

Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 8

Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur

**Rationierung auf dem Kapitalmarkt: Empirische
Befunde, informationsökonomische Mikrofundierung
und makroökonomische Modellierung**

Von

Vera Schubert



Duncker & Humblot · Berlin

VERA SCHUBERT

Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur

Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 8

Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur

Rationierung auf dem Kapitalmarkt: Empirische
Befunde, informationsökonomische Mikrofundierung
und makroökonomische Modellierung

Von

Vera Schubert



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Schubert, Vera:

Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur : Rationierung
auf dem Kapitalmarkt: empirische Befunde, informationsökonomische
Mikrofundierung und makroökonomische Modellierung / von Vera
Schubert. – Berlin : Duncker und Humblot, 1999

(Studien zu Finanzen, Geld und Kapital ; Bd. 8)

Zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09645-2

Alle Rechte vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0939-5113

ISBN 3-428-09645-2

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Vorwort

Kapitalmärkte werden oftmals als besonders effizient funktionierende Märkte beschrieben – dennoch müssen keine markträumenden Gleichgewichte resultieren. Bedenkt man, daß gerade bei der Mittelbeschaffung zum Zwecke der Durchführung zukünftiger realer Investitionsvorhaben von einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber bezüglich der zur Wahl stehenden Projekte und deren Güte bzw. Risiko auszugehen ist, so lassen sich stabile Rationierungssituationen auf Fremd- und Eigenkapitalmarkt begründen, die auf einem vollständigen Rationalkalkül aller Beteiligten basieren. Daß diese theoretische Einsicht auch empirische Relevanz hat, findet in einer Vielzahl ökonomischer Untersuchungen Unterstützung. Daher verdient in diesem Zusammenhang die Frage nach den mittel- und langfristigen Wirkungen einer asymmetrischen Informationssituation auf den Finanzmärkten besondere Aufmerksamkeit: Welche Konsequenzen lassen sich für die konjunkturelle Entwicklung sowie den Wachstumspfad einer Volkswirtschaft ableiten, und wie kann diesen möglicherweise begegnet werden? Diese und weitere Fragen sollen im folgenden Beantwortung finden.

Die vorliegende Arbeit wurde 1998 von der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen als Dissertationsschrift angenommen. An den Universitäten Tübingen und Leipzig, an denen diese Abhandlung entstand, erhielt ich vielfältige Unterstützung, ohne die ein solches Vorhaben nicht erfolgreich zu bewältigen gewesen wäre. An erster Stelle möchte ich mich ganz herzlich bei meinem akademischen Lehrer, Doktorvater und Erstgutachter, Prof. Dr. Adolf Wagner (Tübingen und Leipzig), für vielfältige Anregungen sowie die großzügige Gewährung der zur Erstellung einer solchen Arbeit notwendigen Freiräume bedanken. Ebenso gilt mein herzlicher Dank Herrn Prof. Dr. Manfred Stadler (Tübingen) für die Übernahme des Zweitgutachtens. Einen kollektiven, aber keinesfalls weniger herzlichen Dank möchte ich allen Kollegen der beiden Wirtschaftstheoretischen Lehrstühle der Universität Tübingen sowie des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Leipzig aussprechen, deren fachliche Unterstützung und sonstige Aufmunterungen vieles leichter machten.

Leipzig, im November 1998

Vera Schubert

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung und Vorgehensweise	17
B. Finanzmärkte und Rationierungsphänomene: eine Einführung in die Problematik	23
I. Allgemeine Charakteristika von Finanzmärkten	23
II. Der Ansatz der 'Neuen Keynesianischen Makroökonomik': mikroökonomische Fundierung und makroökonomische Implikationen	27
III. Einige Ergebnisse der empirischen Forschung	32
1. Allgemeine Vorgehensweise und Systematisierungsansätze	32
2. Ausgewählte empirische Studien	36
a) Winker (1996)	37
b) Harhoff (1996)	43
c) Stöß (1996)	44
d) Bernanke/Gertler/Gilchrist (1996)	45
e) Hubbard/Kashyap/Whited (1995)	47
f) Gertler/Gilchrist (1994)	48
g) Berger/Udell (1992)	49
3. Weitere empirische Untersuchungen	51
IV. Das Verhalten der deutschen Kreditinstitute bei der Vermittlung externer Finanzierung	52
V. Ein weiterer Aspekt: Auslandsverschuldung	61
VI. Zur weiteren Vorgehensweise	63
C. Rationierung auf den Finanzmärkten: Mikroökonomische Fundierung und makroökonomische Modellierung	67
I. Die Aufnahme externer Finanzierungsmittel unter asymmetrischer Informationsverteilung	67
1. Definitionen und Abgrenzungen	67
2. Fremdkapitalaufnahme	68
3. Eigenkapitalaufnahme	74
II. Exemplarische mikroökonomische Erklärungsansätze	77
1. Fremdkapitalaufnahme unter asymmetrischer Informationsverteilung	77

a)	Der Standardkreditvertrag	78
b)	Adverse Anreize bei ex post asymmetrischer Information und Verifizierungskosten	81
	Kritik und Modellerweiterungen	86
c)	Adverse Selektion bei ex ante asymmetrischer Information	87
	Kritik und Modellerweiterungen	91
d)	Adverse Anreize bei ex ante asymmetrischer Information	93
	Kritik und Modellerweiterungen	93
2.	Eigenkapitalaufnahme unter asymmetrischer Informa- tionsverteilung	94
a)	Das Modell von Myers/Majluf (1984)	96
	Kritik und Modellerweiterungen	99
b)	Das Modell von Greenwald/Stiglitz/Weiss (1984)	100
	Kritik und Modellerweiterungen	104
III.	Von der Mikro- zur Makroanalyse	106
IV.	Ein makroökonomischer Modellierungsansatz	107
1.	Vorüberlegungen: Märkte, Akteure, Interaktionen, Zeit- horizont	107
2.	Einige Anmerkungen zur Aggregationsproblematik	112
3.	Ein makroökonomisches Modell für die kurze Frist	113
a)	Annahmen	113
b)	Kapitalmarkt	121
c)	Gütermarkt	125
d)	Arbeitsmarkt	127
e)	Entwicklung des aggregierten Eigenkapitals	129
f)	Modellübersicht und Erweiterungen	130
4.	Parameteränderungen und wirtschaftspolitische Maß- nahmen	134
a)	Ausgangssituation	134
b)	Parameteränderungen	135
c)	Wirtschaftspolitische Steuerungsmöglichkeiten ...	137
aa)	Geldpolitische Maßnahmen	137
bb)	Sonstige Maßnahmen	139
5.	Zum Zusammenhang zwischen theoretischer Modellie- rung und den Ergebnissen der empirischen Forschung ...	141
6.	Die Interdependenz von angebots- und nachfrage- seitigen Effekten	142
7.	Ausblick auf Kapitel D	143

D. Konjunktur und Wachstum unter Rationierung auf den Finanzmärkten	145
I. Einführung in die Problematik	145
1. Überlegungen im Anschluß an das makroökonomische Modell des Kapitels C.IV	146
2. Modellformulierungen und Probleme	148
3. Neue Keynesianische Makroökonomik, Neue Wachstumstheorie und Evolutorische Ökonomik	151
II. Kurz- bis mittelfristige Analyse: Finanzmärkte und konjunkturelle Schwankungen	155
1. Einführung und Literaturüberblick	155
2. Einige ausgewählte Modellierungsansätze	162
a) Blinder (1987)	162
aa) Fall A: Keynesianisches Regime	165
bb) Fall B: Kreditrationiertes Regime	166
cc) Kombination der Fälle A und B	168
b) Gallegati/Stiglitz (1992)	170
aa) Investitionen und Ersparnis	170
bb) Dynamisches Verhalten	173
c) Kiyotaki/Moore (1995/97)	175
3. Beurteilung der bisherigen Ergebnisse	177
III. Langfristige Analyse: Finanzmärkte und Wachstum	178
1. Einführung und Literaturüberblick	178
2. Ein endogenes Wachstumsmodell nach Bencivenga/Smith (1993)	184
a) Annahmen	185
b) Angebotene Kontrakte	188
c) Gleichgewicht	190
d) Parameteränderungen und wirtschaftspolitische Überlegungen	194
e) Modellerweiterung	195
3. Die Berücksichtigung des technischen Fortschritts sowie der Humankapitalbildung	196
a) Erste Ansätze in der Literatur	196
b) Das Innovationsverhalten und die (Aus-)Bildungsinvestitionen der KMU	204
4. Beurteilung der bisherigen Ergebnisse	206
IV. Versuch einer Synthese: Ansätze zur Erklärung endogener Wachstumszyklen	207
1. Zwei exemplarische Modellierungsansätze	207

a)	Zyklisches Wachstum des Eigenkapitalbestands: Gallegati (1993).....	207
aa)	Annahmen.....	208
bb)	Modellskizze.....	208
cc)	Eigenkapitalentwicklung.....	210
b)	Die Interdependenz zwischen Innovationen und zyklischem Wachstum: Stiglitz (1993).....	214
aa)	Ansatz.....	214
bb)	Der Einfluß konjunktureller Schwankungen auf das Innovationsverhalten.....	215
cc)	Der Einfluß des Innovationsverhaltens auf den Konjunkturverlauf.....	218
2.	Weiterführende Überlegungen.....	222
E.	Zusammenfassung und Ausblick.....	225
Anhang		229
Literaturverzeichnis		243
Sachregister		267

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Zum Zusammenhang zwischen Konjunktur und Wachstum .	151
Abb. 2a: Keynesianisches Regime (markträumendes Gleichgewicht) ..	166
Abb. 2b: Kreditrationiertes Regime (Rationierungsgleichgewicht)	168
Abb. 2c: Kombination von keynesianischem und kreditrationiertem Regime	169
Abb. 3a: Sparfunktion und Investitionsfunktion	172
Abb. 3b: Stabiler Fokus mit Grenzzyklus	174
Abb. 4: Kapitalrendite und Rationierungswahrscheinlichkeit	193
Abb. 5a: Dynamik der Eigenkapitalentwicklung	212
Abb. 5b: Kapitalakkumulation und Grenzen	213
Abb. 6a: Einfluß der konjunkturellen Lage auf e und j	218
Abb. 6b: Endogene Wachstumszyklen und multiple Gleichgewichte (I) .	220
Abb. 6c: Endogene Wachstumszyklen und multiple Gleichgewichte (II)	221

Symbolverzeichnis

In der Regel sollen Großbuchstaben *Nominalgrößen*, Kleinbuchstaben *Realgrößen* bezeichnen. Die *individuelle* Betrachtungsebene wird dort, wo es zur expliziten Unterscheidung zwischen mikroökonomischer und makroökonomischer Analyse notwendig ist, mit dem tiefgestellten Index i kenntlich gemacht, *aggregierte* Größen tragen meist keine weitere Kennzeichnung.

Zufallsvariablen tragen eine $\langle \cdot \rangle$. Ein $\langle * \rangle$ bezeichnet ein markträumendes Gleichgewicht (ohne Rationierung). Ein $\langle \cdot \rangle$ über einer Größe weist auf eine Rationierungssituation hin. Ein $\langle \cdot \rangle$ über einer Größe kennzeichnet deren Ableitung nach der Zeit.

Deutscher Zeichensatz

a, A	Eigenkapital/Assets
b, B	Kreditsumme
c, C	Sicherheiten (collateral) bzw. Konsumnachfrage (Kap. C.IV)
CF	(Netto-)Cash flow/Einnahmeüberschuß
d	marginale (und auch durchschnittliche) Konkurskosten
e, E	(Neu-)Emissionshöhe (Kap. C.II) bzw. Ertrag aus Kreditvergabe (Kap. C.IV) bzw. Anstrengungsniveau (Kap. D.IV)
$E(\cdot)$	Erwartungswert
f	Anteil an Unternehmern in der alten Generation
$f(\cdot), F(\cdot)$	Dichte- bzw. Verteilungsfunktion
g	linearisierte Funktion der realen Bankreserven (Kap. D.II)
g, h, H	Funktionssymbole
i, I	Investitionen
j	Ausgaben für Forschung und Entwicklung
J	Jacobi-Matrix
k	Kapitaleinsatz
L	konjunkturelle Lage
l	Arbeitseinsatz

m	Gewichtungsfaktor (Kap. C.II) bzw. Parameter (Kap. D.IV)
M	Marktwert eines (börsennotierten) Unternehmens
n	Anzahl an Unternehmen einer Volkswirtschaft
N	Gesamtanzahl an Wirtschaftssubjekten einer Volkswirtschaft
P	allgemeines Preisniveau
P_i	individueller nominaler Absatzpreis
p_i	individueller relativer (=realer) Absatzpreis [mit $p_i = \frac{P_i \text{ (individueller nominaler Absatzpreis)}}{P \text{ (allgemeines Preisniveau)}}$]
p_B	Konkurswahrscheinlichkeit ($B = \text{bankruptcy}$)
q	Produktionsmenge und damit reales Güterangebot
Q	Funktionssymbol (Kap. C.II) bzw. Ertragsfaktor im Umwandlungsprozeß von Konsum- in Kapitalgüter (Kap. D.II)
r	Kontraktzinssatz
r^s	sichere Verzinsung einer Alternativanlage
s, S	liquide/sofort liquidierbare Mittel (Kap. C.II) bzw. Ersparnis (Kap. D.II)
t	Verzinsung einer sicheren Investition (Kap. C.II) bzw. Parameter (Kap. D.II)
T	zu maximierender Unternehmenswert
u	Nutzen(funktion) (Kap. D.III) bzw. Kapitalintensität (Kap. D.IV)
v	Kapitalkoeffizient
V	'wahrer' Wert der Unternehmensanteile der Altaktionäre
w, W	Lohnsatz
x	reale Güternachfrage (Kap. D.II) bzw. Input an Konsumguteinheiten zur Kapitalgüterproduktion (Kap. D.III)
y	Sozialprodukt/gesamtwirtschaftlicher Output bzw. Netto-Einkommen der Unternehmer
Z	Projektertrag
$A, B,$ D, E, R	Gleichgewichtspunkte in graphischen Darstellungen

Griechischer Zeichensatz

Kleinbuchstaben

α	Anteil am Eigenkapital (sofort liquidierbar)
β	Anteil am Eigenkapital (als Sicherheit verwendbar)
γ	Anteil am Eigenkapital (Humankapital, unternehmensspezifisches Wissen)

δ	Präferenzparameter (Kap. C.IV) bzw. Produktionselastizität des durchschnittlichen Kapitalstocks (Kap. D.III)
ϵ	verbleibender Konsumgutanteil nach 'Lagerverlusten'
ε	Zufallsparameter/stochastischer Schock
ζ	Parameter
η	Preiselastizität der Nachfrage
θ	Risikoparameter (Maß für 'mean preserving spread') bzw. Produktionselastizität des Kapitals (Kap. D.III)
$\vartheta, \kappa, \varphi, \xi$	Parameter für die jeweilige Anpassungsgeschwindigkeit
ι	Abschreibungsrate
λ	Abkürzung
μ	Erwartungswert
ν, ψ, ℓ	Multiplikatoren
π	erwarteter realer Ertrag seitens des Gläubigers/der Bank
ϖ	Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Kreditbewerbung
ρ	Kapitalrendite
σ	Standardabweichung
ς	Risikoprämie
τ	Erfolgswahrscheinlichkeit
ϕ	erwarteter realer Ertrag seitens des Schuldners
χ	Anzahl an Schuldnern
ω	Arbeitsintensität
F	Faktor, um den die Kreditsumme das besicherungsfähige Eigenkapital maximal übersteigen darf ($F > 1$)
\varkappa	Anteil an Investoren (Kapitalgutbesitzern)
$(1 - \varkappa)$	Anteil an Unternehmern (Besitzern der Produktionstechnologie/des Humankapitals)
ϱ	Anteil der 'high risk' Schuldner am gesamten Schuldnerpool
$(1 - \varrho)$	Anteil der 'low risk' Schuldner am gesamten Schuldnerpool

Großbuchstaben

Γ	Funktionssymbol/Grenzyklus
Θ	Anteil staatlich garantierter Kredite
Λ	fixe Verifizierungs- bzw. Konkurskosten
Π	erwarteter nominaler Ertrag seitens der Bank
Φ	erwarteter nominaler Ertrag seitens des Unternehmens
Ψ	Eigenkapitalanteil

Indices

(hoch- [h] bzw. tiefgestellt [t])

<i>a</i>	autonom [h]
<i>agg</i>	aggregiert [h]
<i>alt</i>	Altaktionäre [h]
<i>b</i>	Bank/Bankensektor [h]
<i>B</i>	Konkurs (bankruptcy) [h]
<i>D</i>	Nachfrage [h]
<i>e</i>	erwartet [h] bzw. Effizienzlohn (Kap. C.IV) [h]
<i>E</i>	Emission [h/t]
<i>Gl</i>	Gläubiger [t]
<i>H</i>	Schuldner/Projekte mit hohem Risiko ('high risk') [t]
<i>i</i>	individuell [t]
<i>L</i>	Schuldner/Projekte mit geringem Risiko ('low risk') [t]
<i>max</i>	maximal [h]
<i>neu</i>	Neuaktionäre [h]
<i>o</i>	obere Intervallgrenze [h/t]
<i>RM</i>	Rückzahlung bei Mißerfolg [h]
<i>s</i>	sicher (Alternativanlage) [h]
<i>S</i>	Angebot [h]
<i>Sch</i>	Schuldner [t]
<i>t, t + 1, ...</i>	Zeitindex [t]
<i>tats</i>	tatsächlich eintretende/eingetretene Realisierung einer Zufallsvariablen [h]
<i>u</i>	untere Intervallgrenze [t]
<i>U</i>	Unterlassung der (Aktien-) Emission [h/t]

A. Einleitung und Vorgehensweise

Lange Zeit wurde der Finanzierungssektor einer Volkswirtschaft in der makroökonomischen Analyse entweder vollständig ignoriert oder weitaus einfacher modelliert, als es seiner Komplexität angemessen war. Seit den 80er Jahren sind jedoch insbesondere im Rahmen der informationsökonomischen Forschung mikroökonomische Modellierungsansätze entstanden, die eine differenziertere Betrachtung des Zustandekommens von Verträgen und der Abwicklung von Transaktionen auf Finanzierungsmärkten erlauben und in deren Zuge auch die Rolle des Finanzierungssektors im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang neu überdacht werden muß.

In Industrie- und Entwicklungsländern gleichermaßen sind persistente Schwankungen der volkswirtschaftlichen Aggregatgrößen wie Produktion und Beschäftigung in beträchtlichem Ausmaß zu verzeichnen. Die vorliegende Arbeit versucht, das Ausmaß und die Beständigkeit dieser Fluktuationen sowie mögliche Folgen für den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsprozeß mit Hilfe eines hauptsächlich auf unvollkommenen Kapitalmärkten beruhenden Ansatzes zu erklären; die Marktunvollkommenheit besteht dabei in einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern. Wie noch zu zeigen sein wird, bestechen Ansätze von der Finanzmarktseite besonders dadurch, daß sie in mancher Hinsicht besser als andere Erklärungsversuche einen Großteil der empirisch feststellbaren Konjunktur- und Wachstumszusammenhänge ökonomisch sinnvoll deuten können.

Ausgehend von einer Fülle empirischer Befunde bezüglich der Zusammenhänge zwischen der Finanzierungsstruktur von Unternehmen und deren Investitionstätigkeit sollen zuerst auf Grundlage einer entscheidungstheoretisch basierten, mikroökonomischen Analyse die Auswirkungen einer asymmetrischen Informationsverteilung für das Kapitalmarktergebnis herausgearbeitet werden. Um zur Behandlung anschließender makroökonomischer Fragestellungen übergehen zu können, ist gesondert auf die damit verbundene Aggregationsproblematik einzugehen, bevor dann unter den abgeleiteten Prämissen weitere Überlegungen zum gesamtwirtschaftlichen Konjunkturverlauf und zur Wachstumsentwicklung angestellt werden. Dabei ist neben der theoretischen Modellierung von zyklischen Schwankungen und langfristigen Wachstumspfaden unter von Informationsasymmetri-

en belasteten Kapitalmärkten zusätzlich von Interesse, an welchen Stellen und mit welchem Instrumentarium wirtschaftspolitische Eingriffe ansetzen könnten.

Als Ausgangspunkt wird hier ein finanzökonomischer Ansatz¹ gewählt: Die Investitionswünsche der Unternehmer können nicht bzw. nicht vollständig aus dem laufenden Cash-flow gedeckt werden, so daß auf zusätzliche Fremd- oder Eigenkapitalaufnahme zurückgegriffen werden muß. Da dies nicht immer problemlos und in beliebiger Höhe möglich ist, können Beschränkungen auf den Finanzmärkten dazu führen, daß einzel- und gesamtwirtschaftlich die tatsächlichen Investitionen geringer ausfallen als die gewünschten Investitionen². Damit wiederum wird ein Output anfallen, der geringer als der gewünschte ist und daher auch nur eine niedrigere Beschäftigung erfordert. Die Auswirkungen auf das Einkommen und damit auf die Nachfrage sind offensichtlich. Dies führt für die nächste Periode zu einem geringeren Cash-flow und damit zu einem geringeren Eigenkapitalzuwachs aus laufenden Einkünften, wodurch sich das Ausgangsproblem für die nächste Periode noch gravierender stellt. Wichtig sind dabei die Verbindung von angebots- und nachfrageseitigen Effekten auf den einzelnen Märkten sowie die daraus resultierenden Interdependenzen. Die Analyse stellt vor allem auf den engen Zusammenhang zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ab – unter besonderer Berücksichtigung der nur unvollständigen Substituierbarkeit zwischen diesen Finanzierungsformen. Spezielle Aufmerksamkeit soll dabei auch die Finanzierungssituation kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) erfahren.

Der Schwerpunkt der Arbeit soll auf der plausiblen Erklärung möglicher Rationierungssituationen auf den Finanzierungsmärkten sowie insbesondere deren Auswirkungen auf Konjunkturverlauf und Wachstum einer

¹Die Bezeichnung "finanzökonomischer Ansatz" soll ausdrücken, daß es sich hier um eine Herangehensweise handelt, die die Finanzmärkte ins Zentrum der Analyse stellt; die Märkte für Eigen- und Fremdkapital weisen spezielle Charakteristika auf, mit deren Hilfe im weiteren Verlauf der Analyse empirisch zu beobachtende Phänomene nicht nur auf den Kapitalmärkten, sondern auch auf den (hier nachgelagerten) Güter- und Arbeitsmärkten erklärt werden sollen. Man versucht also, eine monokausale Erklärung für möglichst viele reale Phänomene - besonders auch aus der Konjunktur- und Wachstumsbeobachtung - zu finden und möglichst viele Beobachtungen auf eine gemeinsame Ursache zurückzuführen. Allerdings sollte man bei dieser Fokussierung auf eine Ursache auch anderweitige Einflüsse und Störungen nie gänzlich aus den Augen verlieren.

²Auch der umgekehrte Fall - daß aus einer asymmetrischen Informationsverteilung auf dem Kapitalmarkt eine Überinvestitionssituation resultiert, in der mehr investiert wird als es gesamtgesellschaftlich optimal wäre - ist untersucht worden. Die dazu notwendigen Annahmen finden sich hauptsächlich in den Ansätzen von *de Meza/Webb* (siehe beispielsweise *de Meza/Webb* (1987)) plausibilisiert. Diese Forschungsrichtung soll in der vorliegenden Arbeit nicht weiter verfolgt werden.

Volkswirtschaft liegen. Den adäquaten Analyserahmen in Verbindung mit dem finanzökonomischen Ansatz bietet dazu der 'Neukeynesianismus'³. Die eher auf der Mikro-Ebene angesiedelten finanzökonomischen Überlegungen können in neukeynesianische Makro-Ansätze integriert werden, um so gesamtwirtschaftliche Aussagesysteme durch eine solide mikroökonomische Basis zu ergänzen und zu stützen. Im folgenden soll daher der Versuch unternommen werden, die schon recht gut ausgearbeitete Analyse der Kapitalmarktunvollkommenheiten auf mikroökonomischer Ebene darzustellen, die daraus resultierenden Konsequenzen für die makroökonomische Ebene in statischer sowie komparativ-statischer bzw. dynamischer Hinsicht herauszuarbeiten und mögliche Politikeinwirkungen in diesem Kontext auf ihre Wirksamkeit hin zu überprüfen.

Die hier verfolgte Vorgehensweise orientiert sich am Ziel der 'Neuen Keynesianischen Makroökonomik': Dem 'tönernen' Fundament keynesianischer Makro-Aussagen soll durch eine plausible (hier informationsökonomische) Mikrofundierung abgeholfen werden. Ziel ist es, mikroökonomisch weitgehend konsistente Makromodelle zu entwickeln – unter allen Vorbehalten der damit verbundenen Aggregationsproblematik –, anhand derer dann bei Unterstellung rationalen Verhaltens der Marktteilnehmer Aussagen über den Konjunkturverlauf sowie den Wachstumspfad einer Volkswirtschaft getroffen werden können.

Das *Kapitel B* mit dem Titel *Finanzmärkte und Rationierungsphänomene: eine Einführung in die Problematik* widmet sich grundsätzlichen Fragen: Welche Besonderheiten weisen speziell Finanzmärkte im Gegensatz zu anderen Märkten auf? Welche Arten der Finanzierung stehen zur Verfügung, welche Art wird für welche Zwecke genutzt, und in welchem Zusammenhang steht dies mit der Informationssituation auf Finanzmärkten? Außerdem wird hier ein detaillierteres Eingehen auf den speziellen Erklärungsansatz des Neukeynesianismus erfolgen, dem diese Arbeit in weiten Teilen folgt. In diesem Kapitel werden zudem ausgewählte empirische Untersuchungen zum Thema vorgestellt, deren hauptsächliche Er-

³Für einen zusammenfassenden Überblick über die neukeynesianischen Ansätze und ihre Ausprägungen auf den unterschiedlichen Märkten siehe *Benassi/Chirco/Colombo* (1994); zu einer Zusammenstellung der in diesem Kontext bedeutendsten Aufsätze siehe *Mankiw/Romer* (1993). Eine sehr gute Monographie zur 'Neuen Keynesianischen Makroökonomie' liefert *Illing* (1992). Güter- und Arbeitsmärkte stehen seit langem im Zentrum der neukeynesianischen Analyse; die Theorie der Kapitalmärkte, wozu die vorliegende Arbeit einen Beitrag zu leisten versucht, ist in diesem Zusammenhang jedoch noch weniger be- und ausgearbeitet. Bahnbrechend war der einflußreiche Artikel von *Stiglitz/Weiss* (1981), daran anschließend entwickelte sich eine rege Diskussion auf theoretischer und empirischer Ebene, die jedoch bis heute keine durchgängige Entwicklungslinie aufweist, sondern eine Fülle uneinheitlicher Ansätze beinhaltet.