

# Inhaltsübersicht

|   |              |
|---|--------------|
| <b>Abbildungsverzeichnis</b>  | <b>XVII</b>  |
| <b>Tabellenverzeichnis</b>  | <b>XIX</b>   |
| <b>Abkürzungsverzeichnis</b>  | <b>XXI</b>   |
| <b>Symbolverzeichnis</b>  | <b>XXIII</b> |
| <br>  |              |
| <b>I Einleitung</b>   | <b>1</b>     |
| 1 Problemstellung   | 3            |
| 2 Gang der Untersuchung   | 7            |
| <br>  |              |
| <b>II Theoretische Grundlagen</b>   | <b>9</b>     |
| 3 Finanzierungstheoretische Grundlagen  | 11           |
| 3.1 Finanzmarkttheoretischer Hintergrund . . . . .                                  | 11           |
| 3.2 Unternehmensfinanzierung durch Außenfinanzierung . . . . .                      | 41           |
| 4 Corporate Governance & Control  | 71           |
| 4.1 Vorüberlegung und Begriffsfindung . . . . .                                     | 71           |
| 4.2 Zentrale Ansätze . . . . .  | 75           |
| 4.3 Die Rechtsform als Rahmen für Corporate-Governance-Betrach-<br>tungen . . . . . | 92           |
| <br>  |              |
| <b>III Die Fremdfinanciers im Corporate-Governance-Gefüge</b>                       | <b>95</b>    |
| 5 Die Position der Fremdfinanciers im Stakeholder-Geflecht                          | 97           |

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| 5.1       | Vorüberlegung . . . . .  | 97         |
| 5.2       | Konfliktpotenzial aus der Beziehung zwischen Eigenfinanciers und Fremdfinanciers . . . . .                                   | 101        |
| 5.3       | Konfliktpotenzial aus der Beziehung zwischen Unternehmensführung und Fremdfinanciers . . . . .                               | 107        |
| 5.4       | Die Beziehung zwischen Fremdfinanciers und weiteren Stakeholdern . . . . .   | 109        |
| <b>6</b>  | <b>Fremdfinancier-orientierte Corporate Governance</b>   | <b>111</b> |
| 6.1       | Vorüberlegung . . . . .  | 111        |
| 6.2       | Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrien . . . . .  | 112        |
| 6.3       | Maßnahmen zum Abbau der Gestaltungsasymmetrien . . . . .   | 121        |
| <b>7</b>  | <b>Zwischenfazit</b>   | <b>131</b> |
| <b>IV</b> | <b>Empirische Bestimmung der Auswirkung von Insidergeschäften auf die Renditeforderung von Unternehmensanleihegläubigern</b> | <b>137</b> |
| <b>8</b>  | <b>Empirisches Design</b>  | <b>139</b> |
| 8.1       | Ziel der Untersuchung und Abgrenzung des Begriffs Insider . . .  | 139        |
| 8.2       | Ableitung der Hypothesen . . . . .   | 141        |
| 8.3       | Datenbasis . . . . .   | 148        |
| 8.4       | Methodik . . . . .   | 152        |
| <b>9</b>  | <b>Empirische Ergebnisse</b>   | <b>159</b> |
| 9.1       | Einordnung der Insidertransaktionen in die Aktienkursentwicklung   | 159        |
| 9.2       | Richtung und Ausmaß der Bond-Reaktion . . . . .  | 168        |
| 9.3       | Regressionsanalyse . . . . .   | 185        |
| <b>V</b>  | <b>Schlussbetrachtungen</b>  | <b>189</b> |
| <b>10</b> | <b>Zusammenfassung und kritische Würdigung</b>   | <b>191</b> |
| <b>11</b> | <b>Implikationen für Forschung und Praxis</b>  | <b>195</b> |
|           | <b>Literaturverzeichnis</b>  | <b>197</b> |

# Inhaltsverzeichnis

|  |           |
|--|-----------|
| Abbildungsverzeichnis  | XVII      |
| Tabellenverzeichnis  | XIX       |
| Abkürzungsverzeichnis  | XXI       |
| Symbolverzeichnis  | XXIII     |
| <b>I Einleitung</b>  | <b>1</b>  |
| 1 Problemstellung  | 3         |
| 2 Gang der Untersuchung  | 7         |
| <b>II Theoretische Grundlagen</b>                                | <b>9</b>  |
| <b>3 Finanzierungstheoretische Grundlagen</b>                    | <b>11</b> |
| 3.1 Finanzmarkttheoretischer Hintergrund . . . . .               | 11        |
| 3.1.1 Neo-Klassik . . . . .                                      | 11        |
| 3.1.1.1 Begriffsbestimmung und grundlegende Annahmen             | 11        |
| 3.1.1.2 Effizienz des Finanzmarkts . . . . .                     | 15        |
| 3.1.2 Neuere Finanzierungstheorie . . . . .                      | 20        |
| 3.1.2.1 Vorüberlegung . . . . .                                  | 20        |
| 3.1.2.2 Neue Institutionenökonomik . . . . .                     | 21        |
| 3.1.2.2.1 Begriffsbestimmung und grundlegende Annahmen . . . . . | 21        |
| 3.1.2.2.2 Zentrale theoretische Ansätze . . . . .                | 24        |
| 3.1.2.2.2.1 Theorie der Verfügungsrechte .                       | 24        |
| 3.1.2.2.2.2 Transaktionskostentheorie . .                        | 26        |

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| 3.1.2.2.3   | Informationsökonomik . . . . .  | 27 |
| 3.1.2.2.4   | Prinzipal-Agenten-Theorie . . . . .   | 30 |
| 3.1.2.3     | Marktmikrostruktur-Ansätze . . . . .  | 35 |
| 3.1.2.4     | Behavioral Finance . . . . .  | 36 |
| 3.1.2.5     | Theorie der Finanzintermediation . . . . .  | 39 |
| 3.2         | Unternehmensfinanzierung durch Außenfinanzierung . . . . .  | 41 |
| 3.2.1       | Abgrenzung der Außenfinanzierung von der Innenfinanzierung . . . . .  | 41 |
| 3.2.2       | Systematisierung der Außenfinanzierung . . . . .  | 43 |
| 3.2.2.1     | Problematik der Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung . . . . .   | 43 |
| 3.2.2.2     | Eigenfinanzierungsformen . . . . .  | 46 |
| 3.2.2.3     | Fremdfinanzierungsformen . . . . .  | 48 |
| 3.2.2.4     | Mezzanine Finanzierungsformen . . . . .   | 52 |
| 3.2.3       | Bestimmung der Fremdfinanzierungskosten aus der Renditeforderung der Fremdfinanciers . . . . .  | 54 |
| 3.2.3.1     | Risikolose Verzinsung . . . . .   | 54 |
| 3.2.3.2     | Risikozuschlag für das eingegangene Gläubigerisiko . . . . .  | 55 |
| 3.2.3.2.1   | Begriffsklärung . . . . .   | 55 |
| 3.2.3.2.2   | Bestandteile und Arten des Gläubigerisikos . . . . .  | 57 |
| 3.2.3.2.2.1 | Informationsrisiko . . . . .  | 57 |
| 3.2.3.2.2.2 | Delegationsrisiko . . . . .   | 60 |
| 3.2.3.2.2.3 | Betroffenheitsrisiko . . . . .  | 62 |
| 3.2.3.2.3   | Messung und Bewertung des Gläubigerisikos . . . . .   | 63 |
| 4           | <b>Corporate Governance &amp; Control</b> . . . . .   | 71 |
| 4.1         | Vorüberlegung und Begriffsfindung . . . . .   | 71 |
| 4.2         | Zentrale Ansätze . . . . .  | 75 |
| 4.2.1       | Überblick . . . . .   | 75 |
| 4.2.2       | Ökonomische Ansätze der Corporate Governance: Anwendung der Prinzipal-Agenten-Theorie zur Maximierung des Shareholder Value . . . . . | 81 |
| 4.2.3       | Organisationstheoretische Ansätze der Corporate Governance . . . . .  | 86 |
| 4.2.3.1     | Stewardship-Ansatz . . . . .  | 86 |
| 4.2.3.2     | Treuhand-Ansatz . . . . .   | 87 |

|         |  |    |
|---------|--|----|
| 4.2.3.3 | Instrumenteller und normativer Stakeholder-Ansatz . . . . .                | 88 |
| 4.2.3.4 | Der wissensbasierte Ansatz . . . . .                                       | 90 |
| 4.3     | Die Rechtsform als Rahmen für Corporate-Governance-Betrachtungen . . . . . | 92 |

### **III Die Fremdfinanciers im Corporate-Governance-Gefüge 95**

|          |  |            |
|----------|--|------------|
| <b>5</b> | <b>Die Position der Fremdfinanciers im Stakeholder-Geflecht</b>                                | <b>97</b>  |
| 5.1      | Vorüberlegung . . . . .  | 97         |
| 5.2      | Konfliktpotenzial aus der Beziehung zwischen Eigenfinanciers und Fremdfinanciers . . . . .     | 101        |
| 5.2.1    | Investitionsanreizprobleme . . . . .   | 101        |
| 5.2.2    | Verschuldungsanreizprobleme und Wechselwirkungen mit Investitionsanreizproblemen . . . . .     | 104        |
| 5.3      | Konfliktpotenzial aus der Beziehung zwischen Unternehmensführung und Fremdfinanciers . . . . . | 107        |
| 5.4      | Die Beziehung zwischen Fremdfinanciers und weiteren Stakeholdern . . . . .                     | 109        |
| <b>6</b> | <b>Fremdfinancier-orientierte Corporate Governance</b>   | <b>111</b> |
| 6.1      | Vorüberlegung . . . . .  | 111        |
| 6.2      | Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrien . . . . .                                      | 112        |
| 6.2.1    | Creditor-Relations-Maßnahmen . . . . .   | 112        |
| 6.2.2    | Fremdkapital-Rating . . . . .  | 116        |
| 6.3      | Maßnahmen zum Abbau der Gestaltungsasymmetrien . . . . .                                       | 121        |
| 6.3.1    | Covenants: Aktive Kontrolle und Mitwirkung durch Fremdfinanciers . . . . .                     | 121        |
| 6.3.1.1  | Begriffsbestimmung und Überblick . . . . .   | 121        |
| 6.3.1.2  | Arten von Covenants und deren Wirkungsweise  | 124        |
| 6.3.1.3  | Die Rolle von Covenants im Rahmen der Corporate Governance . . . . .                           | 128        |
| 6.3.2    | Collateral: Absicherung der Auszahlung an Fremdfinanciers                                      | 130        |
| <b>7</b> | <b>Zwischenfazit</b>   | <b>131</b> |

|  |            |
|--|------------|
| <b>IV Empirische Bestimmung der Auswirkung von Insidergeschäften auf die Renditeforderung von Unternehmensanleihegläubigern</b>      | <b>137</b> |
| <b>8 Empirisches Design</b>  | <b>139</b> |
| 8.1 Ziel der Untersuchung und Abgrenzung des Begriffs Insider . . .  | 139        |
| 8.2 Ableitung der Hypothesen . . . . .   | 141        |
| 8.2.1 Die Auswirkung der Veröffentlichung von Informationen an sich . . . . .  | 141        |
| 8.2.2 Die Auswirkung der (teilweisen) Zusammenführung von Eigentum an und Verfügungsmacht über Eigenfinanzierungsmittel(n) . . . . . | 142        |
| 8.2.3 Die Auswirkung der Verringerung einer bestehenden (teilweisen) Übereinstimmung von Eigentum und Verfügungsmacht . . . . .      | 143        |
| 8.2.4 Hypothesen zum Einfluss von Transaktions-, Unternehmens- und Anleihecharakteristika auf das Ausmaß der Reaktion .              | 145        |
| 8.2.4.1 Transaktionscharakteristika . . . . .  | 145        |
| 8.2.4.2 Unternehmenscharakteristika . . . . .  | 146        |
| 8.2.4.3 Anleihecharakteristika . . . . .   | 147        |
| 8.3 Datenbasis . . . . .   | 148        |
| 8.4 Methodik . . . . .   | 152        |
| 8.4.1 Ereignisstudie . . . . .   | 152        |
| 8.4.2 Regressionsanalyse zur Untersuchung der Einflussfaktoren   | 156        |
| <b>9 Empirische Ergebnisse</b>   | <b>159</b> |
| 9.1 Einordnung der Insidertransaktionen in die Aktienkursentwicklung   | 159        |
| 9.1.1 Die Aktienkursentwicklung bei Insideraktienkäufen . . .  | 159        |
| 9.1.2 Die Aktienkursentwicklung bei Insideraktienverkäufen . .   | 164        |
| 9.2 Richtung und Ausmaß der Bond-Reaktion . . . . .  | 168        |
| 9.2.1 Die Entwicklung des Bond-Spread und -Kurses bei Aktienkäufen durch Insider . . . . .   | 168        |
| 9.2.2 Die Entwicklung von Bond-Spread und -Kurs bei Aktienverkäufen durch Insider . . . . .  | 175        |
| 9.2.3 Zusammenfassung der Spread-Reaktion und der Kursreaktion   | 182        |
| 9.3 Regressionsanalyse . . . . .   | 185        |

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| <b>V</b>  | <b>Schlussbetrachtungen</b>                    | <b>189</b> |
| <b>10</b> | <b>Zusammenfassung und kritische Würdigung</b> | <b>191</b> |
| <b>11</b> | <b>Implikationen für Forschung und Praxis</b>  | <b>195</b> |
|           | <b>Literaturverzeichnis</b>                    | <b>197</b> |