

---

# 35 Jahre Jensen/Meckling und das Missverständnis um die (wahre) Zielfunktion der Aktionäre – Finanzierungstheoretisches Plädoyer zur Eignung der Principal-Agent-Theorie für die Lösung von Problemen der Corporate Governance



Wolfgang Kürsten

Corporate Governance, Aktionärsinteresse, Residualansprüche, Publizität, rationale Erwartungen, Proportionalanspruch

Corporate Governance, shareholder value, residual claims, management compensation publicity, rational expectations, proportional compensation

Die Eignung der Principal-Agent-Theorie als Modellrahmen für Probleme der Corporate Governance in modernen Kapitalgesellschaften wird zunehmend in Frage gestellt. Ansetzend an den Beiträgen von

*Egon Franck* und *Peter Walgenbach* wird die Kritik relativiert. Bei Beachtung ihrer finanzierungstheoretischen Grundlagen bleibt die Principal-Agent-Theorie fruchtbar; sie lenkt den Blick auf die Publizität der Vorstandsvergütung über geeignete Corporate Governance Kodizes und den Unternehmensgesamtwert als dem eigentlichen Aktionärsinteresse.

*The role of Principal-Agent Theory as a framework for modelling problems of Corporate Governance has recently been criticized. Referring to the contributions of Egon Franck and Peter Walgenbach, this criticism of refused. Principal-Agent Theory constitutes a useful concept if its origins from the Theory of Finance are taken into account properly. As its intrinsic message, shareholders should be concerned about the total value of the firm and pay their managers a proportional compensation, which is made common (or “public”) knowledge in advance by the use of Corporate Governance codes.*

## 1. Ausgangslage und Zielstellung

Corporate Governance soll externe Anspruchsberechtigte der Unternehmung vor der Übervorteilung durch Insider schützen: „Corporate Governance deals with mechanisms by which stakeholders of a corporation exercise control over corporate insiders and management such that their interests are protected...“ (*John/Senbet* 1998, 372). Entsprechend ist die Principal-Agent-Theorie zur vorherrschenden Modellumgebung bei der Gestaltung von Corporate-Governance-Regeln avanciert, in letzter Zeit aber zunehmend unter Druck geraten. So beklagt *Franck* (2011) jüngst in dieser Zeitschrift ein wachsendes Missverhältnis zwischen der Principal-Agent-Theorie und der institutionellen Realität moderner Kapitalgesellschaften und empfiehlt eine Rückbesinnung auf Rechte der Unternehmensverwaltung („board primacy“) anstelle einer einseitigen Stärkung von Aktionärsrechten („shareholder

empowerment“). *Walgenbach* (2011a) wirft der Principal-Agent-Theorie bei ihrer (wie sich zeigen wird: vermeintlichen) Betonung des Shareholder-Interesses diverse „Kunstgriffe“ vor, erachtet ihren Modellrahmen bei der Ableitung von „verlässlich funktionierenden Lösungen“ (ebenda, 314) in der Corporate Governance als zu eng und vermutet diesbezüglich in ihr letztlich einen „Irrweg“ (ebenda, 317). Sein Plädoyer für ein „Weg von der Agenturtheorie“ erscheint, folgt man den vorgebrachten Argumenten, so gesehen konsequent und sein Auftrag an die betriebswirtschaftliche Forschung zur Entwicklung alternativer Modelle ebenso.

Die vorgebrachten Argumente entstammen organisationstheoretisch entwickelten Denk- und Begriffsmustern, und auch die angedachten Alternativvorschläge gehen in diese Richtung, etwa dort, wo *Lan/Heracleous* (2010) einen „alle Stakeholder verbindenden korporativen Akteur explizit an die oberste Stelle der Pyramide der berechtigten Interessen in und an der Unternehmung“ stellen (*Walgenbach* 2011a, 316).

Indes hat die Principal-Agent-Theorie nicht allein die Organisationsforschung, sondern praktisch alle betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen befruchtet, besonders die neoinstitutionalistische, entscheidungstheoretisch fundierte Finanzierungstheorie. Eine Kommunikation zwischen den „befruchteten“ Teildisziplinen findet allenfalls sporadisch statt. So ist das organisationstheoretisch entlehnte Konstrukt eines „korporativen Akteurs“ beispielsweise in der Finanzierungstheorie gänzlich unbekannt, wäre doch vorab zu klären, an Hand welcher (entscheidungstheoretisch deduzierten) Zielfunktion ein solcher Akteur überhaupt selbst Entscheidungen trifft.

Es erscheint deshalb an der Zeit, die aktuelle Kritik an der Principal-Agent-Theorie im Lichte der modernen „Theory of Finance“ zu spiegeln, zumal es genuin finanzierungstheoretisch deduzierter Ergebnisse – z.B. des Konzepts des Shareholder Value – bedarf, bevor man über Principal-Agent-Theorie und Corporate Governance diskutieren kann. Diese Lücke in der aktuellen Diskussion zu schliessen und zu mehr Integration zwischen den betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen beizutragen, ist das Ziel des vorliegenden Beitrags. Dabei wird nicht in Abrede gestellt, dass die Principal-Agent-Theorie (wie jede Theorie) lediglich einen Ausschnitt der Wirklichkeit beschreiben kann, da sie wesentliche Aspekte menschlichen Verhaltens wie etwa intrinsische Motivation, Freiwilligkeit, Fairness oder Moral nicht erfasst, was im Übrigen auch von ihren Anhängern nicht bestritten wird (vgl. etwa *Frey/Oberholzer-Gee* 1997; *Prendergast* 1999; *Osterloh/Frey* 2000 sowie *Jost* 2001a, 489ff., m. w. N.). Es soll vielmehr herausgearbeitet werden, welche Versäumnisse den „Kritikern“ innerhalb des Prämissenkatalogs der Principal-Agent-Theorie entgegenzuhalten sind und wie die Theorie nach einer Korrektur dieser Versäumnisse zu bewerten ist.

Dabei wird sich zeigen, dass sich die vorgetragene Kritik, einschliesslich der von *Walgenbach* (2011a) aufgeworfenen Frage „Weg von der Agenturtheorie? Aber was dann?“ (ebenda, 312) in dem konsequent zu Ende gedachten Modellrahmen von *Jensen/Mecklings* Financial Principal Agent-Theorie nicht nur weitgehend auflöst, sondern die Theorie auch für konkrete, praktisch umsetzbare Handlungsempfehlungen im Kontext von Corporate Governance nutzbar gemacht werden kann. Dies gilt insbesondere für das (vermeintliche) Spannungsverhältnis zwischen „egoistischer Shareholder Primacy“ und „korporativem Unternehmensinteresse“, das sich mit einer geeigneten Kombination aus Corporate-Governance-Regeln und anreizkompatibler Vorstandsvergütung ebenfalls auflösen lässt. *Francks* (2011) aus einer juristischen Perspektive entwickeltes Plädoyer für eine Renaissance der Board Primacy, mit einem dem *Stewardship*-Ansatz vergleichbaren, „treuhände-

rischen“ Auftrag (vgl. *Nippa* 2002, 15, m. w. N.), erscheint damit in neuem, diesmal (finanzierungs)theoretisch deduziertem Licht.

## 2. Principal-Agent-Theorie und Corporate Governance: Versuch einer Kritik-Kategorisierung

### 2.1 Zwei unberechtigte Kritikpunkte: „Nexus-Kritik“ und „Schlechte Theorie“

Will man die aktuelle Kritik an der Principal-Agent-Theorie im Corporate-Governance-Kontext kategorisierend zusammenfassen, lassen sich zwei potentiell berechtigte (worauf wir in Kap. 2.2 zurückkommen werden) und zwei unberechtigte Kritikpunkte ausmachen. Unseres Erachtens als unberechtigt zu klassifizieren ist zunächst ein Einwand, der wieder aus der spezifischen Perspektive der Organisationstheorie heraus formuliert ist (vgl. *Walgenbach* 2011b, m. w. N.) und den wir als „Nexus-Kritik“ apostrophieren wollen. Danach kann die Principal-Agent-Theorie einen positiven Beitrag zum Problemkreis der Corporate Governance deswegen nicht leisten, weil sie die Unternehmung lediglich als einen „Knotenpunkt von Verträgen (begreift), die zwischen Individuen geschlossen werden“ (*Walgenbach* 2011b, 424); die Principal-Agent-Theorie könne deshalb allenfalls eine „organisationslose Organisationstheorie“ (ebenda), ein quasi nihilistisches Konstrukt sein. Aus der hier verfolgten, entscheidungsorientierten Perspektive der Finanzierungstheorie ist dieser Einwand nicht weiter von Belang, sind es doch genuin individuelle, am Unternehmensprozess beteiligte Wirtschaftssubjekte mit jeweils eigener Zielfunktion (etwa Aktionäre, Gläubiger, Manager) und deren „egoistisches“ Verhalten, die *Jensen/Meckling* (1976) in ihrer Financial Principal-Agent-Theorie zum Untersuchungsgegenstand erklärt haben. Dies mit gutem Grund, denn wie sollte ein „korporativer Akteur“ (*Walgenbach* 2011b, 425) seine – wie auch immer gearteten – Interessen überhaupt durchsetzen, solange es allein die individualistisch agierenden Akteure sind, die autonom handeln können? Eines „korporativen Akteurs“ bedarf die Untersuchung von Corporate-Governance-Regeln jedenfalls nicht, es sei denn, man möchte dem einzelwirtschaftlich agierenden, konkret am Unternehmensprozess Beteiligten einen letztlich „schutzlosen“, abstrakt „gesamtwirtschaftlich“ orientierten „agent artificiel“ zur Seite stellen.

Ebenfalls als unberechtigt erscheint uns der gelegentlich (z.B. *Ghoshal* 2005) gegen die Principal-Agent-Theorie – und konsequenterweise gegen informationsökonomische Denkmuster dann generell – vorgebrachte Vorwurf, es handle sich um eine „schlechte Theorie“; „schlecht“ in dem Sinne, dass sie Verteilungskonflikte zwischen „Bewaffneten und Schutzlosen“ (vgl. sinngemäss *Franck* 2011) fokussiere und „gute Praxis zerstöre...“, weil sie jenen Menschen schaffe, den sie in ihren Verhaltensannahmen unterstellt“ (*Walgenbach* 2011b, 428; vgl. auch *Nippa* 2002, 15f., m. w. N.). Während ein Mangel an „guter Praxis“ im Lichte von Gehaltsexzessen und krisenverschärfender Gier bei Managern aus aktueller empirischer Sicht vielleicht zu Recht zu beklagen ist, geht der an das Principal-Agent-Modell gerichtete theoretische Vorwurf unseres Erachtens fehl. Träfe der Vorwurf zu, wären nämlich zahlreiche andere, in der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre etablierte Verhaltensmaxime in gleicher Weise eine „schlechte Theorie“: Denn was unterscheidet den seinen Shareholder Value maximierenden Aktionär in der Corporate Governance von (z.B.) dem gewinnmaximierenden Einzelunternehmer, dem budgetrestringierten, deckungsbeitragsmaximierenden Divisionsmanager oder dem kostenminimierenden Produktionsleiter? Regelmässig verfolgen rationale Wirtschaftssubjekte ein modellge-

leitet operationalisierbares Extremalziel unter Inkaufnahme einer möglichen Übervorteilung Dritter (hier etwa der Stakeholder, der Konkurrenten, der anderen Divisionsmanager oder der Lieferanten). Folgte man der Argumentation der Kritiker, wäre das marktwirtschaftliche Postulat der Gewinnmaximierung – rechtsform- und grössenabhängig – vielleicht für „kleine“ Einzelunternehmer akzeptabel; „grosse“ Publikumsgesellschaften indes würden „vergesellschaftet“, müssten sich dem „Unternehmensinteresse“ verpflichtet fühlen und ihre juristischen Eigentümer dürften sich lediglich als eine Anspruchsgruppe unter vielen verstehen. Wir können nicht erkennen, inwiefern mit *Jensen/Mecklings* Principal-Agent-Theorie im Besonderen hier eine „schlechtere Theorie“ vorliegen sollte als etwa mit *Gutenbergs* (1983, 1984, 1987) „Theorie der Unternehmung“ im Allgemeinen oder dem marktwirtschaftlichen Ordnungsprinzip überhaupt.

## 2.2 Zwei (potentiell) berechtigte Kritikpunkte: „Unzureichende Passigkeit“ und „Einseitige Shareholder-Orientierung“

Ein möglicherweise berechtigter Kritikpunkt adressiert die Frage der „*Passigkeit*“ zwischen der Principal-Agent-Theorie und dem empirisch-institutionellen Befund. So weist *Franck* (2011) darauf hin, dass europäische Aktiengesellschaften häufig durch wenige Grossinvestoren mit den dazwischen bestehenden Netzwerk- und Beziehungsgeflechten dominiert werden, während *Jensen/Mecklings* Theorie eher auf Publikumsgesellschaften ziele, „die in gut funktionierenden (effizienten) Kapitalmärkten agieren und sich im Streubesitz befinden“ (*Walgenbach* 2011b, 424). Dass „die generelle Anwendbarkeit und Nutzung der Agenturtheorie“, wie *Walgenbach* schliesst, deshalb „infrage gestellt werden“ (ebenda) muss, sehen wir nicht, eher im Gegenteil. Die unter Blockaktionären (z.B. vermögenden Familien, Investmentfonds) bestehenden Agency-Probleme einschliesslich der bei Streubesitzaktionären typischen Free-Rider-Problematisierung sind ein treffliches Anwendungsfeld für die (spiel- und anreiztheoretischen) Methoden der Principal-Agent-Theorie, und sie wurden seit dem prominenten theoretischen Beitrag von *Grossman/Hart* (1980) umfangreich, auch empirisch (z.B. *Kaserer/Moldenbauer* 2008 für den deutschen Kapitalmarkt), untersucht. So hat *Kaserer* (2011) jüngst in dieser Zeitschrift zusätzliche Regelungen zur Begrenzung von Interessenkonflikten zwischen institutionellen Investoren eingefordert.

Eine weitere Diskrepanz zwischen Theorie und Wirklichkeit sehen *Franck* (2011) und *Walgenbach* (2011a) dort, wo sich die Risikoposition von Mitarbeitern mit firmenspezifischem Humankapital kaum von jener der Aktionäre unterscheidet, insbesondere dann, wenn das Unternehmen in „financial distress“ gerät und *beide* Stakeholdergruppen zu Residualanspruchsberechtigten werden (*Blair* 1995; *Blair/Stout* 1999; *Stout* 2007). Die Beobachtung ist per se plausibel, dürfte Implikationen für die Organisationsforschung (z.B. für die Ausgestaltung der zwischen Mitarbeitern und Unternehmensleitung geschlossenen Verträge) zulassen und konfliktiert natürlich mit *Jensen/Mecklings* Primat der Shareholder als „den“ genuinen Inhabern von residual claims. Für eine Ablehnung der Principal-Agent-Theorie eignet sich die Beobachtung indes kaum, denn ihr firmenspezifisches Humankapital können sich fixanspruchsberechtigte Mitarbeiter vergüten lassen, gerade weil es am Markt nicht ohne Weiteres verfügbar ist; vor allem übersehen die (organisationswissenschaftlich argumentierenden) Kritiker das leistungsfähige Instrumentarium, welches die Finanzierungstheorie zur Konkretisierung ihrer Beobachtung (längst) anbietet. So können firmenspezifische Investitionen der Mitarbeiter in kanonischer Weise (ähnlich wie GmbH-

Anteile oder Immobilienbesitz) als nicht-marktfähiges Einkommen im Sinne der Kapitalmarkttheorie interpretiert werden, denn im Unterschied zu Wertpapieren können Arbeitsverhältnisse (bzw. die daraus fließenden Zahlungsströme) nicht transaktionskostenfrei und in beliebiger Stückelung am Kapitalmarkt gehandelt werden. Die aus nicht-marktfähigem Einkommen resultierenden (Zusatz-)Risiken lassen sich quantifizieren, etwa in einer relaxierten Variante des Capital Asset Pricing Model („Mayers/Brito-CAPM“, vgl. Mayers 1972 und Brito 1977). Im Ergebnis müssen nur solche Zusatzrisiken von den Mitarbeitern getragen werden, die sich nicht über ein Korrekturportfolio aus handelbaren Finanztiteln hedgen lassen (Kürsten 2001). Gerade in börsennotierten Kapitalgesellschaften mit jederzeit handelbaren Beteiligungstiteln dürften diese Zusatzrisiken vernachlässigbar klein ausfallen, müssen Mitarbeiter doch lediglich eine Short-Position in (z.B. Belegschafts-)Aktien „ihres“ eigenen Unternehmens eingehen, um alle Zusatzrisiken aus dem nicht-marktfähigen Arbeitseinkommen zu neutralisieren. Weder sind also Mitarbeiter oder andere Stakeholder „Schutzlose“ (Franck 2011, 206), noch besteht Anlass, die Erklärungskraft der Principal-Agent-Theorie an sich in Zweifel zu ziehen. So lässt sich mit Hilfe des Instrumentariums der Principal-Agent-Theorie etwa nachweisen, dass vormals anreizkompatible Stock Option-Kontrakte (Winter 1998; Grasshoff/Schwalbach 1999; Wenger/Knoll 1999) zur Lösung des klassischen Agency-Konflikts zwischen einem risikoscheuen Management und risikofreudigen Aktionären (Amihud/Lev 1981; Haugen/Senbet 1981; May 1995) ihr Ziel im Mayers/Brito-CAPM verfehlen, da rationale Manager in erster Linie das Hedging ihres Zusatzrisikos aus nicht-marktfähigem Arbeitseinkommen, nicht das Unternehmensrisiko an sich im Auge haben müssen (Kürsten 2001, 256f.). Auch an anderer Stelle erweist sich das Instrumentarium der Principal-Agent-Theorie als leistungsfähig. Jensen/Mecklings prominentes, für isolierte Agency-Probleme (des Eigen- oder Fremdkapitals) eingeführtes Konzept der Agency Costs beispielsweise lässt sich in kanonischer Weise für den Fall der simultanen Existenz mehrerer Agency-Probleme (des Eigen- und Fremdkapitals) erweitern und damit an die institutionelle Realität annähern (Kürsten 1995).

Unter dem Etikett „unzureichender Passigkeit“ zu subsumieren ist schliesslich der Vorwurf, die theoretischen Vorhersagen der Principal-Agent-Theorie hielten der empirischen Überprüfung nicht ausreichend stand. In den von Walgenbach (2011b) zitierten Studien (z.B. Dalton et al. 2003) findet sich der vorhergesagte Zusammenhang zwischen Aktienoptionsprogrammen als Anreizinstrument für das Management und der Unternehmensperformance eher nicht, während andere Arbeiten ihn durchaus bestätigen (z.B. Hanlon et al. 2003; Larcker 2003 oder Aboody et al. 2010). Ob ein ambivalenter Befund, die Passigkeit zwischen Theorie und Empirie betreffend, ausreicht, eine Theorie für gescheitert zu erklären, oder ob die getesteten Stock Option-Programme lediglich nicht hinreichend (theoriekonform) anreizkompatibel, etwa über relative Performance-Masse oder stochastische Basispreise (Jensen/Murphy 1990; Garen 1994; Maug 2000) ausgestaltet waren, muss in diesem kurzen Dialog-Beitrag dahingestellt bleiben; auch Walgenbach (2011b) ist sich letztlich nicht sicher und stellt als Alternative eine „Modifikation ihrer Annahmen oder Überarbeitung der zur Behebung des Ausgangsproblems vorgeschlagenen Instrumente“ (ebenda, 427) in den Raum.

Wir meinen Anlass zu haben, uns dieser Position anschliessen zu können. Als aktuelles Beispiel für das Weiterentwicklungspotential der Principal-Agent-Theorie eignet sich etwa das prominente, für Kapitalgesellschaften mit beschränkter Haftung typische *Risk-Shifting- oder Asset Substitution-Problem* (Jensen/Meckling 1976; Gavish/Kalay 1983 oder

Vanden 2009). Danach bedingt der optionsähnliche, konvexe Anspruch beschränkt haftender Manager-Eigner bei mit ausfallbedrohtem Fremdkapital finanzierten Unternehmen einen generell wirksamen Anreiz (Merton 1973), das Unternehmensrisiko zu Lasten von Gläubigern und anderen fixanspruchsberechtigten Stakeholdern zu erhöhen. Die empirische Evidenz für den Risk-Shifting-Anreiz zeigt sich indes als schwach (Graham/Harvey 2001; Eisdorfer 2008) und Almeida et al. (2011) bezweifeln die praktische Relevanz des Problems an sich: „there is very little empirical evidence... of whether the problem actually exists“ (ebenda, 609). Andererseits deuten verschiedene Befunde auf ein virulentes Risk-Shifting-Problem bei hoch verschuldeten Firmen hin, die unter „financial distress“ leiden oder insolvenzgefährdet sind (Ericsson 2000; Purnanandam 2008; Berk/DeMarzo 2011). Offenbar passen empirischer Befund und theoretische Vorhersage erneut nicht gut zusammen, es wäre aber voreilig, die Principal-Agent-Theorie deshalb zu verwerfen. So lässt sich im dynamischen Kontext einer mehrperiodig erweiterten Risk-Shifting-Theorie „Passigkeit“ zum empirischen Befund doch herstellen: Ausschliesslich Unternehmen in „financial distress“ unterliegen bei unendlichem Planungshorizont einem permanenten Risikoanreiz, wohingegen alle übrigen (also fast alle) Unternehmen dauerhaft von Risk-Shifting Abstand nehmen (Kürsten/Linde 2011).

Als zweiter potentiell berechtigter Kritikpunkt ist in der aktuellen Diskussion der Vorwurf auszumachen (Davis et al. 1997; Sundaramurthy/Lewis 2003), dass die Principal-Agent-Theorie „kein umfassendes Verständnis von Corporate Governance vermitteln kann..., weil wesentliche Anspruchsgruppen der Unternehmung und deren Interessen, soweit es nicht Shareholderinteressen sind, systematisch missachtet werden“ (Walgenbach 2011b, 428). Dieser Vorwurf der „einseitigen Shareholderorientierung“ zu Lasten insbesondere von Stakeholdern mit impliziten Ansprüchen liegt in der Tradition des in den USA entstandenen Shareholder Value-Prinzips (Rappaport 1986), dessen (vermeintlicher) Interessenmonismus“ (Wagner 1997, 495) vor allem in den 90er Jahren auch in Deutschland zu einer intensiven polit-ökonomischen Debatte geführt hat (Kürsten 2000, 360–362, m. w. N.). Er wird von den hier zu besprechenden „Kritikern“ insofern überspitzt erhoben, als sich die Principal-Agent-Theorie in der Zeit nach Jensen/Meckling längst von sich aus einer Vielzahl weiterer, nicht auf die Shareholder fokussierter Agency-Probleme zugewandt hat (vgl. die Differenzierung in „managerial agency“, „debt agency“, „political agency“ und „social agency“ bei John/Senbet 1998, m. w. N.). Diese Überspitzung wiegt in Zeiten von Finanzkrisen und Bankenskandalen besonders schwer, wäre sie doch, bliebe sie unwidersprochen, grundsätzlich geeignet, die Principal-Agent-Theorie auch mit möglichen Auswüchsen des marktwirtschaftlichen Systems in Zusammenhang und so an sich in Misskredit zu bringen. Wie wir in Kürze zeigen (Kap. 3), wird sich bei richtiger Anwendung der Theorie und Beachtung ihrer finanzierungstheoretischen Grundlagen aber auch dieser Kritikpunkt als unberechtigt erweisen, mehr noch: Jensen/Meckling lenken den Blick auf den Unternehmensgesamtwert als wahre („eigentliche“) Zielfunktion der Aktionäre, nicht auf einen „monistischen“ Marktwert des Eigenkapitals. „Shareholder Value-Ansatz“ und „Stakeholder-Ansatz“ der Corporate Governance (Witt 2002, 46ff. und 56ff.) stimmen mit anderen Worten überein. Über welche Corporate-Governance-Regeln sich dies für praktische Zwecke operationalisieren lässt, werden wir anschliessend demonstrieren (Kap. 4).

### 3. Jensen/Mecklings positive (Financial) Principal-Agent-Theorie

#### 3.1 Konstitutive Grundlagen

Corporate-Governance-Regeln sollen zur Sicherung der (finanziellen) Ansprüche der Kapitalgeber der Unternehmen beitragen: „We define corporate governance as the set of mechanisms... that induce the self-interested controllers of a company... to make decisions that maximize the value of a company to its owners (the suppliers of capital)“ (*Denis/McConnell* 2003, 2). Entsprechend hat sich die „positive“ (Financial) Principal-Agent-Theorie zum dominierenden Modellrahmen im Corporate-Governance-Kontext entwickelt. Sie ist im Vergleich zur normativen Principal-Agent-Theorie (vgl. etwa *Holmström* 1979) „weniger analytisch und stärker empirisch ausgerichtet“ (*Jost* 2001b, 41) und unterscheidet sich von der normativen Theorie an zwei konkreten Stellen: Erstens wird, der Problemstellung angemessen, auf monetarisiert-objektivierbare Zielfunktionen in Form von Marktwerten abgestellt, während die normative Theorie auch nicht-monetäre, subjektivistische Präferenzfunktionale in Gestalt individueller Erwartungsnutzen zulässt; zweitens steht bei *Jensen/Mecklings* positiver Theorie die vergleichende Betrachtung ausgewählter, empirisch beobachteter Teilungsregeln (d.h. konkreter Finanzkontrakte, z.B. Optionsanleihen (*Green* 1984), besichertes Fremdkapital (*Kürsten* 1997) oder Fremdfinanzierung im Haftungsverbund von Mikrokrediten (*Ablin/Townsend* 2007)) im Vordergrund, wohingegen die normative Theorie an der Optimierung der Teilungsregel selbst (über die grundsätzlich unendlich grosse Menge denkbarer Kontrakt-Varianten) interessiert ist. In ihrer Beschränkung auf realiter beobachtete Finanzkontrakte spiegelt sich die empirische Ausrichtung der positiven Theorie; vor allem wird damit eine erhebliche Verkleinerung der zu untersuchenden Alternativenmenge und die Beschränkung des „Rechenaufwands“ erreicht.

Für unsere Zwecke von Belang ist indes das erstgenannte Merkmal der positiven Theorie, nämlich ihre Fokussierung auf objektivistische Bewertungsfunktionale des Typs „Marktwert“,  $\pi$ . Angewendet auf den spezifischen Vermögensanspruch des (z.B.) Eigenkapitals, *EK*, ergibt sich sofort der Shareholder Value, *SHV*, als Marktwert des Eigenkapitals:  $SHV = \pi(EK)$ . Vor einer Verwendung von Marktwerten (z.B. des Eigenkapitals) als Zielfunktion von Wirtschaftssubjekten (z.B. der Aktionäre), wie es in der positiven Principal-Agent-Theorie regelmässig geschieht, müssen jedoch die Voraussetzungen geprüft werden, unter denen das zulässig ist. So ist das Bewertungsfunktional „Marktwert“ zunächst ein Konzept der neoklassischen Finanzierungstheorie, und seine *Existenz* setzt ein Arbitragegleichgewicht im Kapitalmarkt voraus (*Harrison/Kreps* 1979; *Wilhelm* 1983). Diese Prämisse erscheint als eher unkritisch, da anderenfalls risikofreie Arbitragegewinne („free lunch“) locken und rasch wieder Arbitragefreiheit herstellen werden. Drei zusätzliche Voraussetzungen sind erforderlich, bevor die am Unternehmen Beteiligten den (deterministischen) Marktwert ihres jeweiligen Anspruchs einmütig als Surrogat für eben diesen (typischerweise stochastischen) Anspruch in ihrer Zielfunktion akzeptieren werden („*Unanimity-Theorem*“, *DeAngelo* 1981). Es handelt sich um ein (im einzelwirtschaftlichen Kontext von Corporate Governance unkritisches) Preisnehmerverhalten der Wirtschaftssubjekte („*Competivity*“), eine (ebenfalls unkritische) Reichhaltigkeitsannahme bzgl. der am Kapitalmarkt gehandelten Wertpapiere („*Spanning*“) sowie die (eher kritische) Prämisse „*Information*“. Sie verlangt, dass Anspruchsberechtigte a priori korrekt über zukünftige Aktionen (z.B. die Auswahl von Investitionsprojekten) der Unternehmensleitung informiert

sind, damit sie rechtzeitig geeignete Hedging-Portfolios aufbauen können (Wilhelm 1989 und Kürsten 2000, m. w. N.).

Im Kontext von Principal-Agent-Problemen ist „Information“ naturgemäß nicht erfüllt, es sei denn, man unterstellt den Stakeholdern, wie Jensen/Meckling es zur Ableitung ihres prominent gewordenen Konzeptes der „Agency Costs“ tun, „rationale Erwartungen“. Angelehnt an die Terminologie – nicht aber an die Schlussfolgerungen – von Franck (2011) und Walgenbach (2011a) sehen wir hierin den eigentlichen „Kunstgriff“, mit dem sich aber ein Vorwurf der „einseitigen Shareholderorientierung“ nicht nur nicht länger begründen, sondern sogar auflösen lässt.

### 3.2 Die (wahre) Zielfunktion der Aktionäre

Diesbezüglich Beachtung verdient eine wichtige Eigenschaft des Bewertungsfunktional „Marktwert“, die auf dessen Entwicklung aus einem (dualen) Arbitrage-LP zurückgeht. Demnach sind Marktwerte stets als diskontierte Erwartungswerte (bzgl. der sog. „risikoneutralen Verteilung“ (Harrison/Kreps 1979)) notierbar und mithin selbst *linear*. Die positive Principal-Agent-Theorie unterscheidet sich an dieser Stelle von der normativen, deren (typischerweise konkave) Bernoulli-Nutzenfunktionen gerade nicht-linearer Natur sind. (Marktwert-)Gewinne eines Stakeholders gehen in der positiven – nicht aber in der normativen – Theorie also mit gleich hohen (Marktwert-)Verlusten bei den anderen Stakeholdern einher, solange der Gesamtwert des Unternehmens konstant bleibt. Beispielsweise verlieren die Aktionäre nach einem konglomeraten Merger in gleicher Höhe an Marktwert (des Eigenkapitals) wie die Gläubiger in Folge des Co-Insurance-Effekts an Marktwert (des Fremdkapitals) gewinnen, sobald die vom Management versprochenen, den Gesamtwert des Unternehmens steigernden Synergie-Effekte ausbleiben (Lewellen 1971; Kürsten 2003). Bei gewendeter, gleichwohl äquivalenter Betrachtung sind Marktwertgewinne für einen bestimmten Stakeholder (z.B. den Manager-Eigner) nur bei *steigendem* Unternehmensgesamtwert zu erreichen, sobald es den übrigen Stakeholdern (z.B. den Gläubigern, Mitarbeitern) gelingt, ihre Positionen über Antizipation der Politik des Manager-Eigners, d.h. via des Kunstgriffs „rationaler Erwartungen“, im Wert konstant halten.

Zur Demonstration betrachte man eine Unternehmung mit der Opportunitätsmenge möglicher Investitionsalternativen  $A$ , realisierter Politik  $a \in A$ , (unsicherem) ( $t = 1$ )-Periodenendvermögen  $Y(a)$ , ausstehender (ggf. ausfallbedrohter) Fremdkapitalverpflichtung  $D$  und beschränkt haftenden Aktionären. Der Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value) am Periodenbeginn  $t = 0$  lautet dann  $\pi(EK(a)) = \pi(\max\{Y(a) - D, 0\})$  und der Marktwert des Fremdkapitals beträgt  $\pi(FK(a)) = \pi(\min\{D, Y(a)\})$ . Beide hängen, wie auch der Unternehmensgesamtwert  $\pi(Y(a))$ , von der realisierten Investitionspolitik  $a$  ab. Sollen die Gläubiger unter Wettbewerb das Kreditvolumen  $B (= \text{const.})$  zur Verfügung stellen und verfügen über rationale Erwartungen, werden sie die realisierte Politik  $a$  antizipieren und die Kreditkonditionen  $D(a)$  so stellen, dass der Kapitalwert ihres Engagements Null ist:  $-B + \pi(\min\{D(a), Y(a)\}) = 0$ . Die optimale Politik der Aktionäre

$$\begin{aligned}
 a_{\text{Aktionäre}}^* &= \arg \max_{a \in A} \pi(\max\{Y(a) - D(a), 0\}) \\
 &= \arg \max_{a \in A} \pi(Y(a) - \min\{D(a), Y(a)\}) && \text{(Bilanzidentität)} && (1) \\
 &= \arg \max_{a \in A} [\pi(Y(a)) - \pi(\min\{D(a), Y(a)\})] && \text{(Preisfunktional linear)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &= \arg \max_{a \in A} [\pi(Y(a)) - B] && \text{(rationale Erwartungen)} \\
 &= \arg \max_{a \in A} \pi(Y(a))
 \end{aligned}$$

ist dann an der Maximierung des Unternehmensgesamtwertes  $\pi(Y(a))$  orientiert. Wir sprechen hier von der *wahren* Zielfunktion der Aktionäre oder vom „*eigentlichen*“ *Aktionärsinteresse*. Der gegenüber der Principal-Agent-Theorie erhobene Vorwurf einer einseitigen Shareholder-Fokussierung geht also fehl, sobald man die (finanzierungstheoretischen) Grundlagen der Theorie beachtet und sich, das ist wichtig, *Jensen/Mecklings* „Kunstgriff“ rationaler Erwartungen seitens der Stakeholder anschliesst. *Francks* (2011) aus institutionellen Beobachtungen abgeleitetes Plädoyer für eine treuhänderisch verstandene, nicht einzelnen Gruppen, sondern dem „Wohle der Unternehmung als Ganzes“ (ebenda, 212) verpflichteten Board Primacy weist so gesehen in die richtige Richtung, sie muss freilich nicht separat postuliert werden, sondern ist dem (eigentlichen) Shareholder Value-Prinzip inhärent. Eine offene Frage verbleibt allenfalls dahingehend, wie sich der (theoretische) Kunstgriff rationaler Erwartungen für die Praxis konkret operationalisieren lässt. Hier wird es auf die Gestaltung geeigneter Corporate-Governance-Regeln ankommen, wie im Folgenden demonstriert wird.

#### 4. Operationalisierung der (wahren) Zielfunktion der Aktionäre über Corporate-Governance-Regeln

##### 4.1 Publizität der Struktur der Managerentlohnung

Entscheidungen im Unternehmen werden vom Management getroffen. Sie hängen davon ab, welchen konkreten Anspruch  $f$  (z.B. Fixgehalt, Boni, Aktienoptionen) am Unternehmensvermögen  $Y$  der von den Aktionären gewählte Aufsichtsrat den Managern zugestanden hat (Fall der deutschen AG). Die optimale Unternehmenspolitik aus Sicht des Managements maximiert dann den „Manager Value“  $\pi(f(Y(a)))$ :

$$a_{\text{Manager}}^* = \arg \max_{a \in A} \pi(f(Y(a))) \tag{2}$$

Erlangen die Stakeholder rechtzeitig Kenntnis von der Entlohnungsstruktur  $f$  der Manager, können sie sich in deren Entscheidungsproblem (2) hineinversetzen, denn der Marktwert  $\pi$  wird gemäss dem Unanimity-Theorem (*DeAngelo* 1981) von allen Wirtschaftssubjekten einmütig als Bewertungsfunktional akzeptiert. „Rationale Erwartungen“ sind dann nicht länger nur Kunstgriff oder (spiel)theoretisches Konstrukt, sondern ein praktikables Instrument der (fixanspruchsberechtigten) Stakeholder, um den (residualanspruchsberechtigten) Shareholdern Entwertungen der eigenen Position ex ante in Rechnung zu stellen (z.B. über höhere Löhne, Zinsen, etc.) und sich so vor unliebsamen Manager-Entscheidungen zu schützen. Tatsächlich reagieren bspw. Gläubigerpapiere mit fallenden Kursen auf die Gewährung von (risikofördernden) Stock Options an das Management (*DeFusco et al.* 1990).

Die Publizität der Managerentlohnungsstruktur lässt sich über geeignete Corporate-Governance-Regeln herstellen. So schreibt die (in der Vergangenheit nicht ausreichend beachtete Soll-)Vorschrift in Abschnitt 4.2.4 des Deutschen Corporate Governance Kodex vor, dass die „Gesamtvergütung eines jeden Vorstandsmitglieds..., aufgeteilt nach fixen

und variablen Vergütungsteilen, unter Namensnennung offengelegt (wird).“ Eine vergleichbare, durch das Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (VorstOG) induzierte (Muss-)Vorschrift findet sich in § 285 HGB für den Anhang bzw. Lagebericht börsennotierter Aktiengesellschaften. Man beachte, dass es auf die Publizität der *Struktur*, nicht der *Höhe* der Managervergütung ankommt: Eine mit dem Faktor  $x > 0$  vervielfachte Vergütung ändert – in Folge der Linearität des Funktional  $\pi$  – an der Manager-Entscheidung nichts (vgl. auch den entsprechenden empirischen Befund bei *Mehran 1995*):

$$\begin{aligned} \arg \max_{a \in A} \pi(x \cdot f(Y(a))) &= \arg \max_{a \in A} [x \cdot \pi(f(Y(a)))] \\ &= \arg \max_{a \in A} \pi(f(Y(a))) \\ &= a_{\text{Manager}}^* \end{aligned} \quad (3)$$

Die im deutschen Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) verankerte Angemessenheitsprüfung mag so gesehen einem landesspezifischen „Sozialverträglichkeitsverständnis“ geschuldet sein; dem Schutz von Stakeholder-Interessen dient das Gesetz zumindest an dieser Stelle nicht.

#### 4.2 Proportionalanspruch als anreizkompatible Managerentlohnung

Ist die Publizität der Struktur der Managerentlohnung über Corporate-Governance-Regeln sichergestellt, werden rationale Stakeholder die Manager-Entscheidungen antizipieren und den Shareholdern in Rechnung stellen. Deshalb werden sich die Shareholder gemäss (1) am Unternehmensgesamtwert als „eigentlichem“ Aktionärsinteresse orientieren, damit die entsprechenden, letztlich von ihnen zu tragenden Wohlfahrtsverluste möglichst gering ausfallen. Welche Vergütungsform  $f$  müssen sie wählen, damit nun auch die Manager – aus Eigeninteresse, d.h. *anreizkompatibel* (vgl. (2)) – den Unternehmensgesamtwert als Ziel verfolgen?

Zur Illustration nehmen wir an, dass genau  $n \in \mathbb{N}$  Ansprüche gegen das Unternehmen bestehen, z.B. Ansprüche aus dem Unternehmen gewährtem Eigenkapital ( $EK$ ), Fremdkapital ( $FK$ ) und Humankapital ( $HK$ ) sowie erwartete (Kunden-)Ansprüche aus Garantieverprechen ( $GV$ ) ( $n = 4$ ). Die Entlohnungsfunktion der Manager (und, analog der anderen Stakeholder) ist dann durch deren Anteil  $\alpha_M$  am  $EK$ ,  $\beta_M$  am  $FK$ ,  $\gamma_M$  am  $HK$  bzw.  $\delta_M$  am  $GV$  charakterisiert. Die optimale Entlohnungsfunktion der ihrem „eigentlichen“ Interesse  $\pi(Y(a))$  verpflichteten Aktionäre folgt aus der Aufgabe

$$\max_{\alpha_M, \beta_M, \gamma_M, \delta_M} \pi(Y(a)) \quad (4)$$

mit  $a = a_{\text{Manager}}^*(\alpha_M, \beta_M, \gamma_M, \delta_M)$

Offenbar wird die Lösung genau dann erreicht, wenn die Manager zu gleichen Anteilen  $\lambda$  mit einem „Proportionalanspruch“ – an allen Anspruchskategorien beteiligt sind (*Kürsten 2001*), denn dann gilt (man beachte wieder die Linearität des Marktwertfunktional  $\pi$ ):

$$\begin{aligned}
 a_{\text{Manager}}^* &= \arg \max_{a \in A} \pi[\alpha_M \cdot EK(a) + \beta_M \cdot FK(a) + \gamma_M \cdot HK(a) + \delta_M \cdot GV(a)] \\
 &= \arg \max_{a \in A} \pi(\lambda \cdot Y(a)) \quad (\text{für } \alpha_M = \beta_M = \gamma_M = \delta_M =: \lambda) \\
 &= \arg \max_{a \in A} \pi(Y(a)) \\
 &= a_{\text{Aktionäre}}^* \quad (\text{vgl. (1)})
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

In der institutionellen Realität einer Aktiengesellschaft (mit geeignetem Produktspektrum) lässt sich der Proportionalanspruch – zumindest grundsätzlich – dadurch erreichen, dass der Aufsichtsrat den Managern zu möglichst „ähnlichen“ – jedenfalls nicht „einseitigen“ – Proportionen neben einem Fixgehalt (*HK*-Anspruch) und Belegschaftsaktien bzw. Aktienoptionen (*EK*-Anspruch) Zinserträge aus gewährten Gesellschafterdarlehen (*FK*-Anspruch) und Garantieansprüche aus (z.B. mit Vorzugskonditionen ausgestatteten) Produktverkäufen (*GV*-Anspruch) als Entlohnung gewährt. Mit dieser proportionalen Teilhabe am Gesamtwert des von ihnen geleiteten Unternehmens verfolgen die Manager dann selbst, d.h. aus Eigeninteresse, die Zielfunktion „Unternehmensgesamtwertmaximierung“ und handeln im „eigentlichen“, wahren Aktionärsinteresse (1).

Aus finanzierungstechnischer Sicht ist *Franck* (2011) insofern zuzustimmen, wenn er, aus einer institutionell-juristischen Perspektive heraus, einseitige Leistungsanreize wie Aktien und Optionen für einen „der Firma als Ganzes“ (ebenda, 212) verpflichteten Treuhänder-Verwaltungsrat ablehnt. Mit einseitigen Leistungsanreizen würde lediglich ein Rückfall in das falsch verstandene, „monistische“ Shareholder Value-Prinzip befördert, das zu dem Missverständnis der einseitigen Shareholderorientierung gegenüber der Principal-Agent-Theorie beigetragen hat. Der Leser beachte freilich, dass die „elegante“ Lösung des Proportionalanspruchs als anreizkompatibler Managerentlohnung in der Praxis nur dann trägt, wenn sich aus *Jensen/Mecklings* „Kunstgriff“ rationaler Erwartungen ein reales Phänomen machen lässt. Hierzu werden gute Corporate Governance-Regeln benötigt, die die Struktur der Managerentlohnung publik zu machen helfen und die Stakeholder in die Lage versetzen, antizipierte Managerentscheidungen rechtzeitig in ihre Vertragsverhandlungen einzubauen.

## 5. Resümee

Das Gros der aktuellen Kritik an *Jensen/Mecklings* (positiver) Principal-Agent-Theorie als natürlichem Modellrahmen für Fragen der Corporate Governance hält – wie gesehen – einer genaueren Überprüfung nicht stand. Die Kritik beruht auf einer spezifisch organisationswissenschaftlich geprägten Perspektive, lässt wichtige finanzierungstheoretische Grundlagen der Theorie und ihre Implikationen aber ausser Acht. Bei konsequenter Umsetzung ihrer Annahmen lenkt die Principal-Agent-Theorie den Fokus auf den Unternehmensgesamtwert als „eigentliches“, nicht-monistisches Shareholder Value-Prinzip. Eine Rückbesinnung auf Elemente einer treuhänderisch verstandenen, dem „Unternehmen als Ganzes“ verpflichteten „Board Primacy“ muss nicht separat gefordert werden; sie ist in *Jensen/Mecklings* Principal-Agent-Theorie längst inkludiert.

## Literaturhinweise

- Aboody, D./Johnson, N.B./Kaszniak, R.* (2010): Employee Stock Options and Future Firm Performance: Evidence from Option Repricings, in: *Journal of Accounting and Economics*, Jg. 50, Nr. 1, S. 74–92.
- Ahlin, C./Townsend, R.M.* (2007): Selection Into and Across Credit Contracts: Theory and Field Research, in: *Journal of Econometrics*, Jg. 136, Nr. 2, S. 665–698.
- Almeida, H./Campello, M./Weisbach, M.S.* (2011): Corporate Financial and Investment Policies when Future Financing is not Frictionless, in: *Journal of Corporate Finance*, Jg. 17, Nr. 3, S. 675–693.
- Amihud, Y./Lev, B.* (1981): Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, in: *Bell Journal of Economics*, Jg. 12, Nr. 2, S. 605–617.
- Berk, J.B./DeMarzo, P.M.* (2011): *Corporate Finance*, 2. Aufl., Boston MA.
- Blair, M.M.* (1995): *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington D.C.
- Blair, M.M./Stout, L.A.* (1999): A Team Production Theory of Corporate Law, in: *Virginia Law Review*, Jg. 85, Nr. 2, S. 247–328.
- Brito, N.O.* (1977): Marketability Restrictions and the Valuation of Capital Assets Under Uncertainty, in: *Journal of Finance*, Jg. 32, Nr. 4, S. 1109–1123.
- Dalton, D.R./Daily, C.M./Certo, S.T./Roengpitya, R.* (2003): Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?, in: *Academy of Management Journal*, Jg. 46, Nr. 1, S. 13–26.
- Davis, J.H./Schoorman, F.D./Donaldson, L.* (1997): Toward a Stewardship Theory of Management, in: *Academy of Management Review*, Jg. 22, Nr. 1, S. 20–47.
- DeAngelo, H.* (1981): Competition and Unanimity, in: *American Economic Review*, Jg. 71, Nr. 1, S. 18–27.
- DeFusco, R.A./Johnson, R.R./Zorn, T.S.* (1990): The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders, in: *Journal of Finance*, Jg. 45, Nr. 2, S. 617–627.
- Denis, D.K./McConnell, J.J.* (2003): International Corporate Governance, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jg. 38, Nr. 1, S. 1–36.
- Eisdorfer, A.* (2008): Empirical Evidence of Risk Shifting in Financially Distressed Firms, in: *Journal of Finance*, Jg. 63, Nr. 2, S. 609–637.
- Ericsson, J.* (2000): Asset Substitution, Debt Pricing, Optimal Leverage and Maturity, in: *Finance*, Jg. 21, S. 39–70.
- Franck, E.* (2011): Ist es an der Zeit, die Aktionärsrechte zu stärken?, in: *Die Unternehmung*, Jg. 65, Nr. 3, S. 201–214.
- Frey, B.S./Oberholzer-Gee, F.* (1997): The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding-Out, in: *American Economic Review*, Jg. 87, Nr. 4, S. 746–755.
- Garen, J.E.* (1994): Executive Compensation and Principal-Agent Theory, in: *Journal of Political Economy*, Jg. 102, Nr. 6, S. 1175–1199.
- Gavish, B./Kalay, A.* (1983): On the Asset Substitution Problem, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jg. 18, Nr. 1, S. 21–30.
- Ghoshal, S.* (2005): Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices, in: *Academy of Management Learning and Education*, Jg. 4, Nr. 1, S. 75–91.

- Graham, J.R./Harvey, C.R.* (2001): The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 60, Nr. 2–3, S. 187–243.
- Grasshoff, U./Schwalbach, J.* (1999): Agency-Theorie, Informationskosten und Managervergütung, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 51, Nr. 5, S. 437–453.
- Green, R.* (1984): Investment Incentives, Debt, and Warrants, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 13, Nr. 1, S. 115–136.
- Grossman, S.J./Hart, O.D.* (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: *Bell Journal of Economics*, Jg. 11, Nr. 1, S. 42–64.
- Gutenberg, E.* (1983): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Bd 1: Die Produktion, 24. Aufl., Berlin et al.
- Gutenberg, E.* (1984): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Bd 2: Der Absatz, 17. Aufl., Berlin et al.
- Gutenberg, E.* (1987): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Bd 3: Die Finanzen, 8. Aufl., Berlin et al.
- Hanlon, M./Rajgopal, S./Shevlin, T.* (2003): Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings?, in: *Journal of Accounting and Economics*, Jg. 36, Nr. 1-3, S. 3–43.
- Harrison, M.J./Kreps, D.M.* (1979): Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets, in: *Journal of Economic Theory*, Jg. 20, Nr. 3, S. 381–408.
- Haugen, R.A./Senbet, L.W.* (1981): Resolving the Agency Problems of External Capital through Options, in: *Journal of Finance*, Jg. 36, Nr. 3, S. 629–647.
- Holmström, B.* (1979): Moral Hazard and Observability, in: *Bell Journal of Economics*, Jg. 10, Nr. 1, S. 74–91.
- Jensen, M./Meckling, W.* (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 3, Nr. 4, S. 305–360.
- Jensen, M.C./Murphy, K.J.* (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, Jg. 98, Nr. 2, S. 225–264.
- John, K./Senbet, L.W.* (1998): Corporate Governance and Board Effectiveness, in: *Journal of Banking and Finance*, Jg. 22, Nr. 4, S. 371–403.
- Jost, P.-J.* (Hrsg.) (2001a): *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart.
- Jost, P.-J.* (2001b): *Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext*, in: *Jost, P.-J.* (Hrsg.): *Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre*, Stuttgart, S. 11–43.
- Kaserer, C.* (2011): Mehr Aktionärsrechte und weniger Interessenskonflikte für eine verbesserte Corporate Governance, in: *Die Unternehmung*, Jg. 65, Nr. 4, S. 320–327.
- Kaserer, C./Moldenhauer, B.* (2008): Insider Ownership and Corporate Performance: Evidence from Germany, in: *Review of Managerial Science*, Jg. 2, Nr. 1, S. 1–35.
- Kürsten, W.* (1995): Risky Debt, Managerial Ownership and Capital Structure: New Fundamental Doubts on the Classical Agency Approach, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Jg. 151, Nr. 3, S. 526–555.
- Kürsten, W.* (1997): Zur Anreiz-Inkompatibilität von Kreditsicherheiten, oder: Insuffizienz des Stiglitz/Weiss-Modells der Agency-Theorie, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 49, Nr. 10, S. 819–857.
- Kürsten, W.* (2000): „Shareholder Value“ – Grundelemente und Schief lagen einer polit-ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 70, Nr. 3, S. 359–381.

- Kürsten, W. (2001): Stock Options, Managerentscheidungen und (eigentliches) Aktionärsinteresse: Korrekturbedarfe einer fehlgeleiteten Diskussion um „anreizkompatible“ Vergütungsdesigns, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 71, Nr. 3, S. 249–270.
- Kürsten, W. (2003): Synergetische Merger, Co-Insurance und Shareholder Value: Oder: Wer profitiert von „wertschaffenden“ Fusionen?, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 63, Nr. 3, S. 239–256.
- Kürsten, W./Linde, R. (2011): Corporate Hedging Versus Risk-Shifting in Financially Constrained Firms: The Time-Horizon Matters!, in: Journal of Corporate Finance, Jg. 17, Nr. 3, S. 502–525.
- Lan, L.L./Heracleous, L. (2010): Rethinking Agency Theory: The View from Law, in: Academy of Management Review, Jg. 35, Nr. 2, S. 294–314.
- Larcker, D.F. (2003): Discussion of „Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings?“, in: Journal of Accounting and Economics, Jg. 36, Nr. 1/3, S. 91–103.
- Lewellen, W.G. (1971): A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger, in: Journal of Finance, Jg. 26, Nr. 2, S. 521–537.
- Maug, E. (2000): The Relative Performance Puzzle, in: Schmalenbach Business Review, Jg. 52, Nr. 1, S. 3–24.
- May, D.O. (1995): Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?, in: Journal of Finance, Jg. 50, Nr. 4, S. 1291–1308.
- Mayers, D. (1972): Nonmarketable Assets and Capital Market Equilibrium under Uncertainty, in: Jensen, M.C. (Hrsg.): Studies in the Theory of Capital Markets, New York et al., S. 223–248.
- Mehran, H. (1995): Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, Jg. 38, Nr. 2, S. 163–184.
- Merton, R.C. (1973): Theory of Rational Option Pricing, in: Bell Journal of Economics and Management Science, Jg. 4, Nr. 1, S. 141–183.
- Nippa, M. (2002): Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance: Von Trugbildern, Machtansprüchen und vernachlässigten Ideen, in: Nippa, M./Petzold, K./Kürsten, W. (Hrsg.): Corporate Governance, Heidelberg, S. 3–40.
- Osterloh, M./Frey, B.S. (2000): Motivation, Knowledge Transfer, and Organizational Forms, in: Organization Science, Jg. 11, Nr. 5, S. 538–550.
- Prendergast, C. (1999): The Provision of Incentives in Firms, in: Journal of Economic Literature, Jg. 37, Nr. 1, S. 7–63.
- Purnanandam, A. (2008): Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory and Evidence, in: Journal of Financial Economics, Jg. 87, Nr. 3, S. 706–739.
- Rappaport, A. (1986): Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, New York.
- Stout, L.A. (2007): The Mythical Benefits of Shareholder Control, in: Virginia Law Review, Jg. 93, Nr. 3, S. 789–809.
- Sundaramurthy, C./Lewis, M. (2003): Control and Collaboration: Paradoxes of Governance, in: Academy of Management Review, Jg. 28, Nr. 3, S. 397–415.
- Vanden, J.M. (2009): Asset Substitution and Structured Financing, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Jg. 44, Nr. 4, S. 911–951.
- Wagner, F.W. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Jg. 49, Nr. 5, S. 473–498.
- Walgenbach, P. (2011a): Weg von der Agenturtheorie? Aber was dann?, in: Die Unternehmung, Jg. 65, Nr. 4, S. 312–319.

- Walgenbach, P. (2011b): Das Ende der Organisationsgesellschaft und die Wiederentdeckung der Organisation, in: *Die Betriebswirtschaft*, Jg. 71, Nr. 5, S. 419–438.
- Wenger, E./Knoll, L. (1999): Aktienkursgebundene Management-Anreize: Erkenntnisse der Theorie und Defizite der Praxis, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Jg. 51, Nr. 6, S. 565–591.
- Wilhelm, J. (1983): Marktwertmaximierung: Ein didaktisch einfacher Zugang zu einem Grundlagenproblem der Investitions- und Finanzierungstheorie, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Jg. 53, Nr. 6, S. 516–534.
- Wilhelm, J. (1989): On Stakeholders' Unanimity, in: *Bamberg, G./Spremann, K. (Hrsg.): Agency Theory, Information, and Incentives*, korr. Wiederabdruck der 1. Auflage, Berlin – Heidelberg, S. 179–204.
- Winter, S. (1998): Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Jg. 50, S. 1120–1142.
- Witt, P. (2002): Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze, in: *Nippa, M./Petzold, K./Kürsten, W. (Hrsg.): Corporate Governance*, Heidelberg, S. 41–72.

**Wolfgang Kürsten, Dr.**, ist Professor für Allg. Betriebswirtschaftslehre, insb. Finanzierung, Banken und Risikomanagement an der Friedrich-Schiller-Universität Jena.

*Anschrift:* Universität Jena, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Carl-Zeiß-Str. 3, D-07743 Jena, Tel.: +49(0)3641/9-43121, Fax: +49(0)3641/9-43122, E-Mail: wolfgang.kuersten@wiwi.uni-jena.de