussionsbereitschaft, die Zeit und die große Sorgfalt, mit denen er das Manuskript korrekturgelesen hat. Mein Freund Dipl.-Kfm. Gerd Naujoks hat mich bei den Berechnungen der Zahlenbeispiele durch die Hilfe bei der Erstellung eines geeigneten Optimierungsalgorithmus und dessen Programmierung nachhaltig unterstützt.

Schließlich, aber nicht zuletzt, danke ich meiner Ehefrau Ute und meinem Sohn Christopher für ihre unerschöpfliche Geduld und ihren Rückhalt, ohne die die Fertigstellung dieser Arbeit überhaupt nicht möglich gewesen wäre.

INHALTSVERZEICHNIS

1	Einleitung	1
1.1	Motivation	1
1.2	Gang der Untersuchung	3
2	Zur Diskussion der Problematik potentieller Interessenkonflikte zwischen den Eigentümern und dem Management in der finanzwirtschaftlichen Literatur	5
2.1	Die Entwicklung Agency-theoretischer Ansätze zur Problematik der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in der Publikumsaktiengesellschaft	5
2.1.1	Die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in der Publikumsaktiengesellschaft mit weit gestreutem Aktieneigentum	5
2.1.2	Der Agency-theoretische Ansatz zum Problem der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt	18
2.2	Einwände gegen die Relevanz der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt für die Theorie der Unternehmung	28
2.2.1	Marktmechanismen zur Lösung von Agency-Problemen	29
2.2.1.1	Vollkommener Wettbewerb auf den Produktmärkten	29
2.2.1.2	Effizienz des Kapitalmarktes	30
2.2.1.3	Der Markt für Unternehmenskontrolle	31
2.2.1.4	Der Arbeitsmarkt für Manager	34
2.2.2	Kontrollmechanismen zur Lösung von Agency-Problemen	39
2.2.2.1	Kontrolle durch den Board of Directors bzw. durch den Aufsichtsrat	39
2.2.2.2	Kontrolle durch die Gehaltsvereinbarung oder den Einsatz komplexer Finanzierungsinstrumente	44
2.2.2.3	Kontrolle durch Überwachungsaktivitäten des Prinzipals (Monitoring)	46
2.2.3	Fazit	47

2.3	Das Unterinvestitionsproblem in der Agency-theoretischen Literatur	49
2.3.1	Das Modell von JENSEN und MECKLING	51
2.3.2	Das Modell von HOLMSTRÖM und WEISS	58
2.3.3	Das Modell von SHAH und THAKOR	64
2.4	Zusammenfassung	77
3	Ein einperiodiges investitionstheoretisches Modell der Publikumsgesellschaft vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen den Anteilseignern und dem Management	78
3.1	Ausblick	78
3.2	Ein Investitions- und Agency-theoretisches Modell der Publikumsgesellschaft	79
3.2.1	Modellprämissen	79
3.2.2	Das Optimierungsproblem des Managers	95
3.3	Die Lösung des Optimierungsproblems des Managers und das resultierende Unterinvestitionsproblem	104
3.4	Implikationen einer alternativen Vergütungsvereinbarung für die Investitionspolitik der Publikumsgesellschaft	115
3.4.1	Modellformulierung	116
3.4.2	Die Lösung des Optimierungsproblems des Managers und die resultierende Unterinvestitionsproblematik	118
4	Ein mehrperiodiges investitionstheoretisches Modell der Publikumsgesellschaft vor dem Hintergrund der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen den Anteilseignern und dem Management	130
4.1	Ausblick	130
4.2	Ein dynamisches Investitions- und Agency-theoretisches Modell der Publikumsgesellschaft	130
4.2.1	Modellprämissen	130
4.2.2	Das Optimierungsproblem des Managers	138
4.2.3	Die Lösung des Optimierungsproblems des Managers	140

4.3	Modellanalyse	141
4.3.1	Der Einfluß der zeitunabhängigen Modellparameter auf die optimale Investitionspolitik des Managers	146
4.3.1.1	Der Einfluß des Gehalts des Managers	146
4.3.1.2	Der Einfluß der Dividendenzahlung	147
4.3.1.3	Der Einfluß der Produktionselastizität des Investitionsvolumens	149
4.3.1.4	Der Einfluß der Produktionselastizität des Anstrengungsniveaus	150
4.3.1.5	Der Einfluß der Standardabweichung des Perioden-Investitionserfolges	152
4.3.1.6	Der Einfluß der Modellvergangenheit	153
4.3.2	Der Einfluß der zeitabhängigen Modellparameter auf die optimale Investitionspolitik des Managers	155
4.3.2.1	Der Einfluß der Länge des Planungszeitraumes	156
4.3.2.2	Der Einfluß der Nutzungsdauer der horizontalen Investitionsprogramme	157
4.3.2.3	Der Einfluß der Zeitpräferenz des Managers	160
4.3.2.4	Der Einfluß der Risikoeinstellung des Managers	162
4.3.2.5	Der Einfluß der zeitlichen Struktur der Einzahlungsüberschüsse der horizontalen Investitionsprogramme	163
5	Zusammenfassung und Schluß	168
5.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	168
5.2	Modelldiskussion und Ausblick	169
	Anhang	176
	Abkürzungsverzeichnis	198
	Literaturverzeichnis	199