



## **Licht und Schatten zentralisierter Kapitalallokation – Die Wirkung Interner Kapitalmärkte auf den Unternehmenswert**

**Stephan Eberl<sup>1</sup>**

**Diskussionspapier**

**# 2008 - 01**

### **Kurzzusammenfassung**

Das Ziel dieses Beitrags ist es, einen Überblick über den aktuellen Stand der Forschung zu Internen Kapitalmärkten zu geben. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, unter welchen Bedingungen eine hierarchisch organisierte Kapitalallokation der dezentralen Marktlösung überlegen ist. Dazu werden zunächst die theoretischen Ansätze systematisiert und näher beschrieben. Anschließend werden die diesbezüglichen empirischen Studien vorgestellt. Eine abschließende Gegenüberstellung der Ergebnisse macht auf den weiterhin bestehenden Forschungsbedarf aufmerksam.

---

<sup>1</sup> Dipl. oec. Stephan Eberl ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Rechnungswesen und Finanzierung an der Universität Hohenheim, Schloss Osthof Ost, 70593 Stuttgart.  
Anmerkungen bitte an [eberl@uni-hohenheim.de](mailto:eberl@uni-hohenheim.de).

# **Licht und Schatten zentralisierter Kapitalallokation – Die Wirkung Interner Kapitalmärkte auf den Unternehmenswert**

## **Gliederung**

1.	Interne Kapitalmärkte als Untersuchungsgegenstand .....	2
1.1.	Problemstellung und Zielsetzung .....	2
1.2.	Organisationale Veränderungen durch die Einführung Interner Kapitalmärkte .....	3
2.	Theorie Interner Kapitalmärkte .....	4
2.1.	Die Bedeutung von Kontrollrechten .....	4
2.1.1.	Winner Picking und Kreuzsubventionierung .....	4
2.1.2.	Zuverlässigkeit der Kapitalversorgung und Spillover-Effekte.....	6
2.1.3.	Interne Kapitalmärkte bei unvollständigen Verträgen .....	8
2.2.	Informationsasymmetrien.....	9
2.3.	Agency-Probleme .....	12
2.3.1.	Minderung von Agency Costs of Free Cash Flow .....	12
2.3.2.	Anreize der Bereichsmanager .....	14
2.4.	Transaktionskosten.....	17
2.5.	Produktmarktverbindung.....	18
3.	Empirische Erkenntnisse .....	20
3.1.	Nachweis der Existenz Interner Kapitalmärkte.....	20
3.2.	Der Diversification Discount .....	21
3.3.	Empirische Effizienzbeurteilung Interner Kapitalmärkte .....	23
4.	Würdigung der Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte .....	26
5.	Literaturhinweise.....	30

# 1. Interne Kapitalmärkte als Untersuchungsgegenstand

## 1.1. Problemstellung und Zielsetzung

Ein großer Teil aller Unternehmen ist heute in einen Konzernverbund eingebunden. Tatsächlich sind Zahl und Marktvolumen der durchgeführten Mergers & Acquisitions in den letzten Jahrzehnten stark angestiegen.<sup>2</sup> Ein wesentliches Argument, das regelmäßig bei der Begründung einer Akquisitionsentscheidung angeführt wird, ist die Hebung von Synergiepotenzialen. Neben operativen Synergien sollen im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen häufig auch finanzielle Synergien durch den Aufbau eines Internen Kapitalmarkts realisiert werden. Interne Kapitalmärkte treten dabei auf Geschäftsbereichsebene an die Stelle einer externen Unternehmensfinanzierung, da die Allokationsfunktion nicht länger von unabhängigen Investoren, sondern von einer zentralen Konzernspitze wahrgenommen wird. Mit den Annahmen vollkommener und vollständiger Märkte ist es allerdings nicht erklärbar, dass interne Hierarchie einen Vorteil gegenüber externer Marktkontrolle erzielen kann. Daher stellt sich die Frage nach Erklärungsansätzen für die Existenz Interner Kapitalmärkte. Grundsätzlich kann eine hierarchisch organisierte Kapitalallokation nur dann Vorteile gegenüber einer dezentralen Marktallokation aufweisen, wenn am externen Kapitalmarkt Friktionen wie Steuern, Transaktionskosten oder Kosten aufgrund von Informationsasymmetrien und Principal-Agency-Beziehungen bestehen. Wenn ein Interner Kapitalmarkt solche Marktunvollkommenheiten vermindert, kann dadurch eine Unternehmenswertsteigerung erreicht werden. In den letzten Jahren entstand eine Reihe von Untersuchungen, die die Effizienz Interner Kapitalmärkte sowohl aus theoretischer als auch aus empirischer Sicht beleuchten. Das Ziel dieses Beitrags ist es daher, einen Überblick über den aktuellen Stand dieser Forschung zu geben. Im Mittelpunkt steht dabei die Frage, unter welchen Bedingungen eine hierarchisch organisierte Kapitalallokation der dezentralen Marktlösung überlegen ist. Dabei sollen zunächst die theoretischen Ansätze systematisiert und näher beschrieben werden. Anschließend werden die diesbezüglichen empirischen Studien vorgestellt. Eine abschließende Gegenüberstellung der Ergebnisse macht auf den weiterhin bestehenden Forschungsbedarf aufmerksam.

---

<sup>2</sup> Vgl. z. B. Jansen (2001), S. 22-41 oder Wirtz (2003), S. 6 f.

## 1.2. Organisationale Veränderungen durch die Einführung Interner Kapitalmärkte

Vergleicht man die externe und konzerninterne Kapitalallokation, so fällt zunächst auf, dass die Einbindung in einen Konzern zu einer zusätzlichen Führungsebene, der Konzernleitung, führt. Diese dient einerseits als Kapitalgeber gegenüber den Bereichsmanagern, andererseits als Kapitalnehmer am externen Kapitalmarkt.<sup>3</sup> Die Konzernleitung übernimmt daher die Rolle eines Finanzintermediärs.<sup>4</sup> Dies führt zu zwei grundlegenden Merkmalen Interner Kapitalmärkte. Zum einen verändert sich der Typ des Kapitalgebers (Kapitalgebereffekt), zum anderen geht die Entscheidungsmacht über das Investitionsprogramm von den Bereichsleitern auf die Konzernleitung über (Zentralisationseffekt).<sup>5</sup> Durch den Kapitalgebereffekt steht der kapitalsuchende Bereichsmanager auf einem Internen Kapitalmarkt nur noch einem einzigen Kapitalgeber gegenüber – der Konzernleitung. Im Gegensatz dazu verfügen wirtschaftlich selbstständige Unternehmen über die Auswahl aus einer ganzen Reihe möglicher Kapitalgeber. Zugleich bewirkt der Kapitalgebereffekt aber auch eine Verschiebung der Monitoring-Aktivitäten: Während ein selbstständiges Unternehmen von seinen externen Kapitalgebern überwacht wird, wird die Aufsicht über Konzernsparten von der Zentrale wahrgenommen.<sup>6</sup> Die engere Beziehung innerhalb der Konzernstruktur verändert zugleich den Informationsstand des Kapitalgebers. Der Zentralisationseffekt bewirkt hingegen eine Verschiebung der Kontrollrechte von den Leitern der Geschäftsbereiche hin zur Konzernführung.<sup>7</sup> Solche Kontrollrechte beinhalten die residuale Verfügungsmacht über Vermögenswerte, d. h. die Entscheidung über alle vertraglich nicht spezifizierten Verwendungsmöglichkeiten.<sup>8</sup> Dies erlaubt zugleich eine konzernweite Reallokation aller verfügbaren Ressourcen. Der Bereichsleiter hat also im Gegensatz zu einem unabhängigen Unternehmer keinen festen Kapitalstock mehr zur Verfügung, sondern muss mit den anderen Geschäftsfeldern um das Konzernkapital konkurrieren. Die Zentralisierung der Entscheidungsmacht hat zugleich noch eine weitere Konsequenz: Die neu geschaffene Führungsebene ist in der Lage, die Anreizstrukturen der Be-

---

<sup>3</sup> Vgl. Wagner (2001), S. 3. WAGNER unterscheidet hinsichtlich der Organisationsform interner Kapitalmärkte zwischen hierarchischer Koordination, Budgetierung und dezentraler Koordination. Im Gegensatz zum Begriff des internen Kapital“markts“ ist das wesentliche Merkmal interner Kapitalbudgetierung die hierarchische Kapitalallokation durch die Konzernspitze. Die folgenden Ausführungen treffen daher nur auf die ersten beiden Ausgestaltungsformen zu.

<sup>4</sup> Vgl. Löffler (1991), S. 43 f.

<sup>5</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 60.

<sup>6</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 60.

<sup>7</sup> Vgl. Gertner/Scharfstein/Stein (1994), S. 1212.

<sup>8</sup> Vgl. Grossman/Hart (1986), S. 695.

reichsmanager zu verändern.<sup>9</sup> Dabei kann die Zentrale neben der Verwendung monetärer Anreize auch auf den Einsatz nicht monetärer Formen wie Job-Rotation oder Beförderungen zurückgreifen. Dies erlaubt eine Anreizgestaltung, die einem externen Kapitalgeber mit seiner Beschränkung auf monetäre Anreize nicht möglich ist. Im Gegenzug beeinflusst die ultimative Entscheidungsmacht der Konzernleitung allerdings das Denken und Handeln der Bereichsmanager. Insbesondere solche Anreizwirkungen und die Möglichkeit einer konzernweiten Ressourcenverteilung lassen Interne Kapitalmärkte außerdem zu einem glaubwürdigen Bindungsinstrument für das Verhalten auf dem Produktmarkt im Oligopol werden. Somit können Interne Kapitalmärkte daher einen wertrelevanten Einfluss aufgrund von Kontrollrechten, Informationsstand, Anreizwirkungen, Transaktionskosten<sup>10</sup> und Produktmarktverhalten bewirken.

## **2. Theorie Interner Kapitalmärkte**

### **2.1. Die Bedeutung von Kontrollrechten**

#### **2.1.1. Winner Picking und Kreuzsubventionierung**

Der Zentralisationseffekt führt zu einer Verschiebung der Kontrollrechte von den Bereichsmanagern zur Konzernspitze. Dies ermöglicht einen entscheidenden Vorteil: Die Zentrale kann Ressourcen zwischen den verschiedenen Segmenten umverteilen – eine Befugnis, die externe Kapitalgeber einer selbstständigen Firma nicht haben. Dies eröffnet der Konzernspitze die Option des „Winner Picking“: Ressourcen können von relativ unprofitablen Geschäftsbereichen abgezogen und an relativ profitable Bereiche umverteilt werden. Im Gegensatz dazu verfügt ein externer Kapitalgeber (etwa eine Bank) nicht über das Recht, dem besicherten Unternehmen seinen Kapitalzufluss vorzuenthalten. Darüber hinaus orientiert sich die Konzernspitze an einer breiteren Basis – dem Gesamtkonzern – während der einzelne Bereichsmanager nur seinen eigenen Geschäftsbereich im Blick hat. Er hätte somit keinen Vorteil aus einer Abgabe von Ressourcen an eine produktivere Abteilung und würde freiwillig nie eine solche unternehmenswertmaximierende Reallokation durchführen.<sup>11</sup> Die Konzernzentrale bezieht ihren Nutzen dagegen aus allen Geschäftsfeldern und hat daher den Anreiz zwischen den Segmenten umzuschichten. Somit wird die Existenz von Kontrollrechten der Zentrale zu

---

<sup>9</sup> Vgl. Williamson (1975), S. 145.

<sup>10</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 85.

<sup>11</sup> Vgl. Stein (1997), S. 120.

einer notwendigen Voraussetzung für die Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte.<sup>12</sup> Eine weitere notwendige Bedingung für Winner Picking ist jedoch die Existenz von Finanzierungsbeschränkungen des Konzerns bzw. seiner Geschäftsfelder, so dass nicht alle kapitalwertpositiven Projekte durchgeführt werden können.<sup>13</sup> Ursachen dafür könnten die bereits genannten Marktunvollkommenheiten sein, die sich insbesondere in einer Kreditrationierung auswirken könnten.<sup>14</sup> Interne Kapitalmärkte können dann wegen ihrer Risikostreuung ein Mittel darstellen, um am externen Kapitalmarkt mehr Kapital aufzunehmen („more-money effect“)<sup>15</sup> oder das verfügbare Kapital besser im Konzernverbund zu verteilen („smarter-money effect“).<sup>16</sup> Als dritte Bedingung setzt Winner Picking eine nur unvollkommene Korrelation der Geschäftsbereichscashflows voraus, d. h. die Rentabilität der verschiedenen Segmente muss sich zumindest in manchen Umweltzuständen gegensätzlich entwickeln, so dass eine Ressourcenübertragung Sinn macht. Dies bedeutet, dass der Konzern über mindestens zwei voneinander unabhängige Geschäftsbereiche verfügt. Dabei ist der Wertbeitrag des Internen Kapitalmarkts umso höher, je unabhängiger die Zahlungsströme sind,<sup>17</sup> was zugleich eine Rechtfertigung für unverbundene Diversifizierungsbestrebungen des Konzerns darstellt. Dagegen spricht allerdings, dass die Konzernzentrale hinsichtlich ihrer Prognosen über die Vorteilhaftigkeit der verschiedenen Geschäftsfelder Fehler machen kann. Beim Winner Picking kommt es aber nicht auf absolute Rentabilitätsunterschiede, sondern nur auf die relative Rangordnung der Geschäftsbereiche an.<sup>18</sup> Somit wird die Korrelation der Prognosefehler bedeutsam.<sup>19</sup> Da bei einer unverbundenen Diversifikation diese Prognosefehler weniger stark korreliert sein dürften als bei einer verbundenen Diversifikation, wirken sie sich stärker auf die Rangordnung der Segmente aus. Eine ineffiziente Umverteilung der Konzernressourcen

---

<sup>12</sup> Vgl. Stein (1997), S. 112 f. und S. 118.

<sup>13</sup> Vgl. Billet/Mauer (2003), S. 1169 f.

<sup>14</sup> Vgl. Stiglitz/Weiss (1981), S. 393 f. STEIN nimmt an, dass die Konzernleitung für den externen Kapitalmarkt kein glaubwürdiger Agent ist als die Bereichsmanager. Insofern kann eine Kreditrationierung aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung nicht schon dadurch behoben werden, dass ein Mittler zwischen Bereichsmanager und Kapitalmarkt eingeschaltet wird; vgl. Stein (1997), S. 119.

<sup>15</sup> Vgl. Hege/Ambrus-Lakatos (2002), S. 1 und Inderst/Müller (2003), S. 1034. BERGER/OFEK finden für Konzerne aber nur unwesentlich höhere Kreditaufnahmen; vgl. Berger/Ofek (1995), S. 59.

<sup>16</sup> Vgl. Stein (1997), S. 112 f und S. 119. Zu den Begriffen more-money effect und smarter-money effect vgl. Stein (2003), S. 138 f.

<sup>17</sup> Vgl. Stein (1997), S. 125.

<sup>18</sup> Für die Aufteilung einer gegebenen Ressourcenmenge ist es nur bedingt wichtig zu wissen, wie „gut“ (in absoluten Beträgen) die einzelnen Sparten absolut sind. Wichtiger ist es vielmehr zu wissen, welche Bereiche die besten sind; vgl. Stein (1997), S. 112.

<sup>19</sup> Vgl. Stein (1997), S. 125 f.

wird daher wahrscheinlicher. Dieses Argument spricht somit gegen eine unverbundene Diversifikation.

Die Möglichkeit einer aktiven Umverteilung finanzieller Ressourcen kann aber auch problematisch werden, wenn sie zu einer Fehlallokation der im Konzern gebundenen Mittel führt. Eine solche Fehlallokation kann durch Prognosefehler der Entscheidungsträger oder durch eine gezielte Beeinflussung der Konzernzentrale durch die Bereichsmanager auf der Basis von Informationsvorsprüngen und Agency-Problemen entstehen.<sup>20</sup> Die Einbindung eines Unternehmens in einen Konzernverbund erlaubt die Aufrechterhaltung eines Geschäftsbereichs durch die Zuweisung finanzieller Ressourcen auch dann, wenn das Unternehmen vom externen Kapitalmarkt keine finanziellen Mittel mehr bekommen würde.<sup>21</sup> Eine solche Kreuzsubventionierung im Konzern kann somit eine notwendige Liquidation verhindern, was Ineffizienzen einer Überinvestition verursacht. Allerdings bietet diese Möglichkeit der Subventionierung „schlechter“ Geschäftsfelder auch einen Vorteil: So können Geschäftsbereiche, die zwar an sich profitabel sind, dies aufgrund von Marktunvollkommenheiten dem externen Kapitalmarkt aber nicht verständlich machen können, vor einer Liquidation und den damit einhergehenden Insolvenzkosten bewahrt werden. Auch sind Fälle denkbar, in denen die Veröffentlichung finanzierungsrelevanter Informationen Wettbewerbsnachteile mit sich bringen würde, so dass eine Insolvenz dadurch gerade erst ausgelöst würde. Hier können Insolvenzkosten durch eine gezielte Subvention von (aus externer Sicht) „schlechten“ Unternehmensbereichen verhindert werden – allerdings gilt dieser Vorteil nur, wenn die entsprechende Division tatsächlich rentabel ist.

### **2.1.2. Zuverlässigkeit der Kapitalversorgung und Spillover-Effekte**

Die Finanzierungsmöglichkeiten am externen Kapitalmarkt unterliegen regelmäßigen Schwankungen. Neben geldpolitischen Rahmenbedingungen und der damit einhergehenden Kreditvergabepolitik des Bankensektors spielen auch Stimmungen am Kapitalmarkt eine Rolle dafür, wie leicht Kapital beschafft werden kann. Zuverlässige Kapitalversorgung bedeutet, dass finanzielle Mittel einem Geschäftsbereich immer dann zur Verfügung stehen, wenn sich ihm kapitalwertpositive Projekte bieten. Im Unterschied zu einem einzelnen, unabhängigen Unternehmen kann ein Konzern mit seinem Internen Kapitalmarkt möglicherweise solche

---

<sup>20</sup> So besteht etwa die Gefahr, dass die Konzernzentrale sich bei ihrer Allokationsentscheidung nicht am Unternehmenswert, sondern an privatem Nutzen orientiert. Die resultierende Fehlallokation kann sie wegen Informationsasymmetrien unter Umständen vor den externen Investoren verbergen; vgl. Triantis (2004), S. 1105.

<sup>21</sup> Vgl. Löffler (1991), S. 110.

Schwankungen abfedern und auftretende Unterinvestitionsprobleme aufgrund schwankenden Kapitalangebots oder Variabilität in den Zinssätzen mindern.<sup>22</sup> Dieser Gedanke zeigt sich bereits im Matrixmodell der BOSTON CONSULTING GROUP, in dem „Cash Cows“ mit freien Überschüssen andere Bereiche mit Kapitalbedarf („Question Marks“) unterstützen. LIEBESKIND weist allerdings auf eine Reihe von Bedingungen hin, die erfüllt sein müssen, damit ein Interner Kapitalmarkt tatsächlich ein zuverlässigerer Kapitalgeber ist als ein externer Kapitalmarkt.<sup>23</sup> So muss der Geschäftsbereich über größtenteils zeitkritische Investitionsmöglichkeiten verfügen, die bei einer Aufschiebung verloren gehen würden. Hat das kapitalbeschränkte Geschäftsfeld nämlich auch einen größeren Bestand nicht zeitkritischer Projekte, so könnte es diese zeitweilig zurückstellen und damit die zeitkritischen Projekte finanzieren.<sup>24</sup> Ferner stellt die Möglichkeit, in Überschusszeiten Kapital im Unternehmen anzusparen eine weitere Möglichkeit dar, zeitkritische Projekte nicht verfallen lassen zu müssen. Als zweite notwendige Bedingung für eine zuverlässigere Kapitalversorgung müssen die Zahlungsüberschüsse des Konzerns weitgehend unabhängig von den Bedingungen des externen Kapitalmarkts sein. In Zeiten verschlechterter Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten sinkt aber typischerweise der Zahlungsüberschuss auch der Cash Cows. Ein Interner Kapitalmarkt könnte dann allenfalls einen geringen Vorteil gegenüber einer externen Finanzierung einer unabhängigen Division erreichen. Wenn jedoch Schwankungen der Kapitalüberschüsse der Cash Cows möglich sind, muss der Kapitalbedarf der kapitalbeschränkten Bereiche positiv damit korreliert sein. Andernfalls benötigt ein kapitalbeschränktes Unternehmen finanzielle Mittel genau dann, wenn der Konzern keine anbieten kann. Schließlich bedeutet die Umverteilung finanzieller Mittel hin zu Divisionen mit Kapitalbedarf zwangsläufig, dass auch Geschäftsbereiche mit Kapitalüberschuss konzerniert wurden. Für diese bietet der Interne Kapitalmarkt allerdings keinen Vorteil hinsichtlich der Kapitalversorgung – sie haben ja gerade selbst genügend Mittel zur Finanzierung ihrer Projekte. Solchen Geschäftsbereichen können somit nur Nachteile wie die Verzögerung von Investitionen oder der Entzug selbst benötigter Mittel entstehen, die gegen die potenziellen Vorteile einer zuverlässigeren Kapitalversorgung bei den Kapitalbedarfs-Sparten abgewogen werden müssen. Zusätzlich entsteht durch einen Internen Kapitalmarkt die Gefahr, dass aufgrund der gegenseitigen Abhängigkeit der verschiedenen Geschäftsbereiche Schwankungen im Zahlungsüberschuss eines Segments und damit

---

<sup>22</sup> Vgl. Henderson (1998), S. 37 sowie Liebeskind (2000), S. 68.

<sup>23</sup> Vgl. zum folgenden Liebeskind (2000), S. 68 f.

<sup>24</sup> Allerdings führt die zeitliche Verzögerung solcher Projekte unweigerlich zu einem geringeren Kapitalwert der Investition.

auch des Konzerns auf die Investitionen anderer Sparten übertragen werden. Die Investitionen eines Geschäftsbereichs reagieren dann nicht mehr nur auf die zur Verfügung stehenden Investitionsmöglichkeiten, sondern auch auf die Cashflows anderer Geschäftsfelder. Die Kapitalsituation eines Geschäftsbereichs schwappt auf die anderen Konzerndivisionen über, man spricht daher von so genannten Spillover-Effekten. Dadurch besteht einerseits die Gefahr einer Unterinvestition in Zeiten knapper Konzernmittel,<sup>25</sup> andererseits sind Überinvestitionen in Zeiten reichlich vorhandener finanzieller Ressourcen möglich.<sup>26</sup>

### **2.1.3. Interne Kapitalmärkte bei unvollständigen Verträgen**

Viele ökonomische Analysen zur Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte unterstellen vollständige Verträge zwischen Kapitalgeber und –nehmer. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass die Verpflichtungen aller Vertragsparteien für alle zukünftigen Umweltzustände bereits im Vertrag berücksichtigt werden.<sup>27</sup> In der Realität ist dies oft jedoch nicht möglich, weshalb bestimmte Sachverhalte nicht verifizierbar, d. h. nicht gerichtlich durchsetzbar sind. Nicht verifizierbare Sachverhalte führen aber zu Agency-Problemen, da der handelnde Agent seinen Prinzipal durch Ausnutzung der Regelungslücken ausbeuten kann. Die Verteilung von Kontrollrechten stellt den wesentlichen Mechanismus zur Lösung dieser Konflikte dar.<sup>28</sup> Interne Kapitalmärkte können daher aufgrund ihrer spezifischen Kontrollrechtsallokation einen Vorteil erreichen. Im Modell von GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN sind die Zahlungsüberschüsse eines Unternehmens zwar beobachtbar, aber nicht vertraglich regelbar. Der Manager ist somit in der Lage, diese Cashflows zu seinem privaten Vorteil aus dem Unternehmen abzuführen. Eine Finanzierung wird nur möglich, wenn die Investoren durch eine Liquidationsdrohung den Manager zu einer Rückzahlung zwingen können. Dieser muss sich dann stets entscheiden, ob er eine Rückzahlung leistet und dadurch weiterhin die Leitung des Unternehmens behält, oder ob er sich auf Kosten seiner Financiers bereichert und das Unternehmen aufgibt. GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN unterstellen nun, dass der Liquidationswert des Geschäftsbereichs durch Überwachungsaktivitäten des Kapitalgebers erhöht werden kann. Dazu muss der Kontrollrechtsinhaber die im Zuge des Monitoring erarbeiteten Verbesserungsvorschläge umset-

---

<sup>25</sup> Vgl. Hege/Ambrus-Lakatos (2002), S. 2.

<sup>26</sup> Dies setzt allerdings voraus, dass der Konzern seine Mittel auf relativ pauschale (z. B. prozentuale) Weise auf seine Divisionen verteilt, da ansonsten durch eine Allokation der vorhandenen Mittel in die konzernweit beste Verwendung immerhin noch die profitabelsten Projekte realisiert werden könnten.

<sup>27</sup> Vgl. Hart (1995), S. 22.

<sup>28</sup> Streng genommen zeigt sich die Bedeutung der Kontrollrechtsallokation erst in einer Welt unvollständiger Verträge. Andernfalls könnte immer ein umfassender Vertrag geschlossen werden, der alle zukünftigen Einzelheiten abschließend regelt.

zen. Hier zeigt sich die Bedeutung der Kontrollrechtsallokation: Da die Erhöhung des Liquidationswerts stets eine Erhöhung des Drohpotenzials der Investoren darstellt, ist sie nicht im Interesse des Managers. Besitzt dieser die Verfügungsmacht selbst, wird er sich die Umsetzung der Monitoring-Ergebnisse in Form einer Rente vergüten lassen. Verfügt dagegen die Konzernleitung über die Kontrollrechte, so kann sie ihre Erkenntnisse ohne Weiteres selber umsetzen, was ihre Anreize zu effizientem Monitoring erhöht. Interne Kapitalmärkte fördern daher die Überwachungsintensität des Kapitalgebers.<sup>29</sup>

Im Modell von GERTNER/SCHARFSTEIN/STEIN spielt der Liquidationswert des Unternehmens eine entscheidende Rolle für die Finanzierbarkeit der Investitionsprojekte. Nur durch das Druckmittel der Liquidation kann der Manager dazu gebracht werden, freiwillig einen Teil der Unternehmenscashflows an die Investoren abzutreten. Somit steht und fällt die Argumentation mit der Werthaltigkeit der liquidierbaren Vermögenswerte. Sind diese entweder für andere Akteure wertlos (etwa unternehmensspezifische physische Investitionen), nicht verwertbar (immaterielle Vermögenswerte wie Prozesswissen oder Kundenstämme) oder hauptsächlich außerhalb der Unternehmung über Verträge gebunden (Humankapital wichtiger Mitarbeiter), so besteht für den Bereichmanager wenig Anreiz zur freiwilligen Überlassung freier Zahlungsüberschüsse. Vielmehr wird die Liquidationsdrohung der Kapitalgeber unglaubwürdig, da ihnen auf diese Weise kaum ein Mehrwert entsteht. Dies spricht für eine verbundene Diversifikation, da hier einerseits Kosten einer Wiederverwertung der Vermögenswerte im Vergleich zu externen Transaktionsvorgänge eingespart werden können<sup>30</sup> und andererseits eine große Zahl alternativer Verwendungsmöglichkeiten bereitstehen dürften. Bei unverbundener Diversifikation dürften Interne Kapitalmärkte dagegen nur wenig zur Lösung der Probleme unvollständiger Verträge beitragen können.

## 2.2. Informationsasymmetrien

Bereits WILLIAMSON hat darauf hingewiesen, dass die Eingliederung in einen Konzern zu einem Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Bereichsmanager und Kapitalgeber führt.<sup>31</sup> Der externe Kapitalgeber wird durch einen konzerninternen Intermediär ersetzt. Ein externer Kapitalgeber verfügt aber grundsätzlich über weniger Rechte zur Einblicknahme.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> Vgl. Gertner/Scharfstein/Stein (1994), S. 1219 f.

<sup>30</sup> Vgl. Gertner/Scharfstein/Stein (1994), S. 1224.

<sup>31</sup> Vgl. Williamson (1975), S. 146 f. Den Abbau von Informationsasymmetrien durch die Bildung interner Kapitalmärkte betont auch Triantis (2004), S. 1105.

<sup>32</sup> Vgl. Williamson (1975), S. 143.

Die Konzernspitze kann daher i. d. R. Informationen von den Bereichsleitern verlangen, auf die externe Kapitalgeber keinen Zugriff haben oder die diese nur gegen Widerstände und mit zeitlicher Verzögerung erhalten werden. Ferner dürften die Bereichsmanager ihren Vorgesetzten gegenüber wesentlich kooperativer gestimmt sein als externen Kapitalgebern, vor allem da die Veröffentlichung von Informationen über die Unternehmensgrenzen hinaus oft ein Wettbewerbsnachteil sein kann und z. T. auch als Verrat von Betriebsgeheimnissen angesehen werden könnte. Zwar kann eine Übermittlung privater Informationen auch an externe Kapitalgeber sinnvoll sein, etwa um die eigenen Kapitalkosten durch einen Abbau von Informationsasymmetrien zu senken. Allerdings besteht dabei stets die Gefahr, dass der Kapitalgeber die gewonnenen Informationen missbraucht. Es ist deshalb realistisch anzunehmen, dass eine Konzernspitze über einen besseren Informationszugang verfügt als externe Kapitalgeber. Damit ist aber noch nicht geklärt, ob die Konzernleitung auch in der Lage ist, diesen Vorteil in eine bessere Kapitalallokation umzusetzen.<sup>33</sup> Dies hängt davon ab, welcher Kapitalgeber die ihm zugehenden Informationen besser verarbeiten kann. Entscheidend ist hier der Spezialisierungsgrad des Kapitalgebers: Je besser er sich in einer Branche oder einem Unternehmen auskennt, desto effizienter kann er investieren. Dabei ist nicht gesagt, dass die Konzernspitze über mehr Erfahrung in ihren Geschäftsfeldern verfügt als externe Kapitalgeber. Zum einen gibt es eine Vielzahl hochspezialisierter Financiers, die über ein extremes Fachwissen in einzelnen Branchen verfügen. Ferner ist in bestimmten Finanzierungsbeziehungen (etwa im Rahmen von Venture Capital) der Kapitalgeber aktiv in das Management der Unternehmen involviert. Zum anderen ist die Konzernführung per Definition zwar ein unternehmensspezialisierter Kapitalgeber, nicht notwendigerweise aber auch ein geschäftsfeldspezialisierter Financier.<sup>34</sup> Insbesondere in unverbunden diversifizierten Konglomeraten kann sich die Zentrale nicht in allen Segmenten gleich gut auskennen. Die Komplexität großer Konzerne und die Rationalitätsbeschränkung der Konzernführung sprechen eher gegen eine intensive Überwachung aller Geschäftsfelder.<sup>35</sup> Eine verbundene Diversifikation kann dagegen Informationsvorteile mit sich bringen, sofern die Zentrale ihre Sparten noch überwachen und verstehen kann.<sup>36</sup> Ein weiterer Aspekt, der die Informationsverarbeitung der Kapitalgeber betrifft ist in der Spezialisierung der Investition zu sehen. LIEBESKIND unterscheidet zwischen branchenspezifischen und unternehmensspezifischen Investitionen. Erstere treten nur in einer bestimm-

---

<sup>33</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 62.

<sup>34</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 63.

<sup>35</sup> Vgl. Löffler (1991), S. 116 f.

<sup>36</sup> Vgl. Stein (2003), S. 152.

ten Branche auf, werden dort aber von allen Marktteilnehmern durchgeführt. Letztere werden dagegen nur von der untersuchten Unternehmung getätigt.<sup>37</sup> Während bei unternehmensspezifischen Investitionen die Konzernzentrale einen Vorteil gegenüber externen Investoren aufweisen dürfte, sollte dies bei branchenspezifischen Investitionen umgekehrt sein, da der externe Kapitalgeber solche Investitionen vermutlich häufiger (nämlich bei allen Branchenunternehmen) begleitet. Sind die Investitionen dagegen weder branchen- noch unternehmensspezifisch ist es unwahrscheinlich, dass eine Konzernführung bessere Informationen als ein externer Investor hat. Neben der Auswertungsproblematik prinzipiell zugänglicher Daten führt die Eingliederung in einen Konzern aber auch zu einem Verlust entscheidungsrelevanter Informationen. Die Sparten eines multidivisionalen Konzerns sind häufig nicht börsennotiert. Damit geht die Informationsfunktion des Marktwerts verloren,<sup>38</sup> die als Hinweis auf die Güte der Investitionspolitik interpretiert werden könnte. Die Verbindung guter und schlechter Segmente kann für den Gesamtkonzern zu einem insgesamt leicht steigenden Aktienkurs führen. Wären beide Divisionen dagegen unabhängig, würde der negative Charakter des schlechten Bereichs offensichtlich, da sein Aktienkurs sinken würde. Ein externer Kapitalgeber könnte entsprechend dieser Information reagieren. Die Konzernführung verfügt somit über eine entscheidungsrelevante Information weniger als der externe Investor eines unabhängigen Unternehmens. Eine mögliche Lösung dieses Informationsproblems ist die Börsennotierung der Geschäftsbereiche oder die Einführung von Geschäftsbereichsaktien.<sup>39</sup> Prinzipiell kommt es somit auf den Einzelfall an, ob die Konzernzentrale tatsächlich über bessere Informationen verfügt als ein externer Investor. In Branchen mit hochspezialisierten Kapitalgebern dürften die Vorteile Interner Kapitalmärkte jedoch deutlich kleiner sein. Zudem besteht die Gefahr, dass die Bereichsmanager ihre Informationen gegenüber einem zentralen Kapitalgeber stark beschönigen um zu versuchen, ihn in seiner Allokationsentscheidung zu beeinflussen. Bei einer Vielzahl externer Investoren wird ihnen dies weniger gelingen, weshalb sie weniger Anreize zu einer Informationsverzerrung haben.<sup>40</sup>

---

<sup>37</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 63 f.

<sup>38</sup> Vgl. Löffler (1991), S. 116.

<sup>39</sup> Geschäftsbereichsaktien erlauben eine Erhöhung der Transparenz über das Management der Vermögenswerte der betroffenen Segmente ohne – im Gegensatz etwa zu Spin-offs – den Vorteil einer Ressourcenreallokation zu zerstören; vgl. Billet/Mauer (2000), S. 1462 f.

<sup>40</sup> Vgl. Stein (2003), S. 152.

## 2.3. Agency-Probleme

### 2.3.1. Minderung von Agency Costs of Free Cash Flow

Während in der neoklassischen Gedankenwelt das von den Eigentümern einer Unternehmung eingesetzte Management ausschließlich im Interesse seiner Kapitalgeber handelt, ist die Realität von Interessengegensätzen zwischen dem „regierenden“ Management und seinen Aktionären gekennzeichnet. Häufig wird Managern unterstellt, sie verfolgten eine Strategie des „Empire Building“, da sie neben dem Nutzen der monetären Vergütung auch einen mit der Unternehmensgröße wachsenden Nutzen aus der Führung des Unternehmens ziehen. Dies führt bei Existenz freier Cashflows zu einem Überinvestitionsproblem und den zugehörigen Agency Costs of Free Cashflow.<sup>41</sup> Auf einem externen Kapitalmarkt sind die Möglichkeiten der Aktionäre hinsichtlich der Begrenzung dieser Überinvestitionskosten beschränkt. Das deutsche Aktienrecht gestattet dem Vorstand einer Aktiengesellschaft weitgehende Thesaurierungsrechte, was eine Zwangsausschüttung nicht benötigter Mittel verhindert. Darüber hinaus ist es quasi unmöglich, das optimale Investitionsprogramm zu bestimmen. Vorschriften darüber, alle freien Cashflows auszuschütten werden daher schon regelmäßig daran scheitern müssen, dass diese nicht bestimmbar sind. Dieses Problem verstärkt sich durch Informationsvorsprünge des Managements. Eine mögliche Lösung stellt die Finanzierung über Fremdkapital dar. Die vertragliche Verpflichtung zur Zahlung von Zins und Tilgung bewirkt eine Zwangsausschüttung in Höhe des Kapitaldienstes.<sup>42</sup> Problematisch ist daran jedoch, dass die Höhe der Verpflichtung aus der Verschuldung in jeder Periode genau den freien Cashflows entsprechen muss. Ferner setzt diese Vorgehensweise voraus, dass die Aktionäre die Kapitalstruktur bestimmen können. Dieser Annahme widerspricht der Ansatz des Managerial Entrenchments.<sup>43</sup> Demnach hat der Manager einen gewissen Freiraum bei der Bestimmung der Verschuldung und wählt sich opportunistisch diejenige Kapitalstruktur, die sein Leben „so angenehm wie möglich“ macht unter der Nebenbedingung, nicht durch einen anderen Manager ersetzt zu werden.

Können Interne Kapitalmärkte eine Lösung der Free Cashflow-Problematik darstellen? Hierbei muss unterschieden werden zwischen einem Überinvestitionsproblem auf Ebene der Geschäftsbereiche und auf Ebene der Konzernleitung. Auf Divisionsebene spricht eine im Ver-

---

<sup>41</sup> Vgl. Jensen (1986), S. 323.

<sup>42</sup> Die extreme Verschuldung im Rahmen von Leveraged Buyouts ist ein Beispiel für diese Strategie.

<sup>43</sup> Vgl. zum Grundgedanken des Managerial Entrenchment Shleifer/Vishny (1989) und zur Anwendung auf die Kapitalstrukturentscheidung Zwiebel (1996).

hältnis zu externen Investoren unter Umständen doch gegebene überlegene Informationslage der Konzernleitung dafür, dass die genaue Höhe der freien Cashflows in jeder Periode bekannt ist. Außerdem bieten die Verfügungsrechte der Konzernleitung die nötige Handlungsmacht, um überschüssige Finanzen aus den Geschäftsbereichen heraus zu holen. Da aber realistischerweise auch die Konzernspitze einen „private benefit“ aus der Führung eines großen Konzerns zieht<sup>44</sup> ist fraglich, ob sie überhaupt ein Interesse an der Vermeidung von Überinvestitionen hat. Im Gegensatz zu den Bereichsmanagern hat sie aber durch ihr Recht zur Umverteilung der überschüssigen finanziellen Mittel im Konzern die Möglichkeit, ein Wachstum ihres Einflussbereichs durch Projekte mit positivem Kapitalwert zu erreichen. Realistischerweise wird sie ein solches Wachstum einem wertvernichtenden Wachstum vorziehen.<sup>45</sup> Bei Free Cashflow-Problemen auf Divisionsebene bieten Interne Kapitalmärkte daher einen Vorteil. Problematisch wird die Funktionsweise eines Internen Kapitalmarkts in Bezug auf die Free Cashflow-Problematik jedoch dann, wenn der ganze Konzern über überschüssige Mittel verfügt. Durch die Diversifizierung und den „more-money-effect“ können Interne Kapitalmärkte gerade erst dazu beitragen, dass mehr Kapital aufgenommen werden kann als die Segmente dies alleine könnten. Free Cashflow-Probleme auf Konzernebene werden dadurch verschlimmert. Es entsteht ein Überinvestitionsproblem auf Konzernebene, da keine kapitalwertpositiven Projekte mehr verfügbar sind. Winner Picking bedeutet dann allenfalls die Wahl des geringsten Übels. Dazu kommt die Möglichkeit, dass die Konzernzentrale über eigene Gelder verfügen kann, aus deren Verwendung sie vermutlich einen höheren Nutzen ziehen dürfte als aus einem Wachstum auf Geschäftsfeldebene. In diesem Fall und unter der Annahme, dass auch die Manager der Konzernleitung einer Tendenz zum Empire Building unterliegen, wird das Überinvestitionsproblem lediglich von den Bereichsmanagern auf die Ebene der Konzernleitung verlagert. Es äußert sich dann etwa in Form überdimensionierter Administrationen oder im Zukauf neuer Geschäftsbereiche.<sup>46</sup> Wachstum durch die Übernahme anderer Unternehmen kann dabei allerdings durchaus positiv zu werten sein: Beahlt die Konzernleitung die Akquisitionen mit den freien Cashflows, so fließen diese Mittel zumindest in eine Verwendung, die der internen Verwendung auf Geschäftsfeldebene überlegen ist, sofern man unterstellt, dass die gekauften Unternehmen fair bewertet sind und der Kaufpreis den

---

<sup>44</sup> Vgl. Stein (1997), S. 117.

<sup>45</sup> Gründe hierfür können unternehmenswertabhängige Entlohnungssysteme genauso sein wie ein geringerer Druck von Seiten der Aktionäre bei steigenden Aktienkursen.

<sup>46</sup> Vgl. Jensen (1986), S. 328.

Fundamentalwert nicht überschreitet.<sup>47</sup> Dass die Kosten einer konzernweiten Überinvestition die Vorteile einer Vermeidung der Marktunvollkommenheiten einer externen Finanzierung aber auch überwiegen können, zeigen MATSUSAKA/NANDA. Demnach gibt es einen optimalen Punkt an Ressourcenausstattung des Konzerns, bis zu dem die Vorteile einer Kapitalallokation unter Umgehung der Kosten des externen Kapitalmarkts überwiegen. Stehen der Konzernleitung jedoch zu viele Mittel zur Verfügung, überwiegen die Kosten der Free-Cashflow-Problematik.<sup>48</sup> Somit scheinen Interne Kapitalmärkte zumindest bei einem moderaten Mittelüberschuss einen Vorteil zu bieten.

### **2.3.2. Anreize der Bereichsmanager**

Die Einführung einer zusätzlichen Hierarchieebene führt zu einer Abhängigkeit der Bereichsmanager von der Konzernzentrale. Dadurch geht diesen ein Stück ihrer Freiheit verloren, was Auswirkungen auf den Nutzengewinn hat, den sie aus ihrer Tätigkeit ziehen können. Verminderte Anreize zur Schaffung und Durchführung profitabler Investitionsmöglichkeiten sowie zur Informationsproduktion und –übermittlung sind die Folge.<sup>49</sup> Durch die Konzentration auf einen zentralen Geldgeber stehen die verschiedenen Geschäftsbereiche außerdem in direkter Konkurrenz um knappe Unternehmensressourcen. Dadurch haben die Bereichsleiter Anreize, ineffiziente Beeinflussungsaktivitäten durchzuführen um ihre Verhandlungsmacht gegenüber der Konzernleitung zu erhöhen und diese bei der Allokationsentscheidung zugunsten ihres Bereichs zu beeinflussen.<sup>50</sup> Solches „Divisional Rent-Seeking“ ist ineffizient und wertvernichtend. Dabei sind besonders diejenigen Geschäftsbereiche von Beeinflussungsaktivitäten betroffen, die über die schlechtesten Zukunftsaussichten verfügen. Da deren Manager Schrumpfung befürchten müssen haben sie den höchsten Anreiz zur Verzerrung der Kapitalallokation zu ihren Gunsten.<sup>51</sup> Ferner haben diese Manager die geringsten Opportunitätskosten, da sie sowieso nur einen unprofitablen Geschäftsbereich zu verlieren haben.<sup>52</sup> Zusätz-

---

<sup>47</sup> In der Praxis findet jedoch häufig eine Überzahlung im Rahmen von Unternehmensakquisitionen statt; vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 22 sowie Andrade/Mitchell/Stafford (2001), S. 110 f.

<sup>48</sup> Vgl. Matsusaka/Nanda (2002), S. 178.

<sup>49</sup> Vgl. Gertner/Scharfstein/Stein (1994), S. 1212 f. sowie Stein (1997), S. 117.

<sup>50</sup> Vgl. Scharfstein/Stein (2000), S. 2539. Solche Rent-Seeking-Aktivitäten können in zwei Formen auftreten: Zum einen kann der Bereichsmanager seine outside option verbessern, indem er wertvolle Zeit darauf verwendet sein Profil nach außen zu schärfen, etwa durch die Annahme von Gastvorträgen oder Teilnahme an Kongressen. Zum anderen kann er eine „Strategie der verbrannten Erde“ fahren, mit der er sich unentbehrlich macht, etwa in Form von komplexen Entscheidungssystemen oder durch gezielte Informationszurückhaltung. In beiden Fällen erhöht sich seine Verhandlungsmacht gegenüber der Konzernleitung.

<sup>51</sup> Vgl. Meyer/Milgrom/Roberts (1992), S. 17.

<sup>52</sup> Vgl. Scharfstein/Stein (2000), S. 2545.

lich unterliegt die Konzernzentrale dem Anreiz, Zugeständnisse nicht in Form höherer Löhne, sondern durch eine Verzerrung der Kapitalallokation zu erbringen, da dies aus ihrer Sicht geringere Kosten verursacht, als ein Abfluss ihrer für opportunistische Zwecke verwendbaren Mittel.<sup>53</sup> Die Folge ist eine Verzerrung der Kapitalallokation zugunsten der schlechtesten Bereiche. In einer Art „Sozialismus“<sup>54</sup> subventionieren gute Bereiche die schlechten.<sup>55</sup> Ein weiterer Effekt, der die Leistungsanreize der Bereichsmanager vermindert ist das Problem der Zentrale, sich ex ante nicht glaubwürdig an eine bestimmte Ressourcenallokation binden zu können.<sup>56</sup> Durch die Möglichkeit des Winner Picking sehen die Bereichsmanager bei unterschiedlicher Produktivität der Geschäftsfelder die Gefahr, die eigenen hohen Überschüsse mit anderen Bereichen teilen zu müssen. Daher werden sie nicht in die effizientesten Projekte investieren, sondern eher in solche Vorhaben, die ihnen einen gewissen Schutz gegen einen Ressourcenabfluss bieten.<sup>57</sup> Ferner lohnt sich für die Leiter schwächerer Sparten eine hohe Anstrengung nicht, da sie einen Ressourcenabfluss aufgrund der unterlegenen Qualität nicht verhindern können.<sup>58</sup> Die reduzierten Leistungsanreize verringern aber die Zahlungsüberschüsse dieser Segmente und damit auch die für ein effizientes Winner Picking zur Verfügung stehenden Mittel. Dieser Effekt wird besonders stark, wenn die Rentabilität der verschiedenen Geschäftsfelder stark divergiert und wenn Segmente mit heute hohen Cashflows (Cash Cows) mit in Zukunft hoch profitablen, aber gegenwärtig kapitalbedürftigen Einheiten (Question Marks) kombiniert werden. Zudem unterliegen die Bereichsleiter in einem Internen Kapitalmarkt einem Free Rider-Problem, da die Kapitalallokation eines Geschäftsbereichs stets ein Teil der gesamten Konzernressourcen sein wird und daher jeder Manager auf die Leistung seiner Kollegen spekuliert.<sup>59</sup> Die Folgen sind ein gesunkener Konzerncashflow und Unternehmenswert. Interne Kapitalmärkte können daher nur in relativ homogenen Konzernen Agency-Konflikte verhindern, wenn nämlich die Bereichsleiter wenig Angst vor Umverteilungen haben müssen.<sup>60</sup> Um dies zu erreichen, kann die Konzernleitung über die Kapitalallokati-

---

<sup>53</sup> Vgl. Scharfstein/Stein (2000), S. 2549.

<sup>54</sup> Zum Begriff des „socialism“ vgl. Scharfstein/Stein (2000), S. 2538.

<sup>55</sup> Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 533.

<sup>56</sup> Der Grund dafür besteht darin, dass nicht nur die erzielte Rentabilität über die Verteilung entscheidet, sondern auch weitere Einflüsse wie insbesondere die Verhandlungsmacht der verschiedenen Parteien; vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 38.

<sup>57</sup> Vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 38.

<sup>58</sup> Vgl. Inders/Laux (2005), S. 216.

<sup>59</sup> Vgl. De Motta (2003), S. 1194.

<sup>60</sup> Vgl. Brusco/Panunzi (2005), S. 666 f.

on versuchen, möglichst homogene Geschäftsfelder zu erzeugen. Dies verlangt aber eine ineffiziente Förderung der schwächeren Bereiche in Form sozialistischer Interner Kapitalmärkte.

Neben Leistungsanreizen beeinflussen Interne Kapitalmärkte auch die Anreize zur Produktion und Weitergabe relevanter Informationen. Da die Allokationsentscheidung der Zentrale hauptsächlich von den Prognosen der Bereichsmanager abhängt, haben diese einen Anreiz zur Verzerrung der übermittelten Informationen. STEIN unterscheidet dabei zwischen harten und weichen Informationen. Während erstere von den Bereichsmanagern an die Zentrale übermittelt werden können, ist dies bei letzteren – etwa weil sie auf einer persönlichen, nicht dokumentierbaren Einschätzung des Bereichsleiters beruhen – nicht möglich.<sup>61</sup> Wenn erfolgreiche Investitionen zumindest teilweise auch auf der Produktion weicher Informationen beruhen, stellen Interne Kapitalmärkte eine Quelle der Ineffizienz dar. Leitet der Manager ein unabhängiges Unternehmen, so kann er die ihm zur Verfügung stehenden Ressourcen gemäß seiner Einschätzung investieren. Ist er hingegen in einen Konzernverbund eingebunden, so kann er die benötigten Mittel nur gegen die Lieferung von „hard facts“ bekommen. Folglich hat er weniger Anreize zur Produktion weicher Informationen, was zu Ineffizienzen im Investitionsverhalten führt.<sup>62</sup> Des Weiteren hat der Bereichsleiter generell Anreize zu einer übertrieben positiven Darstellung seiner Investitionsaussichten, um möglichst viel Kapital an sich zu binden. Kann sich die Konzernleitung bei ihrer Kapitalallokationsentscheidung allerdings neben den Managerangaben auch auf öffentliche, aber weniger informative Informationen wie die vergangene Leistung des Segments stützen, so wird sie – um die negativen Anreize der Bereichsmanager zu reduzieren – ein überhöhtes Gewicht auf diese Daten legen.<sup>63</sup> Der Gefahr einer Verzerrung der benötigten Informationen begegnet sie somit mit einer Verzerrung der Kapitalallokation. Bei ihrer Entscheidung, welche Informationen sie an die Zentrale melden wollen, wägen die Bereichsleiter ab zwischen einer möglichst hohen Ressourcenausstattung und einer möglichst geringen Anstrengung zur Erreichung der selbst gesetzten Ziele. Um trotzdem eine hohe Leistung ihrer Spartenmanager zu erreichen, muss die Konzernspitze höhere Ergebnisse überproportional entlohnen. Folglich wird es für sie relativ teuer, ihren guten Sparten Kapital zu überlassen. Die Folge ist erneut eine Verzerrung der Allokationsentscheidung zugunsten der schwächeren Sparten.<sup>64</sup> Dies ermöglicht die Aufrechterhaltung hoher

---

<sup>61</sup> Vgl. Stein (2002), S. 1892.

<sup>62</sup> Vgl. Stein (2002), S. 1892 f.

<sup>63</sup> Vgl. Wulf (2005), S. 4.

<sup>64</sup> Vgl. Bernardo/Luo/Wang (2006), S. 487.

Leistungsanreize durch eine hohe Entlohnung guter Ergebnisse, schützt die Konzernführung aber zugleich vor zu hohen Entlohnungsauszahlungen.

## 2.4. Transaktionskosten

Zusätzlich zu den bisher diskutierten Vor- und Nachteilen Interner Kapitalmärkte entstehen durch die Bildung von Konzernen Transaktionskosten aufgrund der Einführung einer zusätzlichen Hierarchieebene in Form der Konzernleitung. Dabei ist zu trennen zwischen denjenigen Kosten, die aufgrund der Konzernierung, aber ohne direkten Bezug zu Internen Kapitalmärkten anfallen (indirekte Kosten) und solchen Transaktionskosten, die direktes Ergebnis der zentralisierten Kapitalallokation sind (direkte Kosten). Indirekte Kosten sind für die Effizienzbeurteilung Interner Kapitalmärkte nur relevant, wenn bisher noch keine Konzernstruktur vorlag. Sie entstehen etwa in Form von Gehältern der Konzernleitung, ihrer Stäbe und dem ihr zugeordneten Personal. Zu diesen administrativen Kosten gehören ferner Gebäude- und Infrastrukturkosten sowie Reisekosten. Bei der Frage nach der Bildung eines Konzerns sind außerdem erweiterte Berichtspflichten im Rahmen der externen Berichterstattung zu berücksichtigen, etwa die Erstellung eines Konzernabschlusses.<sup>65</sup> Schließlich bewirkt die Zusammenführung bislang unabhängiger Unternehmen in einen Konzernverbund, dass verschiedene Unternehmenskulturen aufeinander prallen, was zu Reibungsverlusten führen kann. Direkte Transaktionskosten sind dagegen auch dann von Bedeutung, wenn bereits eine Konzernstruktur besteht, da sie zusätzlich zu den indirekten Kosten anfallen. Zu ihnen gehört etwa der zusätzliche Dokumentationsaufwand, der zur Versorgung der Konzernspitze mit den benötigten entscheidungsrelevanten Informationen entsteht. Ferner neigen große Bürokratien zu einem überoptimalen Kontrollniveau. Die Konzernleitung greift oft stärker in die Führung der Geschäftsbereiche ein, als dies aufgrund ihres Informationsstandes und ihrer Fähigkeiten effizient wäre. Dies mag einerseits als Schutzmechanismus gegen drohende Agency-Probleme auf der Ebene der Geschäftsbereichsmanager geschehen, andererseits können aber auch ein gesteigerter Nutzen der Konzernleitung durch die Ausübung von Macht sowie eine Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten und Kenntnisse zu übertriebener Einflussnahme führen. Die Konsequenzen daraus sind verringerte Motivation der Untergebenen<sup>66</sup> und verlängerte Entscheidungswege, was wiederum zu Verzögerungen bei den Investitionen führen kann.<sup>67</sup> Schließlich stellt auch die Anwendung starrer Investitionsregeln ein weiteres Problem der

---

<sup>65</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 64.

<sup>66</sup> Vgl. Löffler (1991), S. 118 sowie Gertner/Scharfstein/Stein (1994), S. 1212 f.

<sup>67</sup> Vgl. Liebeskind (2000), S. 64.

Internalisierung der Allokationsfunktion in einen Konzern dar.<sup>68</sup> In diesem Fall werden Cash-flow-Schwankungen ihrer Größe nach proportional auf die Investitionsbudgets der Geschäftsfelder überwältigt. Das Ergebnis ist ein „Sozialismus“ der Konzernbereiche mit den damit verbundenen Kosten der Über- und Unterinvestition. Eine zentralisierte Kapitalallokation bietet jedoch auch verschiedene Vorteile hinsichtlich der Transaktionskosten der Kapitalbeschaffung. So führt die Konzentration auf nur einen einzigen Kapitalgeber zu reduzierten Such-, Informations- und Verhandlungskosten auf Geschäftsfeldebene. Obwohl diese Kosten aber prinzipiell nur auf die übergeordnete Konzernebene verlagert werden, kann der CEO mit einer Transaktion das Kapital für sämtliche Sparten bereitstellen. Insgesamt reduziert sich daher die Anzahl der erforderlichen Vertragsbeziehungen mit externen Kapitalgebern und damit auch die Höhe der anfallenden Transaktionskosten. Des Weiteren sprechen finanzwirtschaftliche Synergien in Form einer Reduktion der Kapitalbeschaffungskosten aufgrund gesteigerter Nachfragemacht und ein im Rahmen des Konzernclearings erfolgreicher Ausgleich gegenläufiger Zahlungsströme für eine Verringerung von Transaktionskosten.<sup>69</sup> Ob solche Economies of Scales bei der Finanzierung allerdings die mit Internen Kapitalmärkten einhergehenden Transaktionskosten überwiegen ist unklar. Ein empirischer Beleg dafür steht jedenfalls noch aus.<sup>70</sup>

## 2.5. Produktmarktverbindung

Ein neuer Ansatz zur Effizienzanalyse Interner Kapitalmärkte untersucht die Verbindung von Kapitalallokation und Produktmarktverhalten des Unternehmens. Dabei wird analysiert, welche Wirkung interne Kapitaltransfers auf Wettbewerbsintensität und Verhalten bei Markteintritten haben. Demnach können Interne Kapitalmärkte zu einem glaubwürdigen Verhaltensbindungsmechanismus werden, der die Reaktionen von Wettbewerbern im Oligopol beeinflussen kann. MATSUSAKA/NANDA untersuchten als erste diesen Zusammenhang. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Flexibilität einer kostengünstigen Reallokation von Konzernressourcen zu einem Nachteil für den Fall eines potenziellen Markteintritts neuer Konkurrenten wird.<sup>71</sup> Während eine fokussierte Unternehmung die ihr zur Verfügung stehenden Mittel vollständig in ihren Markt investieren muss,<sup>72</sup> wird ein Konzern seine Ressourcen im Zuge

---

<sup>68</sup> Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 533 und S. 544.

<sup>69</sup> Vgl. Beckmann (2006), S. 42 f.

<sup>70</sup> Vgl. Beckmann (2006), S. 65.

<sup>71</sup> Vgl. Matsusaka/Nanda (2002), S. 178.

<sup>72</sup> Eine alternativ mögliche Reallokation über den externen Kapitalmarkt verursacht annahmegemäß hohe Kosten; vgl. Matsusaka/Nanda (2002), S. 199.

eines Winner Picking verstärkt den Segmenten mit dem besseren Marktumfeld zuweisen. Der bedrohte Markt erhält dann wegen der verschlechterten Ertragsaussichten einen geringeren Kapitalbetrag. Dies reduziert aber zugleich seine Chancen zur Verhinderung des Markteintritts. Die Flexibilität des Winner Picking verhindert so eine glaubwürdige Drohung gegenüber potenziellen neuen Konkurrenten.<sup>73</sup>

Zu einem anderen Ergebnis gelangt man allerdings, wenn die verschiedenen Geschäftsbereiche als rechtsfähige Einheiten auftreten und daher zusätzlich zur Ressourcenallokation durch die Zentrale auch Mittel vom externen Kapitalmarkt aufnehmen können. Je mehr interne Mittel dem Bereichsleiter aber zur Verfügung stehen, desto weniger externes Kapital muss er aufnehmen und desto größer ist folglich sein verbleibender Anteil am Segmentergebnis. Externe Finanzierung führt daher zu einem Leistungsanreizproblem, da der Manager nicht die vollen Früchte seiner Arbeit behalten kann. Da schlechte Divisionen jedoch prinzipiell mehr Kapital vom externen Kapitalmarkt beziehen müssen, sind die damit verbundenen Agency-Probleme hier folglich größer als bei den guten Konzernsparten. Unter den reduzierten Anstrengungen leiden aber nicht nur die externen Financiers, sondern auch die Konzernleitung. Diese verzerrt daher die Kapitalallokation zugunsten der schwächeren Einheiten, um deren externe Finanzierungserfordernisse und die damit einhergehenden Agency-Probleme zu reduzieren.<sup>74</sup> Dieses sozialistische Investitionsmuster ist daher glaubwürdig. Genau deshalb können Interne Kapitalmärkte aber auch als Abschreckungsmechanismus gegen eine Markteintrittsdrohung eines potenziellen Konkurrenten dienen: Indem der Eindringling die Aussichten des bedrohten Konzernsegments verschlechtert, sorgt er zugleich für eine erhöhte Ressourcenausstattung und eine verstärkte Anstrengung bei dessen Manager. Der Eindringling muss daher mit einem harten Wettbewerb rechnen.<sup>75</sup> Die Flexibilität Interner Kapitalmärkte kann allerdings auch als unterstützendes Element für einen Markteintritt des Konzerns gegen einen aggressiv auftretenden Verteidiger dienen. Der erwartungsgemäß harte Wettbewerb und die damit einhergehenden schlechten Ertragsaussichten führen zu einer Subventionierung des neuen Geschäftsfelds, wodurch die Ankündigung des Konzerns, nach dem

---

<sup>73</sup> Vgl. Matsusaka/Nanda (2002), S. 200.

<sup>74</sup> Vgl. Cestone/Fumagalli (2001), S. 10. Allerdings kann es für eine nur geringe Ressourcenausstattung des Konzerns sinnvoller sein, die schlechte Sparte nicht zu finanzieren (zu schließen) und alles Kapital dem guten Bereich zuzuführen. In diesem Fall findet ein Winner Picking statt. Sofern aber gute und schlechte Einheiten interne Mittel bekommen, ist stets eine Subventionierung der schlechteren Bereiche optimal; vgl. Cestone/Fumagalli (2005), S. 200 f.

<sup>75</sup> Vgl. Cestone/Fumagalli (2001), S. 21 f.

Markteintritt ein aggressiver Konkurrent des etablierten Unternehmens zu sein glaubwürdig wird.<sup>76</sup> Die Flexibilität interner Kapitaltransfers stellt hier einen entscheidenden Vorteil dar.

### 3. Empirische Erkenntnisse

#### 3.1. Nachweis der Existenz Interner Kapitalmärkte

Bevor die Frage nach der Effizienz Interner Kapitalmärkte empirisch beantwortet werden kann, muss zunächst untersucht werden, ob Konzerne überhaupt interne Kapitalallokation betreiben. LAMONT konnte in seiner Untersuchung über die Auswirkung von Ölpreisschocks auf diversifizierte Ölkonzerne zeigen, dass nicht nur die Investitionen der ölbezogenen Geschäftsfelder nach dem starken Ölpreisrückgang im Jahr 1986 zurückgingen, sondern auch die der nicht ölbezogenen Segmente.<sup>77</sup> Ein Vergleich der Reaktionen der Nicht-Ölsparten mit vergleichbaren unabhängigen Firmen ergab, dass erstere mit deutlich stärkeren Investitionsrückgängen auf die Ölpreisveränderung reagierten.<sup>78</sup> Offensichtlich wirkt sich die Ertragslage eines Geschäftsfelds auf die Investitionstätigkeit der anderen Bereiche aus,<sup>79</sup> was als Beleg für die Existenz Interner Kapitalmärkte gedeutet werden kann.<sup>80</sup> Auch SHIN/STULZ zeigen, dass die Investitionen eines Geschäftsbereichs signifikant von den Zahlungsüberschüssen der anderen Konzernsegmente abhängen.<sup>81</sup> Allerdings ist dieser Effekt deutlich geringer als die Sensitivität der Investitionen gegenüber den segmenteigenen Cashflows. Somit scheinen Interne Kapitalmärkte grundsätzlich zu existieren, jedoch ist das Ausmaß der Ressourcenumverteilung begrenzt. Die Bedeutung der Cashflows anderer Bereiche steigt jedoch in stark diversifizierten Konzernen.<sup>82</sup> Da dem Internen Kapitalmarkt aufgrund der größeren Unterschiedlichkeit der Geschäftsfelder dort eine größere Bedeutung zukommt, spricht dieses Ergebnis für die Existenz interner Kapitalallokation. BILLET/MAUER weisen interdivisionale Transfers zwischen Geschäftsfeldern mit unterschiedlichen Rentabilitätsaussichten in beide Richtungen

---

<sup>76</sup> Vgl. Cestone/Fumagalli (2001), S. 17.

<sup>77</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 98.

<sup>78</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 100 f.

<sup>79</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 106.

<sup>80</sup> Allerdings muss bei einem finanziell unbeschränkten Konzern die Verschlechterung der Ertragslage eines Segments nicht auf die Investitionstätigkeit der anderen Segmente durchschlagen, da genügend Mittel zur Finanzierung aller gewünschten Projekte vorhanden sind. SCHNURE findet Indizien dafür, dass solche finanziellen Restriktionen für die von LAMONT untersuchten Unternehmen gerade nicht existierten; vgl. Schnure (1997), S. 4 f. Auch Lamont kommt zu dem Ergebnis, dass die Ölkonzerne zu dieser Zeit eher einem Überinvestitionsproblem unterlagen, was gegen finanzielle Beschränkungen spricht; vgl. Lamont (1997), S. 102.

<sup>81</sup> Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 532.

<sup>82</sup> Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 539 f.

nach, d. h. sowohl hin zu Bereichen mit überdurchschnittlichen Aussichten, als auch von diesen weg.<sup>83</sup> CAMPELLO zeigt, dass kleine, in einen Konzernverbund eingebundene Banken als Reaktion auf eine Kontraktion der Geldpolitik ihre Kreditvergabe weniger stark reduzieren als unabhängige Banken.<sup>84</sup> HOUSTON/JAMES/MARCUS beobachten für Bankenholdings eine deutlich stärkere Abhängigkeit des bankindividuellen Kreditvergabebehavior von den Konzern-cashflows als von den bankeigenen Cashflows. Ferner sind die Investitionen der verschiedenen Konzernbanken negativ korreliert. Zusammen weisen diese Ergebnisse auf die Existenz Interner Kapitalmärkte hin, bei der die verschiedenen Banken um die knappen Konzernmittel konkurrieren.<sup>85</sup> Die große Mehrzahl der Untersuchungen kommt somit zu dem Ergebnis, dass Konzerne tatsächlich in nennenswertem Umfang interne Kapitalallokation betreiben.

### 3.2. Der Diversification Discount

Einen ersten Anhaltspunkt zur Einschätzung der Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte stellt die Marktbewertung diversifizierter Konzerne dar. Wenn Interne Kapitalmärkte wertsteigernd wirken, sollten diversifizierte Konzerne eine höhere Marktbewertung aufweisen als ein Portfolio aus zur Konzernstruktur äquivalenten, aber unabhängigen Unternehmen. LANG/STULZ identifizieren allerdings ein signifikant niedrigeres TOBIN-Q für diversifizierte Unternehmen als für ein vergleichbares Portfolio selbstständiger Unternehmen.<sup>86</sup> Mit Q als empirischem Maß für die Investitionsmöglichkeiten einer Unternehmung zeichnet diese Studie ein Bild ineffizienter Kapitaltransfers innerhalb eines Konzerns: Offenbar werden durch die interne Kapitalallokation die Investitionsmöglichkeiten reduziert, was sich in einer geringeren Marktbewertung ausdrückt. BERGER/OFEK beziffern diesen Diversifikationsabschlag auf 13 bis 15%.<sup>87</sup> LINS/SERVAES weisen für Konzerne in Emerging Markets einen Diversifikationsabschlag von 7% nach.<sup>88</sup> Auch SERVAES findet einen Diversifikationsabschlag, interessanterweise genau für den Zeitraum der starken Diversifizierung und Bildung großer Konglomerate in den 1960er und 1970er Jahren.<sup>89</sup> Dieser geht allerdings gegen Ende der Siebziger Jahre bis auf Null zurück.<sup>90</sup> Den Diversification Discount im internationalen Vergleich zu Beginn der

---

<sup>83</sup> Vgl. Billet/Mauer (2003), S. 1185.

<sup>84</sup> Vgl. Campello (2002), S. 2775.

<sup>85</sup> Vgl. Houston/James/Marcus (1997), S. 153-157.

<sup>86</sup> Vgl. Lang/Stulz (1994), S. 1278.

<sup>87</sup> Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 40.

<sup>88</sup> Vgl. Lins/Servaes (2002), S. 5.

<sup>89</sup> Vgl. Servaes (1996), S. 1203.

<sup>90</sup> Vgl. Servaes (1996), S. 1207.

1990er Jahre untersuchen LINS/SERVAES. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass in Deutschland kein Diversifikationsabschlag existierte, in Japan konglomerate Unternehmen dagegen um 10% und in Großbritannien sogar um 15% niedriger bewertet sind als vergleichbare unabhängige Unternehmen.<sup>91</sup> Für Deutschland weist BECKMANN dagegen im Zeitraum 1998-2002 einen Diversification Discount von durchschnittlich 21% nach.<sup>92</sup>

Es gibt aber auch verschiedene Untersuchungen, die einen Diversifikationsabschlag gänzlich auf methodische Fehler zurückführen.<sup>93</sup> WHITED zeigt, dass die Verwendung des TOBIN-Q als Maß für die Investitionsmöglichkeiten eines Geschäftsbereichs Unzulänglichkeiten aufweist.<sup>94</sup> MAKSIMOVIC/PHILLIPS berücksichtigen das optimale Wachstumsverhalten eines Konzerns mit unterschiedlich profitablen Geschäftsfeldern. Sie können keinen Diversifikationsabschlag erkennen.<sup>95</sup> Unternehmen investieren dort, wo sie ihre organisationalen und managementbezogenen Fähigkeiten am besten verwerten können. Diversifikation ist demnach als Suchprozess nach einem Abgleich von Unternehmensfähigkeiten und Marktanforderungen zu sehen.<sup>96</sup> Führt man diese Überlegungen weiter, so könnte der Diversification Discount auch auf eine systematische Verzerrung in der Zusammensetzung der Stichprobe zurückzuführen sein. So weist etwa CHEVALIER nach, dass die an einem mit Diversifikationsabschlag gehandelten Konzern beteiligten Sparten schon vor der Eingliederung in den Konzern ein vermeintlich ineffizientes Investitionsverhalten aufweisen.<sup>97</sup> Sie kann mehrere in der Literatur üblicherweise als Indiz für ineffiziente Kapitaltransfers verwendete Muster auf methodische Fehler zurückführen.<sup>98</sup> Nach GRAHAM/LEMMON/WOLF entsteht der Diversifikationsabschlag diversifizierter Konzerne mehrheitlich durch eine vorausgegangene Unterbewertung der eingegliederten Geschäftsbereiche aufgrund unterdurchschnittlicher Produktivität. Als schon vor ihrer Expansion „schlechte“ Unternehmen<sup>99</sup> haben sie geringere Opportunitätskosten einer Diversifikation, wodurch sie tendenziell stärker an diversifizierenden Aktivitäten beteiligt

---

<sup>91</sup> Vgl. Lins/Servaes (1999), S. 2216.

<sup>92</sup> Vgl. Beckmann (2006), S. 152. Allerdings weisen etwa 30% der von ihm untersuchten Unternehmen eine Diversifikationsprämie auf.

<sup>93</sup> Vgl. zur Kritik an den empirischen Untersuchungen auch Wagner (2001), S. 24-29.

<sup>94</sup> Vgl. Whited (2001), S. 1668 f.

<sup>95</sup> Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 724.

<sup>96</sup> Vgl. Campa/Kedia (2002), S. 1732.

<sup>97</sup> Vgl. Chevalier (2000), S. 2.

<sup>98</sup> Vgl. Chevalier (2000), S. 5.

<sup>99</sup> Auch HYLAND/DILTZ zeigen, dass Konzernsparten vor ihrer Diversifikationsentscheidung schlechte Unternehmen waren; vgl. Hyland/Diltz (2002), S. 64.

sind. Der Diversification Discount könnte daher in individuellen Merkmalen der diversifizierenden Unternehmen begründet sein.<sup>100</sup> CAMPA/KEDIA finden deutlich schwächere Abschläge und zum Teil sogar Diversifikationsprämien, wenn sie solche Unternehmenscharakteristika berücksichtigen.<sup>101</sup> Auch VILLALONGA zeigt, dass der Diversification Discount verschwindet, wenn man die Selbstselektion in der Diversifikationsentscheidung berücksichtigt.<sup>102</sup> Dabei wählen vor allem Unternehmen schlechterer Qualität eine Diversifikationsstrategie, während gute Firmen eher selbstständig bleiben.<sup>103</sup> Betrachtet man die unterschiedlichen Ergebnisse der verschiedenen Studien, so ist die Existenz eines Diversification Discounts als umstritten anzusehen. Aussagen über die Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte können aus der diesbezüglichen Forschung daher nicht gezogen werden.

### **3.3. Empirische Effizienzbeurteilung Interner Kapitalmärkte**

Da die Untersuchung des Diversification Discounts wenig Erkenntnisgewinn bringt, muss die Analyse Interner Kapitalmärkte auf die Investitionstätigkeit in Abhängigkeit von Geschäftsberichts- und Konzerncashflows abstellen. Datengrundlage ist hier i. d. R. die Segmentberichterstattung der untersuchten Konzerne. Es stellt sich damit die Frage nach der Richtung der Kapitaltransfers, d. h., ob ein Winner Picking oder eine Kreuzsubventionierung zu beobachten ist. BERGER/OFEK konnten als eine der ersten ineffiziente Interne Kapitalmärkte nachweisen.<sup>104</sup> Dabei investieren Konzerne tendenziell stärker in Bereichen mit niedrigem TOBIN-Q, was auf Überinvestitionen schließen lässt. Gleichzeitig findet eine Subventionierung unprofitabler Geschäftsfelder statt, die bei verbundener Diversifikation geringer ausfällt.<sup>105</sup> In der bereits beschriebenen Studie von LAMONT lässt der überproportional starke Rückgang der Investitionen in den Nicht-Ölsegmenten auf eine vorherige Subventionierung dieser Bereiche schließen, die als Folge der plötzlichen Mittelknappheit eingestellt wurde.<sup>106</sup> Dies impliziert

---

<sup>100</sup> Vgl. Graham/Lemmon/Wolf (2000), S. 696 sowie Campa/Kedia (2002), S. 1732.

<sup>101</sup> Vgl. Campa/Kedia (2002), S. 1733.

<sup>102</sup> Vgl. Villalonga (2004), S. 6 und S. 21.

<sup>103</sup> Vgl. Inderst/Müller (2003), S. 1034 f. sowie Hege/Ambrus-Lakatos (2002), S. 3, die aber auch für besonders schlechte Unternehmen eine Tendenz zur Selbstständigkeit erkennen.

<sup>104</sup> Der durchschnittliche Wertverlust durch die Kreuzsubventionierung beläuft sich nach ihrer Studie auf ca. 3% des Unternehmenswerts; vgl. Berger/Ofek (1995), S. 57.

<sup>105</sup> Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 55-57 sowie Lamont (1997), S. 100.

<sup>106</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 102 f. SCHNURE hingegen widerspricht der Darstellung einer plötzlichen Mittelknappheit und zeigt, dass auch nach dem Ölpreisschock keine Cashflowbeschränkung vorlag; vgl. Schnure (1997), S. 9.

weiter, dass die Subventionierung vorher ineffizient gewesen sein dürfte.<sup>107</sup> In einem effizienten Internen Kapitalmarkt sollten die Investitionen der Bereiche mit den besten Investitionsmöglichkeiten relativ unabhängig von den Cashflow-Schwankungen des Konzerns sein, während die (residualen) Bereiche mit den schlechtesten Projekten die größten Schwankungen aufweisen sollten. Nach SHIN/STULZ verfolgen diversifizierte Konzerne aber eine starre Investitionsregel.<sup>108</sup> Demnach verteilen Konzerne ihre Ressourcen relativ gleichmäßig auf alle Bereiche, was einem „Sozialismus“ der Geschäftsfelder gleichkommt. RAJAN/SERVAES/ZINGALES zeigen, dass diversifizierte Konzerne ihren weniger profitableren Bereichen im Vergleich zu unabhängigen Unternehmen mehr Ressourcen zuweisen, während ihre Segmenten mit guten Investitionsmöglichkeiten vergleichsweise weniger Kapital erhalten.<sup>109</sup> Das Ausmaß dieser ineffizienten Kapitaltransfers steigt mit dem Grad an Diversifizierung des Konzerns.<sup>110</sup> Dieses sozialistische Allokationsmuster kann auch SCHARFSTEIN nachweisen. In seiner Untersuchung investieren diversifizierte Konglomerate generell 0,6% mehr als unabhängige Firmen. Dieser Wert wird allerdings durch die Bereiche mit unterdurchschnittlichen Investitionsmöglichkeiten getrieben, da die überdurchschnittlich profitablen Segmente in ihrem Investitionsverhalten ihren unabhängigen Pendanten entsprechen.<sup>111</sup> Dabei identifiziert SCHARFSTEIN Agency-Probleme als Ursache für die ineffizienten Transfers: Höhere Eigenkapitalbeteiligungen und damit stärkere Anreize für eine effiziente Kapitalallokation der Manager führen zu signifikant geringeren Überinvestitionen.<sup>112</sup> Übereinstimmend damit weist BECKMANN nach, dass auch in Deutschland über 50% aller Kapitaltransfers ineffizient sind.<sup>113</sup> GERTNER/POWERS/SCHARFSTEIN untersuchen die Frage nach der Effizienz der Kapitaltransfers durch die Beobachtung des Investitionsverhaltens eines Geschäftsbereichs vor und nach dessen Spin-Off von der Muttergesellschaft.<sup>114</sup> Demnach reagiert das Investi-

---

<sup>107</sup> Diese Aussage ist in der Literatur allerdings umstritten; vgl. Gertner/Powers/Scharfstein (2002), S. 2480.

<sup>108</sup> Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 533 und S. 544.

<sup>109</sup> Vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 59.

<sup>110</sup> Vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 61-64.

<sup>111</sup> Vgl. Scharfstein (1998), S. 12.

<sup>112</sup> Dieses Ergebnis stützt die Modellaussagen von Scharfstein/Stein (2000), da dort nur bei einer „Bezahlung“ der schlechteren Bereichsleiter mit Kapital anstatt mit Gehalt zu einer Verzerrung der Kapitalallokation führt; vgl. Scharfstein (1998), S. 16 f.

<sup>113</sup> Vgl. Beckmann (2006), S. 152.

<sup>114</sup> Der Vorteil einer Betrachtung von Spin-Offs liegt in der Zahlungsneutralität dieses Vorgangs, da lediglich die Anteile an einer bisher nicht notierten Gesellschaft auf die Anteilseigner der Muttergesellschaft verteilt werden. Ein möglicher Nachteil liegt allerdings in einer potenziellen Verzerrung der Aussagen, da gerade eine besonders starke Ineffizienz in der internen Kapitalallokation ausschlaggebend für den Spin-Off sein könnten. Demnach wären die Ergebnisse überzogen; vgl. Gertner/Powers/Scharfstein (2002), S. 2481 f.

onsverhalten der verselbstständigten Geschäftsbereiche nach dem Spin-Off deutlich sensitiver auf die bestehenden Investitionsmöglichkeiten (wiederum gemessen als TOBIN-Q) als vorher. Dies äußert sich in rückläufigen Investitionen der unprofitableren Geschäftsfelder und steigenden Investitionen der besseren Bereiche.<sup>115</sup> Die vorherige interne Kapitalallokation muss also ineffizient gewesen sein.

Es gibt allerdings auch eine Reihe von Studien, die zum gegenteiligen Ergebnis gelangen. So zeigen etwa HOUSTON/JAMES/MARCUS, dass das Kreditvergabeverhalten der von ihnen untersuchten Konzernbanken zu einer Strategie des Winner Picking passt.<sup>116</sup> KHANNA/TICE untersuchten das Verhalten von unabhängigen Diskont-Einzelhändlern und den Niedrigpreissparten von Einzelhandelskonzernen als Reaktion auf einen Eintritt von Wal-Mart in ihren Markt. In ihrer Studie sind die konzernierten Divisionen bereits vor dem Eintritt des neuen Konkurrenten produktiver (gemessen als Diskont-Umsatz pro Quadratmeter Verkaufsfläche).<sup>117</sup> Für den Fall eines Verbleibs im Markt investieren die diversifizierten Geschäftsbereiche außerdem mehr als ihre unabhängigen Konkurrenten. Wegen ihrer höheren Produktivität ist dieses Verhalten effizient.<sup>118</sup> Offensichtlich findet in den verbunden diversifizierten Konzernen ein Winner Picking statt. Effiziente Interne Kapitalmärkte beobachten auch MAKSIMOVIC/PHILLIPS. Dabei weisen die produktivsten Segmente der untersuchten Konzerne ein höheres Wachstum auf als die vergleichsweise unproduktiveren Geschäftsfelder und werden dadurch zugleich größer.<sup>119</sup> Die hohe Wachstumsrate stellt aber gleichzeitig hohe Opportunitätskosten für eine mögliche diversifizierende Expansion dar. Ein Unternehmen wird demnach nur dann in ein neues Geschäftsfeld vorstoßen, wenn seine Wachstumsaussichten in seinem alten Markt an eine Grenze stoßen.<sup>120</sup> Dies lässt vergleichsweise höhere Investitionen in den produktiveren Segmenten effizient erscheinen. Das von MAKSIMOVIC/PHILLIPS gefundene Investitionsmuster deckt diese Aussage.<sup>121</sup> BILLET/MAUER untersuchen schließlich den Zusammenhang zwischen dem Wert eines Internen Kapitalmarkts und dem Wert des zugehörigen Konzerns. Dabei kommen sie zu dem Schluss, dass eine Beziehung dieser Größen nur bei Finanzierungsbeschränkungen auf Ebene der Geschäftsfelder entsteht: Effiziente Transfers

---

<sup>115</sup> Vgl. Gertner/Powers/Scharfstein (2002), S. 2482.

<sup>116</sup> Vgl. Houston/James/Marcus (1997), S. 159 f.

<sup>117</sup> Vgl. Khanna/Tice (2001), S. 1491.

<sup>118</sup> Vgl. Khanna/Tice (2001), S. 1502.

<sup>119</sup> Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 745 f.

<sup>120</sup> Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 723.

<sup>121</sup> Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 724 und S. 755.

hin zu überdurchschnittlich rentablen und zugleich finanzierungsbeschränkten Einheiten erhöhen den Unternehmenswert, ineffiziente Transfers hin zu Bereichen mit geringen Rentabilitätsaussichten reduzieren ihn.<sup>122</sup> Dieses Ergebnis spricht für Effizienzvorteile Interner Kapitalmärkte durch die Aufhebung von Finanzierungsbeschränkungen.<sup>123</sup> Allerdings können BILLET/MAUER auch eine Unternehmenswertsteigerung durch Subventionierung kleiner Bereiche mit nur geringen Rentabilitätsaussichten beobachten. Dies spricht zwar gegen effiziente interne Kapitalallokation, stützt aber zugleich die These von RAJAN/SERVAES/ZINGALES, nach der die Bereichsmanager kleiner unprofitabler Segmente durch eine Homogenisierung der Geschäftsfelder zu effizienten Investitionen bewegt werden.<sup>124</sup>

#### **4. Würdigung der Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte**

Die Frage nach der Effizienz Interner Kapitalmärkte wurde mittlerweile von einer Vielzahl von theoretischen und empirischen Untersuchungen angegangen. Da interne Kapitaltransfers grundsätzlich nur dann vorteilhaft sein können, wenn der externe Kapitalmarkt Ineffizienzen aufweist, wird dessen Entwicklungsgrad zu einer Determinante der Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte.<sup>125</sup> Je vollkommener der externe Kapitalmarkt ist und je wirksamer das jeweilige Corporate Governance-System funktioniert, desto geringer wird der Spielraum für Effizienzsteigerungen durch eine Verlagerung der Kapitalallokation in einen Konzernverbund. Insofern kann die Bildung großer Konglomerate in den 1960er Jahren in Verbindung mit der anschließenden Auflösung dieser Verbundstrukturen ein empirischer Hinweis auf diesen Zusammenhang sein.<sup>126</sup> Konglomerate sollten demnach in Entwicklungsländern einen höheren Stellenwert aufweisen als in Industrienationen.<sup>127</sup> Ansonsten zeichnet sich aber noch ein recht heterogenes Bild ab. Theoretisch wird der große Vorteil Interner Kapitalmärkte in einer aktiven konzernweiten Ressourcenumverteilung (smarter-money-effect) und in einer vergrößerten Kreditkapazität (more-money-effect) gesehen, während die Hauptnachteile in einer Überinvestitionsproblematik und einer verschlechterten Anreizsituation auf Geschäftsfeldebene lie-

---

<sup>122</sup> Vgl. Billet/Mauer (2003), S. 1169 f.

<sup>123</sup> Vgl. Deloof (1998), S. 955 und Billet/Mauer (2003), S. 1188.

<sup>124</sup> Vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 38 sowie Billet/Mauer (2003), S. 1170.

<sup>125</sup> Vgl. Hubbard/Palia (1999), S. 1134. Tatsächlich werden diversifizierte Konzerne in Ländern mit weniger entwickelten Kapitalmärkten vergleichsweise höher bewertet als in Industrienationen; vgl. Khanna/Palepu (2000), S. 869 sowie Fauver/Houston/Naranjo (2003), S. 138. Allerdings weisen LINS/SERVAES auch in Emerging Markets einen Diversifikationsabschlag nach; vgl. Lins/Servaes (2002), S. 28.

<sup>126</sup> Vgl. Hubbard/Palia (1999), S. 1133.

<sup>127</sup> Eine empirische Bestätigung dafür könnte die unterschiedliche Höhe der Diversifikationsabschläge in den Studien von BERGER/OFEK (in Industrieländern: 15%) und LINS/SERVAES (in Emerging Markets: 7%) sein.

gen.<sup>128</sup> Dabei bleibt zunächst aber unklar, wie ein effizienter Interner Kapitalmarkt überhaupt zu definieren ist und welche Verhaltensmuster daraus abgeleitet werden können.<sup>129</sup> Je nach Fokus der Untersuchung erscheint ein anderes Allokationsschema als wertsteigernd. Interessant erscheint dabei die Unterscheidung zwischen multidivisionalen Unternehmen und Konzern-Gruppen. Während bei ersteren die Geschäftsfelder nicht rechtsfähig sind und daher nicht am externen Kapitalmarkt auftreten können, sind die Töchter eines Konzerns rechtlich selbstständig. Sie können daher zusätzlich zu den intern erhaltenen Mitteln auch auf den externen Kapitalmarkt zugreifen. In diesem Fall müssen aber weitergehende Effekte der Finanzierungsbeziehungen auf der Ebene der Tochterunternehmen berücksichtigt werden. CESTONE/FUMAGALLI zeigen, dass wegen den dadurch entstehenden Agency-Problemen auch eine sozialistische Kapitalallokation effizient sein kann.<sup>130</sup> Ferner bildet die rechtliche Selbstständigkeit von Tochterunternehmen eine Grenze für die Flexibilität konzerninterner Kapitaltransfers, die bei einem multidivisionalen Unternehmen mit nicht rechtsfähigen Segmenten nicht besteht.<sup>131</sup> Während theoretisch fast ausschließlich multidivisionale Unternehmen untersucht wurden, verwendete die empirische Forschung hauptsächlich Konzern-Strukturen. Diese Diskrepanz könnte möglicherweise einen Teil der Widersprüchlichkeit der Ergebnisse erklären. Weitere Forschung in diese Richtung ist allerdings notwendig. Empirisch kann lediglich die Existenz konzerninterner Kapitaltransfers als gesichert gelten. Ob diese im Durchschnitt aber wertsteigernd sind kann zum heutigen Stand nicht sicher gesagt werden. Klar scheint aber, dass Ineffizienzen nur durch eine Umverteilung von den besseren zu den schlechteren Segmenten auftreten. Eine übermäßige Allokationsverzerrung in Richtung der besseren Geschäftsfelder konnte nicht dokumentiert werden.<sup>132</sup> Dabei ist es vor allem die Mehrdeutigkeit der verwendeten Informationen, die eine kritische Hinterfragung der Studienergebnisse notwendig machen. So ist die Abgrenzung von Segmenten der Konzernberichterstattung trotz des vorherrschenden Management Approachs nicht zwingend identisch mit der wirtschaftlich

---

<sup>128</sup> Vgl. Stein (2003), S. 138-141.

<sup>129</sup> MATSUSAKA/NANDA zeigen einen effizienten Kapitalmarkt, in dem die Allokationsentscheidungen nicht mit typischerweise als effizient angesehenen Transfermustern übereinstimmen müssen; vgl. Matsusaka/Nanda (2002), S. 178. Analog dazu kommen CESTONE/FUMAGALLI zu dem Ergebnis, dass ein sozialistisches Allokationsverhalten effizient sein kann – eine Aussage, die der traditionellen Effizienzhypothese des Winner Pickings entgegenläuft; vgl. Cestone/Fumagalli (2005), S. 194. MAKSIMOVIC/PHILLIPS belegen, dass die effiziente Reaktion auf einen positiven Nachfrageschock nicht zwangsläufig in einer Ausweitung der Investitionstätigkeit bestehen muss; vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 723.

<sup>130</sup> Vgl. Cestone/Fumagalli (2005), S. 199 f.

<sup>131</sup> Vgl. Triantis (2004), S. 1107.

<sup>132</sup> Vgl. Stein (2003), S. 150.

relevanten Abgrenzung,<sup>133</sup> während zugleich eine relativ hohe „künstlerische Freiheit“ des Rechnungslegenden besteht.<sup>134</sup> Die alternative Verwendung von Spin-Offs als Untersuchungsgegenstand könnte dagegen verzerrt sein, da vor allem die Bereiche mit besonders ineffizienten Kapitalallokationen ausgegliedert werden.<sup>135</sup> Weitere methodische Schwierigkeiten werden bei der Verwendung des TOBIN-Q als Maß für die Investitionsmöglichkeiten eines Unternehmens<sup>136</sup> und in einer Verzerrung der Ergebnisse durch eine Selbstselektion der Konzernunternehmen gesehen. Die Diversifikationsentscheidung ist demnach eine endogene Variable, die durch die jeweiligen Unternehmenscharakteristika beeinflusst wird.<sup>137</sup>

Ein eindeutiges Ergebnis der bisherigen Forschung ist es, dass die Ressourcenausstattung des Konzerns den Wertbeitrag Interner Kapitalmärkte beeinflusst. So kann Winner Picking nur dann Wert schaffen, wenn aufgrund von Finanzierungsrestriktionen nicht alle konzernweit wünschenswerten Projekte realisiert werden können.<sup>138</sup> Problematisch ist aber die empirische Messung von Finanzierungsbeschränkungen.<sup>139</sup> Ein weiterer interessanter Punkt ist die Unterscheidung verschiedener Diversifikationsrichtungen. So ermöglicht die Studie von KHANNA/TICE die gezielte Untersuchung der Vorteilhaftigkeit verbundener Diversifizierung, während die übrigen beschriebenen Studien nicht zwischen verbundener und unverbundener Diversifikation unterscheiden. Berücksichtigt man diese Trennung, so ergibt sich ein differenzierteres Bild: Winner Picking kann offensichtlich nur in einem Konzern mit klarem Fokus auf eine bestimmte Kernkompetenz erfolgen. Hier sind die Schätzfehler im Rahmen einer Cashflowprognose zwischen den Bereichen stärker korreliert, was eine relative Vorteilhaftigkeitsschätzung erleichtert.<sup>140</sup> Zusätzlich erscheint es zumindest plausibel, dass die Informationsasymmetrien zwischen Bereichsmanagement und Konzernleitung in fokussierten Konzernen geringer als in unverbunden diversifizierten Konzernen sind. Dadurch kann die Zentrale alle ihre Geschäftsbereiche verstehen und überwachen. Dies hat zur Folge, dass die Agency-Probleme in Form von Rent-Seeking-Aktivitäten geringer sind, da die Konzernleitung die

---

<sup>133</sup> Vgl. Gertner/Powers/Scharfstein (2002), S. 2481.

<sup>134</sup> Vgl. Wagner (2001), S. 20-22.

<sup>135</sup> Vgl. Gertner/Powers/Scharfstein (2002), S. 2482.

<sup>136</sup> Vgl. Whited (2001), S. 1667 f. Die Problematik der Messung marktorientierter Produktivitäts- und Rentabilitätsmaße auf Divisionsebene diskutiert Wagner (2001), S. 25-27.

<sup>137</sup> Vgl. Chevalier (2000), S. 5.

<sup>138</sup> Vgl. Billet/Mauer (2003), S. 1169 f.

<sup>139</sup> Vgl. Wagner (2001), S. 25.

<sup>140</sup> Vgl. Stein (1997), S. 126.

Handlungen ihrer Bereichsleiter besser durchschaut.<sup>141</sup> Ein weiterer Vorteil verbundener Diversifikation liegt in geringeren Möglichkeiten der Bereichsmanager, sich durch den Aufbau von spezifischem Wissen unentbehrlich zu machen. Einerseits gibt es im Konzern andere Manager, die über vergleichbare Kenntnisse verfügen, andererseits kann durch Job-Rotation eine Verschanzung der Bereichsleiter unterbunden werden. Der Tausch von Arbeitsplätzen macht aber nur in thematisch ähnlichen Bereichen, d. h. bei verbundener Diversifikation Sinn. Unverbundene Diversifikation führt dagegen zu Ineffizienzen. Eine starke Unterschiedlichkeit der Geschäftsbereiche hinsichtlich ihrer Investitionsmöglichkeiten<sup>142</sup> oder Einflussmacht<sup>143</sup> führen zu Fehlallokationen. Fraglich ist dabei allerdings, wie (un)verbundene Diversifikation zu definieren ist. Die üblichen Maße wie Anzahl der Segmente, Benennung von Segmenten oder Branchengruppierungen nach dem Standard Industrial Classification (SIC)-Code können die genauen Zusammenhänge der verschiedenen Geschäftsbereiche eines Konzerns häufig nicht adäquat abbilden.<sup>144</sup> Obwohl sich aus der Forschung zur Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte so mittlerweile erste Erkenntnisse herauskristallisieren, ergibt sich immer noch kein einheitliches Bild. Insbesondere die methodischen Schwierigkeiten bei der Messung von Kapitaltransfers und die Abhängigkeit vieler Modellergebnisse von bestimmten Parameterkonstellationen zeigen die Notwendigkeit weiterer Forschung. Zudem wirken die bestehenden Ansätze nach wie vor sehr fragmentiert, so dass sich insgesamt eher ein Sammelsurium von Mosaiksteinen als ein fertiges Bild ergibt. Die Analyse der Vorteilhaftigkeit Interner Kapitalmärkte bietet somit auch in Zukunft noch genügend Platz für weitere Forschung.

---

<sup>141</sup> Vgl. Khanna/Tice (2001), S. 1492.

<sup>142</sup> Vgl. Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 38 sowie Inderst/Laux (2005), S. 216.

<sup>143</sup> Vgl. Wulf (2005), S. 5 f.

<sup>144</sup> Vgl. Wagner (2001), S. 24 f.

## 5. Literaturhinweise

- Andrade, Gregor / Mitchell, Mark / Stafford, Erik (2001): New Evidence and Perspectives on Mergers, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, S. 103-120.
- Beckmann, Philip (2006): *Der Diversification Discount am deutschen Kapitalmarkt: Eine empirische Untersuchung des Bewertungsunterschieds zwischen fokussierten und diversifizierten Unternehmen und seiner Einflussfaktoren*, Wiesbaden.
- Berger, Philip G. / Ofek, Eli (1995): Diversification's effect on firm value, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, No. 1, S. 39-65.
- Bernardo, Antonio E. / Luo, Jiang / Wang, James J. D. (2006): A Theory of Socialistic Internal Capital Markets, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 3, S. 485-509.
- Billet, Matthew T. / Mauer, David C. (2000): Diversification and the value of internal capital markets: The case of tracking stock, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 24, No. 9, S. 1457-1490.
- Billet, Matthew T. / Mauer, David C. (2003): Cross-Subsidies, External Financing Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value, in: *Review of Financial Studies*, Vol. 16, No. 4, S. 1167-1201.
- Brusco, Sandro / Panunzi, Fausto (2005): Reallocation of corporate resources and managerial incentives in internal capital markets, in: *European Economic Review*, Vol. 49, No. 3, S. 659-681.
- Campa, Jose Manuel / Kedia, Simi (2002): Explaining the Diversification Discount, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, S. 1731-1762.
- Campello, Murillo (2002): Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, S. 2773-2805.
- Cestone, Giacinta / Fumagalli, Chiara (2001): *Internal Capital Markets, Cross-Subsidization and Product Market Competition*, Discussion Paper No. 2935, Centre for Economic Policy Research.
- Cestone, Giacinta / Fumagalli, Chiara (2005): The strategic impact of resource flexibility in business groups, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 36, No. 1, S. 193-214.
- Chevalier, Judith A. (2000): *Why do firms undertake diversifying mergers? An analysis of the investment policies of merging firms*, Working Paper, University of Chicago.
- Deloof, Marc (1998): Internal Capital Markets, Bank Borrowing, and Financing Constraints: Evidence from Belgian Firms, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, No. 7/8, S. 945-968.
- De Motta, Alfonso (2003): Managerial Incentives and Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, S. 1193-1220.
- Fauver, Larry / Houston, Joel / Naranjo, Andy (2003): Capital Market Development, International Integration, Legal Systems, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, S. 135-157.
- Gertner, Robert H. / Scharfstein, David S. / Stein, Jeremy C. (1994): Internal Versus External Capital Markets, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, S. 1211-1230.

- Gertner, Robert H./ Powers, Eric / Scharfstein, David S. (2002): Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, S. 2479-2506.
- Grossman, Sanford J. / Hart, Oliver D. (1986): The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 4, S. 691-719.
- Hart, Oliver (1995): *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford.
- Hege, Ulrich / Ambrus-Lakatos, Loránd (2002): *Internal Capital Markets: The Insurance-Contagion Trade-off*, Working Paper.
- Henderson, Bruce D. (1998): The Product Portfolio, in: Stern, Carl W. / Stalk Jr., George (Hrsg.): *Perspectives on Strategy*, New York et al.
- Houston, Joel / James, Christopher / Marcus, David (1997): Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, No. 2, S. 135-164.
- Hubbard, R. Glenn / Palia, Darius (1999): A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View, in: *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 3, S. 1131-1152.
- Hyland, David C. / J. David Diltz (2002): Why Firms Diversify: An Empirical Examination, in: *Financial Management*, Spring, S. 51-81.
- Inderst, Roman / Laux, Christian (2005): Incentives in internal capital markets: capital constraints, competition, and investment opportunities, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 36, No. 1, S. 215-228.
- Inderst, Roman / Müller, Holger M. (2003): Internal versus External Financing: An Optimal Contracting Approach, in: *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, S. 1033-1062.
- Jansen, Stephan A. (2001): *Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen*, 4. Aufl., Wiesbaden.
- Jensen, Michael C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *The American Economic Review*, 76. Jg., S. 323-329.
- Jensen, Michael C. / Ruback, Richard S. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 5-50.
- Khanna, Naveen / Tice, Sheri (2001): The Bright Side of Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, S. 1489-1528.
- Khanna, Tarun / Palepu, Krishna (2000): Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, S. 867-891.
- Lamont, Owen (1997): Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, S. 83-109.
- Lang, Larry H. P. / Stulz, René M. (1994): Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6, S. 1248-1280.
- Liebeskind, Julia Porter (2000): Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements, in: *Organization Science*, Vol. 11, No. 1, S. 58-76.
- Lins, Karl V. / Servaes, Henri (1999): International Evidence on the Value of Corporate Diversification, in: *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, S. 2215-2239.

- Lins, Karl V. / Servaes, Henri (2002): Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?, in: *Financial Management*, Summer, S. 5-31.
- Löffler, Eugen (1991): *Der Konzern als Finanzintermediär*, Wiesbaden.
- Maksimovic, Vojislav / Phillips, Gordon (2002): Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 2, S. 721-767.
- Matusaka, John G. / Nanda, Vikram (2002): Internal Capital Markets and Corporate Refocusing, in: *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 2, S. 176-211.
- Meyer, Margaret / Milgrom, Paul / Roberts, John (1992): Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, in: *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 1, No. 1, S. 9-35.
- Rajan, Raghuram / Servaes, Henri / Zingales, Luigi (2000): The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, S. 35-80.
- Scharfstein, David S. (1998): The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates, NBER Working Paper 6352.
- Scharfstein, David S. / Stein, Jeremy C. (2000): The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, S. 2537-2564.
- Schnure, Calvin (1997): Internal Capital Markets and Investment: Do the Cash Flow Constraints Really Bind?, Finance and Economics Discussion Series 1997-39, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Servaes, Henri (1996): The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave, in: *Journal of Finance*, Vol. 51, No. 4, S. 1201-1225.
- Shin, Hyun-Han / Stulz, René M. (1998): Are Internal Capital Markets Efficient? in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 2, S. 531-552.
- Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W. (1989): Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, S. 123-139.
- Stein, Jeremy C. (1997): Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, S. 111-133.
- Stein, Jeremy C. (2002): Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms, in: *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, S. 1891-1921.
- Stein, Jeremy C. (2003): Agency, Information and Corporate Investment, in: Constantinides, George/ Harris, Milton/ Stulz, Rene (Hrsg.): *Handbook of the Economics of Finance*, Bd. 1,B, Amsterdam.
- Stiglitz, Joseph E. / Weiss, Andrew (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, S. 393-410.
- Triantis, George G. (2004): Organizations as Internal Capital Markets: The Legal Boundaries of Firms, Collateral, and Trusts in Commercial and Charitable Enterprises, in: *Harvard Law Review*, Vol. 117, No. X, S. 1103-1162.
- Villalonga, Belén (2004): Does Diversification Cause the „Diversification Discount“?, in: *Financial Management*, Vol. 33, No. 2, Summer, S. 5-27.

- Wagner, Hannes F. (2001): Der Wert interner Kapitalmärkte – empirische Überprüfung theoretischer Ansätze, in: Münchener betriebswirtschaftliche Beiträge, Ludwig-Maximilian-Universität München.
- Whited, Toni M. (2001): Is It Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount? in: Journal of Finance, Vol. 56, No. 5, S. 1667-1691.
- Williamson, Oliver E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York, London.
- Wirtz, Bernd W. (2003): Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Wiesbaden.
- Wulf, Julie (2005): Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Zwiebel, Jeffrey (1996): Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment, in: The American Economic Review, 86. Jg., S. 1197-1215.