

Werner Neus

Ökonomische Agency-Theorie und Kapitalmarktgleichgewicht

GABLER

Inhaltsverzeichnis

<i>Geleitwort von Prof. Dr. Herbert Hax</i>	V
<i>Verzeichnis häufig verwendeter Symbole</i>	XI
1. Einführung	1
2. Grundlagen der Agency-Theorie	7
2.1. Die Agency-Theorie in der Theorie der Unternehmung	7
2.2. Gemeinsamkeiten und Differenzierungsmöglichkeiten in der Agency-Theorie.	10
2.2.1. Gemeinsamkeiten	10
2.2.2. Differenzierungsmöglichkeiten	11
(a) Positive vs. normative Agency-Theorie.	11
(b) Ökonomische und finanzielle Agency-Theorie.	14
(c) Art der Asymmetrie der Informationsverteilung	16
2.3. Agency-Beziehungen	19
2.4. Präzisierung und Einordnung des Untersuchungsgegenstands.	22
3. Entscheidungstheoretische Grundlagen der Analyse	25
3.1. Risiko und Unsicherheit	25
3.2. Das Bernoulli-Prinzip	29
3.2.1. Axiomatische Einführung.	29
3.2.2. Einige Eigenschaften	32
3.2.3. Bernoulli-Nutzenfunktionen und Risikoaversion	34
3.3. Das μ/σ -Prinzip	38
3.3.1. Aussagen und Kritikpunkte	38
3.3.2. Rationalität des μ/σ -Prinzips	43
3.3.3. Quadratische Nutzenfunktion vs. Normalverteilung	46
4. Die ökonomische Agency-Theorie	51
4.1. Ein Überblick.	51
4.1.1. Das Modell von Ross und Holmström	51
(a) Pareto-Optimalität, Ähnlichkeit und Linearität.	51
(b) Optimierung	54

(ba) Risikoteilung und Motivation	54
(bb) Die Berücksichtigung zusätzlicher Information über das Aktivitätsniveau des Agenten	62
4.1.2. Die Formulierung von Grossman/Hart	65
(a) Die Kritik an den anderen Beiträgen	65
(b) Der Verbesserungsvorschlag	68
4.1.3. Die Beiträge von Laux	73
(a) Allgemeiner Überblick	73
(b) Finanzielle Anreizsysteme	75
4.2. Eine vereinfachte Formulierung	81
4.2.1. Begründung des Vorgehens	81
4.2.2. Modellannahmen	82
4.2.3. Herleitung der Ergebnisse	90
(a) Die verschiedenen Modellvarianten	90
(b) Die optimalen Lösungen	93
4.2.4. Diskussion der Ergebnisse	98
(a) Das normale Modell	98
(b) Das Referenzmodell	104
(ba) Ergebnisse im allgemeinen	104
(bb) Agency Costs	107
(c) Das Modell mit zusätzlicher Information	111
4.2.5. Vorläufiges Fazit	118
5. Marktbewertung bei Agency-Problemen	121
5.1. Marktbewertung auf der Grundlage der Portefeuilletheorie	121
5.1.1. Das Capital Asset Pricing Model	121
(a) Annahmen	122
(b) Die Wertpapiernachfrage	126
(c) Marktgleichgewicht	130
5.1.2. Die Variante mit nicht marktfähigem Einkommen	135
5.1.3. Zur Risikoallokation im Gleichgewicht	137
(a) Nur teilweise Allokation über den Markt	138
(b) Vollständige Allokation über den Markt	141
(c) Vergleich der beiden Fälle	143
(d) Risikoprämien von Individuen und des Marktes	145
5.2. Einbindung der Agency-Beziehung in die Marktbewertung	147
5.2.1. Die Situation	147
5.2.2. Marktwertmaximierung als Unternehmungsziel	149
5.2.3. Beschränkung des Zugangs zum Kapitalmarkt für den Agenten	155
(a) Marktwertmaximierung einzelner Unternehmungen	156
(aa) Der optimale Anreizvertrag	156
(ab) Der Einfluß der Marktbewertung auf den Anreizvertrag	158

(ac) Der Einfluß der Agency-Beziehung auf die Marktbewertung	163
(b) Gemeinsame Marktwertmaximierung	166
5.2.4. Keine Marktzugangsbeschränkung	169
(a) Simultane Bestimmung von Marktgleichgewicht und Aktivitätsniveau	170
(aa) Der Marktwert im Gleichgewicht	170
(ab) Vollständige Risikoallokation über den Kapitalmarkt	179
(ac) Nur teilweise Risikoallokation über den Kapitalmarkt	184
(b) Bestimmung der Aktivität bei bestehendem Marktgleichgewicht	189
(ba) Aktivität und Marktgleichgewicht	190
(bb) Ein optimaler Anreizvertrag?	194
5.3. Ansätze und Ergebnisse ähnlicher Untersuchungen	197
5.3.1. Diamond/Verrecchia	197
5.3.2. Ramakrishnan/Thakor	199
5.3.3. Campbell/Kracaw	204
5.4. Ergebnisse	209
5.4.1. Die verschiedenen Modellvarianten und ihre Bedeutung	209
5.4.2. Agency-Probleme: Ursachen und Möglichkeiten zur Verringerung	212
5.4.3. Eigenschaften des Gleichgewichts	218
5.4.4. Folgerungen für die Theorie der Unternehmung	222
6. Ansätze für Modellerweiterungen	225
6.1. Weitere Entscheidungen des Prinzipals	225
6.1.1. Finanzierungsentscheidungen	226
(a) Verschuldungsentscheidung	226
(b) Allgemeine Finanzierungsentscheidung	228
6.1.2. Investitionsentscheidungen	232
6.2. Der Agent als Initiator der Agency-Beziehung	236
6.2.1. Bilaterales Modell	237
6.2.2. Marktmodell	239
6.3. Die Wirkung einzelner Annahmen	243
6.3.1. Abgrenzungsmöglichkeiten	244
6.3.2. Zur Wahl des CAPM als Bewertungsmodell	246
6.3.3. Weniger kritische Annahmen	248
(a) Homogene Erwartungen hinsichtlich der Parameter	248
(b) Sicherer Zinssatz	250
(c) Keine Steuern	252
(d) Keine Transaktionskosten	255

(e) Exponentielle Nutzenfunktion und Normalverteilung	257
(f) Einperiodigkeit.	260
6.3.4. Kritische Annahmen	261
(a) Unbegrenzte Leerverkäufe	261
(b) Gegebenes Risiko	262
(c) Linearer Anreizvertrag	263
(d) Verteilung von Informationen und Entscheidungskompetenzen	264
7. Zusammenfassung	268
Anhang A: Grundlagen der Variationsrechnung.	273
Anhang B: Substitutionsmöglichkeiten zwischen den Merkmalen „Risikoaversion“ und „Produktivität“ des Agenten	277
Anhang C: Nähere Analyse der Risikoallokation im Marktgleichgewicht.	279
<i>Literatur</i>	283