

# **Finanzcontrolling**

Eine verhaltensorientierte Analyse der Rationalitätsdefizite und  
Rationalitätssicherung im Finanzmanagement

Inauguraldissertation zur Erlangung des akademischen Grades  
Doctor rerum politicarum (Dr. rer. pol.)  
an der WHU – Otto Beisheim School of Management

Verfasser:  
Dipl.-Wirtsch.-Ing. Roman Müller  
Grunerstraße 60a  
40239 Düsseldorf

Erstbetreuer:  
Prof. Dr. Dr. h. c. Jürgen Weber

Zweitbetreuer:  
Prof. Dr. Markus Rudolf

---

## Inhaltsübersicht

INHALTSÜBERSICHT .....	I
INHALTSVERZEICHNIS .....	II
ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	VII
<b>1. EINLEITUNG .....</b>	<b>1</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG UND RELEVANZ DER UNTERSUCHUNG .....	1
1.2 STAND DER FORSCHUNG .....	4
1.3 ZIELSETZUNG DER UNTERSUCHUNG .....	9
1.4 AUFBAU DER UNTERSUCHUNG .....	14
<b>2. GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG .....</b>	<b>17</b>
2.1 KONKRETISIERUNG DES RATIONALITÄTSVERSTÄNDNISSES .....	17
2.2 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSES ZUM CONTROLLING .....	21
2.3 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSES ZUM FINANZMANAGEMENT .....	31
2.4 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSES ZUM FINANZCONTROLLING .....	44
2.5 ABLEITUNG DES FORSCHUNGSMETHODISCHEN VORGEHENS .....	46
<b>3. RATIONALITÄTSDEFIZITE IM FINANZMANAGEMENT .....</b>	<b>54</b>
3.1 GRUNDLEGENDE FORMEN DER URSACHEN VON RATIONALITÄTSDEFIZITEN .....	54
3.2 RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IN DEN VERSCHIEDENEN AUFGABENBEREICHEN DES FINANZMANAGEMENTS .....	77
<b>4. RATIONALITÄTSSICHERUNG IM FINANZMANAGEMENT .....</b>	<b>228</b>
4.1 ZIELSETZUNG DES FINANZCONTROLLINGS .....	228
4.2 GRUNDLEGENDE FORMEN DER RATIONALITÄTSSICHERUNG .....	232
4.3 AUFGABEN UND INSTRUMENTE DES FINANZCONTROLLINGS IN DEN VERSCHIEDENEN AUFGABENBEREICHEN DES FINANZMANAGEMENTS .....	246
<b>5. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK .....</b>	<b>320</b>
5.1 ZENTRALE FORSCHUNGSERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG .....	320
5.2 GRENZEN DER UNTERSUCHUNG UND AUSBLICK AUF WEITEREN FORSCHUNGSBEDARF .....	331
<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>335</b>

---

## Inhaltsverzeichnis

INHALTSÜBERSICHT .....	I
INHALTSVERZEICHNIS .....	II
ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....	VII
<b>1. EINLEITUNG .....</b>	<b>1</b>
1.1 PROBLEMSTELLUNG UND RELEVANZ DER UNTERSUCHUNG.....	1
1.2 STAND DER FORSCHUNG .....	4
1.3 ZIELSETZUNG DER UNTERSUCHUNG.....	9
1.4 AUFBAU DER UNTERSUCHUNG .....	14
<b>2. GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG .....</b>	<b>17</b>
2.1 KONKRETISIERUNG DES RATIONALITÄTSVERSTÄNDNISSSES .....	17
2.2 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSSES ZUM CONTROLLING.....	21
2.2.1 RATIONALITÄTSOBJEKT .....	24
2.2.2 RATIONALITÄTSSUBJEKT.....	27
2.2.3 RATIONALITÄTSGRAD .....	29
2.3 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSSES ZUM FINANZMANAGEMENT.....	31
2.3.1 EINTEILUNG DES AUFGABENSPEKTRUMS IM FINANZMANAGEMENT .....	31
2.3.2 FINANZIERUNGSTHEORETISCHE GRUNDLAGEN DER RATIONALITÄTSDEFIZITE UND DER RATIONALITÄTSSICHERUNG IM FINANZMANAGEMENT .....	35
2.4 KONKRETISIERUNG DES VERSTÄNDNISSSES ZUM FINANZCONTROLLING .....	44
2.5 ABLEITUNG DES FORSCHUNGSMETHODISCHEN VORGEHENS.....	46
2.5.1 METHODOLOGISCH-INDIVIDUALISTISCHE FORSCHUNGSMETHODE .....	46
2.5.2 METHODE DER ABNEHMENDEN ABSTRAKTION ZUR KONTROLLIERTEN INTEGRATION VERHALTENSWISSENSCHAFTLICHER ERKENTNISSE (RREEMM-MODELL) .....	49
<b>3. RATIONALITÄTSDEFIZITE IM FINANZMANAGEMENT.....</b>	<b>54</b>
3.1 GRUNDLEGENDE FORMEN DER URSACHEN VON RATIONALITÄTSDEFIZITEN.....	54
3.1.1 RATIONALITÄTSDEFIZITE AUFGRUND EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS (KERN DES RREEMM-MODELLS).....	55
3.1.2 RATIONALITÄTSDEFIZITE AUFGRUND KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN (ERWEITERUNGEN DES RREEMM-MODELLS).....	58
3.2 RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IN DEN VERSCHIEDENEN AUFGABENBEREICHEN DES FINANZMANAGEMENTS.....	77
3.2.1 AUFGABENBEREICH ANLAGEMANAGEMENT.....	78
3.2.1.1 ÜBERBLICK ÜBER DIE IM ANLAGEMANAGEMENT WAHRZUNEHMENDEN AUFGABEN .....	78
3.2.1.2 RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER AUFGABENWAHRNEHMUNG IM ANLAGEMANAGEMENT.....	82
3.2.1.2.1 RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG ÜBERGREIFENDER AUFGABEN DES ANLAGEMANAGEMENTS .....	82

3.2.1.2.1.1	ÜBERINVESTITION .....	82
3.2.1.2.1.2	UNANGEMESSENE BEVORZUGUNG VON FINANZ- GEGENÜBER REALINVESTITIONEN.....	91
3.2.1.2.1.3	UNANGEMESSENE FRISTIGKEIT VON INVESTITIONEN.....	94
3.2.1.2.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER REALINVESTITIONEN .....	97
3.2.1.2.2.1	VERNACHLÄSSIGUNG DER KAPITALWERTMETHODE ZUR BEURTEILUNG VON REALINVESTITIONEN.....	97
3.2.1.2.2.2	FEHLERHAFT ANWENDUNG DER KAPITALWERTMETHODE ZUR BEURTEILUNG VON REALINVESTITIONEN.....	103
3.2.1.2.3	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER FINANZINVESTITIONEN .....	107
3.2.1.2.3.1	UNANGEMESSENE HALTEDAUER VON FINANZTITELN .....	107
3.2.1.2.3.2	ÜBERMÄßIGE ANZAHL GETÄTIGTER KAUF- UND VERKAUFSTRANSAKTIONEN VON FINANZTITELN.....	112
3.2.1.2.3.3	MISSACHTUNG GELTENDER GRUNDSÄTZE AUF FINANZ- UND KAPITALMÄRKTEN .....	115
3.2.2	AUFGABENBEREICH BESCHAFFUNGSMANAGEMENT.....	119
3.2.2.1	ÜBERBLICK ÜBER DIE IM BESCHAFFUNGSMANAGEMENT WAHRZUNEHMENDEN AUFGABEN .....	119
3.2.2.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER AUFGABENWAHRNEHMUNG IM BESCHAFFUNGSMANAGEMENT .....	124
3.2.2.2.1	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG ÜBERGREIFENDER AUFGABEN DES BESCHAFFUNGSMANAGEMENTS .....	124
3.2.2.2.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER INNENFINANZIERUNG .....	130
3.2.2.2.3	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER AUßENFINANZIERUNG .....	135
3.2.2.2.3.1	UNANGEMESSEN KURZFRISTIGE FREMDKAPITALBESCHAFFUNG .....	135
3.2.2.2.3.2	UNANGEMESSENE AUSSCHÖPFUNG DES POTENTIALS DER FREMDKAPITALBESCHAFFUNG.....	139
3.2.2.2.3.3	UNANGEMESSENE AUSSCHÖPFUNG DES POTENTIALS DER EIGENKAPITALBESCHAFFUNG.....	142
3.2.2.2.3.4	FEHLENDE KONTINUITÄT IN DER PFLEGE DER INVESTOR RELATIONS UND DER STEUERUNG DES RATINGURTEILS .....	145
3.2.3	AUFGABENBEREICH FINANZIELLES RISIKOMANAGEMENT.....	149
3.2.3.1	ÜBERBLICK ÜBER DIE IM FINANZIELLEN RISIKOMANAGEMENT WAHRZUNEHMENDEN AUFGABEN .....	149
3.2.3.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER AUFGABENWAHRNEHMUNG IM FINANZIELLEN RISIKOMANAGEMENT .....	161
3.2.3.2.1	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG ÜBERGREIFENDER AUFGABEN DES FINANZIELLEN RISIKOMANAGEMENTS .....	161
3.2.3.2.1.1	UNANGEMESSENE INKAUFNAHME FINANZIELLER RISIKEN.....	161
3.2.3.2.1.2	UNANGEMESSENE VERFOLGUNG VON GEWINNABSICHTEN .....	166
3.2.3.2.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER ERFASSUNG UND BEWERTUNG FINANZIELLER RISIKEN .....	176

3.2.3.2.2.1	VERNACHLÄSSIGUNG DER ERFASSUNG UND BEWERTUNG FINANZIELLER RISIKEN.....	176
3.2.3.2.2.2	FEHLERFASSUNG UND FEHLBEWERTUNG FINANZIELLER RISIKEN .....	181
3.2.3.2.3	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER STEUERUNG UND BEWÄLTIGUNG FINANZIELLER RISIKEN.....	184
3.2.3.2.3.1	UNANGEMESSENE ABSICHERUNG DER UNTERSCHIEDLICHEN EXPOSURE-ARTEN .....	184
3.2.3.2.3.2	VERNACHLÄSSIGUNG RELEVANTER KORRELATIONEN .....	190
3.2.4	AUFGABENBEREICH INTERMEDIATIONSMANAGEMENT .....	196
3.2.4.1	ÜBERBLICK ÜBER DIE IM INTERMEDIATIONSMANAGEMENT WAHRZUNEHMENDEN AUFGABEN .....	196
3.2.4.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER AUFGABENWAHRNEHMUNG IM INTERMEDIATIONSMANAGEMENT .....	204
3.2.4.2.1	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG ÜBERGREIFENDER AUFGABEN DES INTERMEDIATIONSMANAGEMENTS .....	204
3.2.4.2.2	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DES ZAHLUNGSVERKEHRS .....	208
3.2.4.2.3	RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN BEI DER GESTALTUNG DER KURZFRISTIGEN ANLAGE UND AUFNAHME LIQUIDER MITTEL .....	213
3.2.4.2.3.1	ÜBERMÄßIGE DIMENSIONIERUNG DER LIQUIDITÄTSRESERVE .....	213
3.2.4.2.3.2	MISSACHTUNG GELTENDER GRUNDSÄTZE AUF GELDMÄRKTEN .....	218
3.2.5	GESAMTHEITLICHE BETRACHTUNG DER IDENTIFIZIERTEN RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRER URSACHEN IM FINANZMANAGEMENT .....	222
3.2.5.1	GESAMTHEITLICHE BETRACHTUNG DER RATIONALITÄTSDEFIZITE .....	223
3.2.5.2	GESAMTHEITLICHE BETRACHTUNG DER URSACHEN.....	225
<b>4.</b>	<b>RATIONALITÄTSSICHERUNG IM FINANZMANAGEMENT .....</b>	<b>228</b>
4.1	ZIELSETZUNG DES FINANZCONTROLLINGS .....	228
4.2	GRUNDLEGENDE FORMEN DER RATIONALITÄTSSICHERUNG .....	232
4.2.1	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS.....	235
4.2.2	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN .....	237
4.3	AUFGABEN UND INSTRUMENTE DES FINANZCONTROLLINGS IN DEN VERSCHIEDENEN AUFGABENBEREICHEN DES FINANZMANAGEMENTS .....	246
4.3.1	AUFGABENBEREICH ANLAGEMANAGEMENT .....	246
4.3.1.1	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS .....	246
4.3.1.2	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN .....	252
4.3.2	AUFGABENBEREICH BESCHAFFUNGSMANAGEMENT .....	267
4.3.2.1	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS .....	267
4.3.2.2	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN .....	270
4.3.3	AUFGABENBEREICH FINANZIELLES RISIKOMANAGEMENT.....	282

---

4.3.3.1	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS .....	282
4.3.3.2	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN .....	289
4.3.4	AUFGABENBEREICH INTERMEDIATIONS MANAGEMENT .....	303
4.3.4.1	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG EIGENINTERESSIERTEN HANDELNS .....	303
4.3.4.2	RATIONALITÄTSSICHERUNG DURCH DIE ADRESSIERUNG KOGNITIVER BESCHRÄNKUNGEN .....	307
4.3.5	GESAMTHEITLICHE BETRACHTUNG DER RATIONALITÄTSSICHERUNG IM FINANZMANAGEMENT .....	316
<b>5.</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK .....</b>	<b>320</b>
5.1	ZENTRALE FORSCHUNGSERGEBNISSE DER UNTERSUCHUNG .....	320
5.2	GRENZEN DER UNTERSUCHUNG UND AUSBLICK AUF WEITEREN FORSCHUNGSBEDARF .....	331
	<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>335</b>

---

## Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: FOKUSSIERUNG DER UNTERSUCHUNG AUF RELEVANTE RATIONALITÄTSDEFIZITE IM FINANZMANAGEMENT .....	13
ABBILDUNG 2: AUFBAU DER UNTERSUCHUNG .....	16
ABBILDUNG 3: EINTEILUNG DES AUFGABENSPEKTRUMS IM FINANZMANAGEMENT.....	33
ABBILDUNG 4: EINTEILUNG GRUNDLEGENDER FORMEN DER URSACHEN VON RATIONALITÄTSDEFIZITEN .....	77
ABBILDUNG 5: RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IM AUFGABENBEREICH DES ANLAGEMANAGEMENTS .....	119
ABBILDUNG 6: RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IM AUFGABENBEREICH DES BESCHAFFUNGSMANAGEMENTS .....	149
ABBILDUNG 7: RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IM AUFGABENBEREICH DES FINANZIELLEN RISIKOMANAGEMENTS.....	196
ABBILDUNG 8: RATIONALITÄTSDEFIZITE UND IHRE URSACHEN IM AUFGABENBEREICH DES INTERMEDIATIONSMANAGEMENTS.....	222
ABBILDUNG 9: ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN DEN IDENTIFIZIERTEN RATIONALITÄTSDEFIZITEN DER AUFGABENBEREICHE.....	225
ABBILDUNG 10: ZUSAMMENHÄNGE ZWISCHEN DEN FORMEN DER URSACHEN FÜR DIE IDENTIFIZIERTEN RATIONALITÄTSDEFIZITE.....	227
ABBILDUNG 11: EINTEILUNG DER GRUNDLEGENDEN FORMEN DER RATIONALITÄTSSICHERUNG.....	245
ABBILDUNG 12: RATIONALITÄTSSICHERUNG IM AUFGABENBEREICH DES ANLAGEMANAGEMENTS .....	266
ABBILDUNG 13: RATIONALITÄTSSICHERUNG IM AUFGABENBEREICH DES BESCHAFFUNGSMANAGEMENTS .....	281
ABBILDUNG 14: RATIONALITÄTSSICHERUNG IM AUFGABENBEREICH DES FINANZIELLEN RISIKOMANAGEMENTS.....	303
ABBILDUNG 15: RATIONALITÄTSSICHERUNG IM AUFGABENBEREICH DES INTERMEDIATIONSMANAGEMENTS.....	316
ABBILDUNG 16: GESAMTHEITLICHE BETRACHTUNG DER RATIONALITÄTSSICHERUNG IM FINANZMANAGEMENT .....	319

---

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFaR	Cash Flow at Risk
CFO	Chief Financial Officer
c. p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktienindex
d. h.	das heißt
DM	Deutsche Mark
e. g.	exempli gratia (beispielsweise)
et al.	et alii (und andere)
EU	Europäische Union
e. V.	eingetragener Verein
f.	folgende
Hrsg.	Herausgeber
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return (interner Zinsfuß)
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KWG	Kreditwesengesetz
M&A	Mergers & Acquisitions
Mio.	Million(en)
No.	Number (Nummer)
NPV	Net Present Value (Kapitalwert)
Nr.	Nummer
REMM	Resourceful Evaluating Maximizing Man
RREEMM	Resourceful Restricted Evaluating Expecting Maximizing Man
S.	Seite(n)
Sp.	Spalte(n)
TMA	Treasury Management Association
u. a.	und andere
VaR	Value at Risk
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung



# 1. Einleitung

## 1.1 Problemstellung und Relevanz der Untersuchung

Die Bedeutung des Finanzmanagements für Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche<sup>1</sup> ist in den vergangenen Jahren stark gewachsen.<sup>2</sup> Verursacht wird der Bedeutungszuwachs durch veränderte Rahmenbedingungen des Finanzmanagements. Erstens wird Finanz- und Kapitalmärkten im Rahmen einer zunehmend finanzorientierten Unternehmensführung eine höhere Aufmerksamkeit geschenkt, die nicht nur durch die Wertorientierung oder Kapitalmarkt-orientierung, sondern auch durch die zum Teil beträchtlichen Anteile der Finanzergebnisse an den Jahresüberschüssen von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche zum Ausdruck kommt.<sup>3</sup> Zweitens verzichten die Finanzbereiche großer Unternehmen zunehmend auf die Inanspruchnahme der Dienstleistungen von Finanzintermediären (Disintermediation<sup>4</sup>) und konkurrieren sogar mit ihnen, indem sie die von Finanzintermediären fremdzubeziehenden Leistungen<sup>5</sup> eigenständig anbieten.<sup>6</sup> Drittens haben die Einrichtung von Corporate Governance-Strukturen und die Einführung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmens-

---

<sup>1</sup> Zur Finanzdienstleistungsbranche zählen Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften, Investmentfonds oder auch Pensionskassen. Vgl. Bartram (1999), S. 1.

Die Begriffe Finanzmanagement oder auch finanzielle Führung beziehen sich im Folgenden auf Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche und werden synonym zur Bezeichnung Corporate Finance verwendet.

<sup>2</sup> Vgl. Gerke/Bank (2003), S. 39; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 31; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 5. SIEGWART und MAHARI sprechen von einer Aufgabenerweiterung, -intensivierung und -vertiefung im Bereich der finanziellen Unternehmensführung. Vgl. Siegwart/Mahari (1996), S. 101.

<sup>3</sup> Vgl. Perlitz (1988), S. 326; Hagemann (1991b), S. 166; Hommels (1995), S. 17; Schrief (1995), S. 53 f.; Hoefener (2000), S. 2; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 9; Hilpisch (2005), S. 47, sowie Huther (2003), S. 185, der aufzeigt, dass teilweise das Finanzanlagevermögen von Industrie- und Handelsunternehmen die absoluten Volumina großer internationaler Wertpapierfonds übersteigt.

<sup>4</sup> Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 467; Achleitner/Charifzadeh (2002), S. 6.; Shapiro (2002), S. 577; Gerke/Bank (2003), S. 39.

Der Begriff Disintermediation beschreibt die Substitution indirekt, über Finanzintermediäre abgewickelter Finanzierungsprozesse durch direkte Finanzierungsbeziehungen über den Kapitalmarkt. Vgl. Bank (2001), Sp. 845.

<sup>5</sup> Als Intermediationsleistungen von Finanzintermediären werden üblicherweise Informations-, Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformationsleistungen unterschieden. Vgl. Bitz (1989), S. 433 f.; Dahlhausen (1996), S. 5-7. Vgl. ähnlich Gebhardt/Gerke/Steiner (1993), S. 10-12; Rösler (1993), S. 402 f.

<sup>6</sup> Vgl. Schuster (1988), S. 348; Löffler (1991), S. 71; Auernheimer (1994), S. 3 f.; Dahmen/Jacobi/Roßbach (2003), S. 26 f.

Dieses Phänomen wird als Corporate Banking oder auch Inhouse Banking bezeichnet. Hierbei trägt der Finanzbereich eine eigene Gewinnverantwortung und bietet konzerneigenen Unternehmen (und teilweise auch Dritten) komplexe Finanzdienstleistungen vorwiegend in Form von Cash Management-Dienstleistungen an. Vgl. Hagemann (1991a), S. 21; Auernheimer (1994), S. 4; Gerke/Bank (1995), S. 616; Jacob (1996), S. 1; Gerke/Bank (2003), S. 39.

bereich (KonTraG)<sup>7</sup> bewirkt, dass auch das Finanzmanagement zu einer transparenten Abbildung finanzieller Abläufe sowie zu einem adäquaten Management finanzieller Risiken angehalten ist.<sup>8</sup> Schließlich bietet viertens die wachsende Anzahl innovativer Kapital- und Finanzmarktinstrumente in Form von Finanzderivaten oder auch in Form von Instrumenten der Securitization neue Möglichkeiten des Finanzmanagements.<sup>9</sup>

Die genannten Entwicklungen schlagen sich gesamtheitlich in einer steigenden Komplexität und Dynamik der im Finanzmanagement zu bewältigenden Aufgaben nieder<sup>10</sup> und bedingen ein nachhaltig wachsendes Entscheidungsfeld, das vom Finanzmanagement überblickt werden

---

<sup>7</sup> Aktiengesellschaften sind dazu verpflichtet, „ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen frühzeitig erkannt werden“. [§ 91 Abs. 2 AktG]. Vgl. Kropp/Gillenkirch (2004), S. 86; Schmitz/Wehrheim (2006), S. 20 f., sowie detailliert Eggemann/Konradt (2000), S. 503-509.

<sup>8</sup> Vgl. Achleitner/Achleitner (1997), S. 11; Bartram (1999), S. 2; Gebhardt/Mansch (2001), S. 4 f.; Gebhardt/Ruß (1999), S. 70; Hommel/Pritsch (2001b), S. 3; Schäfer (2003), S. 152; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 9; Homburg/Uhrig-Homburg (2004), S. 311; Broll/Wahl (2005), S. 397; Weber/Liekweg (2005), S. 495 f.

Diese Entwicklung wird darüber hinaus durch die Harmonisierung internationaler Rechnungslegungsstandards (vgl. beispielsweise Hus (2005), S. 2) und durch die wachsende Verbreitung von Ratings verstärkt, die ebenfalls eine deutlichere Transparenz und Dokumentation des Unternehmensgeschehens und damit auch der finanzwirtschaftlichen Vorgänge erforderlich machen. Vgl. Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 9.

<sup>9</sup> Vgl. Auernheimer (1994), S. 15; Gerke/Bank (1995), S. 616; Gerke/Bank (2003), S. 39; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 31; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 10.

Diese Entwicklung steht in engem Zusammenhang mit der zunehmenden Deregulierung und Internationalisierung der Kapital- und Finanzmärkte sowie der fortschreitenden Nutzung der Informationstechnologie. Vgl. Auernheimer (1994), S. 13-16; Gerke/Bank (1995), S. 616; Hommels (1995), S. 17; Schrief (1995), S. 42; Gerke/Bank (2003), S. 39; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 31.

Während noch vor rund zwei Jahrzehnten vorwiegend Finanzintermediäre speziell Finanzderivate nutzen, werden sie in zunehmendem Umfang von Unternehmen anderer Branchen, beispielsweise zur Absicherung von Zins-, Währungs- oder auch Rohstoffpreisrisiken, eingesetzt. Vgl. Heidorn/Bruttel (1993), S. 1; Cornford (1996), S. 493; Hofmann/Hofmann (1999), S. 3; Kropp (1999), S. 3 f.; Sperber/Sprink (1999), S. 193; Jorion (2001), S. 11-15; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 88.

Für unterschiedliche empirische Belege des Einsatzes von Finanzderivaten vgl. Bodnar/Hayt/Marston (1998); Howton/Perfect (1998); Bartram (1999), S. 2; Bodnar/Gebhardt (1999); Gebhardt/Ruß (1999); Glaum/Förschle (2000); ISDA (2003); Rettberg (2005); Bartram/Brown/Fehle (2006). Es sei angemerkt, dass Finanzderivate nicht nur zu Sicherungszwecken (dem sogenannten Hedging), sondern auch zu Spekulationszwecken oder auch zur Vereinnahmung von Arbitragegewinnen abgeschlossen werden können. Vgl. Beike/Barckow (2002), S. 10.

Für eine Darstellung innovativer Kapital- und Finanzmarktinstrumente vgl. darüber hinaus Sengera (2001), Sp. 1906; Tebroke (2001), Sp. 813 f.; Weiss (2001), S. 3.

<sup>10</sup> Vgl. Gerke/Bank (1995), S. 616; Ertl (2000), S. 5; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 10.

Während der Begriff der Komplexität die Anzahl und Verschiedenartigkeit relevanter Elemente sowie die Ursache-Wirkungs-Beziehungen dieser Elemente zueinander beschreibt, wird unter dem Begriff der Dynamik die Entwicklung – insbesondere die Häufigkeit von Änderungen, die Intensität, Vorhersehbarkeit und Regularität – dieser Elemente und ihrer Beziehungen im Zeitablauf verstanden. Vgl. Aust (1999), S. 138; Horváth (2003), S. 3.

muss.<sup>11</sup> Der steigenden Komplexität und Dynamik wird das Finanzmanagement jedoch nicht immer gerecht. Neben zahlreichen Beispielen für Unternehmensverluste, die speziell durch fehlerhafte Entscheidungen von Finanzmanagern verursacht wurden,<sup>12</sup> sprechen auch die Ergebnisse aktueller empirischer Studien dafür, dass Finanzmanager wichtige Aufgaben häufig nicht angemessen erfüllen.<sup>13</sup> Finanzmanager vernachlässigen häufig den Umstand, dass die zu treffenden Entscheidungen in der Regel mit hohen Unsicherheiten verbunden sind.<sup>14</sup> Die Vernachlässigung relevanter Entscheidungsfundierungen konstatieren DROBETZ, PENZA und WÖHLE wie folgt: „Insgesamt lässt sich festhalten, dass Finanzentscheider immer noch eher ‚Faustregeln‘ befolgen, deren Anwendung zwar einfach ist, die aus theoretischer Sicht aber zumeist kritisch hinterfragt werden müssen.“<sup>15</sup>

In der Konsequenz ist eine adäquate Unterstützung des Finanzmanagements erforderlich, um Fehlentscheidungen vermeiden oder zumindest das Ausmaß der Fehlentscheidungen reduzieren zu können. Genau darin besteht jedoch ein großer Verbesserungsbedarf, den GAGE wie folgt zum Ausdruck bringt: „The corporate drive to measure performance and improve quality often stopped at the treasury door.“<sup>16</sup> Dieser Verbesserungsbedarf ist unmittelbar mit der Ausgestaltung einer bereichsspezifischen Controllingfunktion verknüpft. Demnach ist allgemein die Verbesserung der Entscheidungsqualität des Managements ein Kernziel des Controllings,<sup>17</sup> sodass die Controllingfunktion grundsätzlich dazu geeignet erscheint, die skizzierten Fehlentscheidungen zu minimieren. Inwiefern jedoch die bisherigen Ansätze zum Controlling im

---

<sup>11</sup> Vgl. Gebhardt/Gerke/Steiner (1993), S. 3; Siegart/Mahari (1996), S. 101; Kuhnert (2000), S. 116.

<sup>12</sup> Vgl. Urban (1986), S. 14; Drukarczyk (1993), S. 626-628; Heidorn/Bruttel (1993), S. 1; Gerke/Bank (1995), S. 616; Spremann (1996), S. 199; Stocker (1997), S. 1; Bartram (1999), S. 2; Hofmann/Hofmann (1999), S. 6; Scharpf/Luz (2000), S. 64; Pfennig/Rudolph (2001), S. 3; Gillenkirch (2002), Sp. 531; Gerke/Bank (2003), S. 39; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 31.

Für eine Nennung unterschiedlicher, hoher Unternehmensverluste, die im Zusammenhang mit einem fehlerhaften Management finanzieller Risiken stehen, vgl. zudem Jorion (2001), S. 31-36; Rolfes (2002), S. 543; Bartram/Dufey/Frenkel (2005), S. 395, insbesondere Fußnote 1. Für eine Auflistung spektakulärer Verluste, die speziell aus einem fehlerhaften Einsatz von Finanzderivaten resultierten, vgl. Kropp (1999), S. 6; Hommel/Pritsch (2001b), S. 5; Jorion (2001), S. 33 f.

<sup>13</sup> Beispielhaft ist das Ergebnis einer aktuellen Studie des Chief Financial Officer Executive Boards zu nennen, in der das Finanzmanagement der weltweit 162 größten Unternehmen untersucht wurde: „Finanzvorstände verzetteln sich häufig im operativen Klein-Klein.“ Reisenberg (2006), S. 17.

<sup>14</sup> KRUSCHWITZ erklärt: „In der Praxis herrscht eine gewisse Vorliebe für einfache Rezepte, sei es, weil Entscheidungen unter meist nennenswertem Zeitdruck getroffen werden müssen, sei es, weil man nicht die beste, sondern nur eine gute Entscheidungsalternative sucht.“ Kruschwitz (1993), S. 123.

<sup>15</sup> Drobetz/Pensa/Wöhle (2006), S. 279.

<sup>16</sup> Gage (1990), S. 55. Vgl. ähnlich Cooper (2004), S. 366.

Zur Notwendigkeit einer verstärkten Unterstützung des Finanzmanagements aufgrund der wachsenden Bedeutung dieses Aufgabenbereiches vgl. darüber hinaus Bischoff (1989), S. 23-34; Lücke (1991), S. 16.

<sup>17</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 17. Vgl. ähnlich Horváth (2003), S. 151; Reichmann (2006), S. 13.

Finanzmanagement – beziehungsweise zum Finanzcontrolling – diesem Anspruch gerecht werden, wird im folgenden Abschnitt erörtert.

## 1.2 Stand der Forschung

Grundsätzlich ist festzustellen, dass das Thema Finanzmanagement über viele Jahre hinweg außerhalb der Funktion des Controllings gesehen wurde<sup>18</sup> und bislang kaum Gegenstand der Controlling-Diskussion war.<sup>19</sup> Die Verknüpfung beider Themenbereiche zur Funktion des Finanzcontrollings führt zu einem Begriff, der in der Literatur kaum verbreitet ist und sehr uneinheitlich verwendet wird.<sup>20</sup> Dieser Umstand ist nicht nur durch die Unterschiede im grundsätzlichen Controllingverständnis bedingt, sondern insbesondere die Konsequenz des Forschungsdefizits in diesem Themenfeld, auf das in der Literatur explizit hingewiesen wird.<sup>21</sup>

In der Konsequenz ist aufgrund des Forschungsdefizits zum Thema Finanzcontrolling zu bezweifeln, dass die bisherigen Ansätze einen wirkungsvollen Beitrag zur Verbesserung der Ent-

---

<sup>18</sup> Vgl. Risak (1998), S. 18; Blazek/Deyhle/Eiselmayer (2002), S. 12.

In einem Interview urteilt beispielsweise MYERS: „Die Schnittstelle zwischen Controllern und Finanzspezialisten ist wohl für die Praxis bedeutend, uns als Theoretiker hat sie jahrelang viel zu wenig interessiert. Hier wird aber in Zukunft auch theoretische Arbeit zu leisten sein.“ Brealey/Myers (2004), S. 151.

In dieser Schnittstelle sieht auch HORVÁTH einen dringenden Forschungsbedarf: „Gerade in Zeiten, in denen die Schnittstellen-Problematik deutlicher und deutlicher hervortritt, haben Controller Integrationsaufgaben zu meistern. Zu allererst zwischen Controlling und Finanzmanagement. In diesem Bereich gibt es noch zahlreiche ungenutzte Synergiepotentiale.“ Horváth/Stuttgarter Controller-Forum (1999), S. V.

<sup>19</sup> Vgl. Weber (1993), Sp. 302.

<sup>20</sup> Vgl. Hoefener (2000), S. 31; Kuhnert (2000), S. 4; Gillenkirch (2002), Sp. 532; Horváth/Reichmann (2003), S. 236.

Die uneinheitliche Verwendung ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass das Finanzcontrolling nicht nur funktional, sondern auch institutional verstanden wird. Vgl. Bischoff (1989), S. 29 f.; Hoefener (2000), S. 31; Gillenkirch (2002), Sp. 531-539.

Die institutional geprägten Verständnisse leiden jedoch regelmäßig unter der mangelnden Abgrenzung, die bereits zwischen dem Begriff des Treasurers – allgemein verstanden als Mitarbeiter im Finanzbereich – und des Controllers bestehen. Die in der Literatur vorzufindenden Abgrenzungsversuche stützen sich meistens auf den Hinweis, dass der Treasurer eine Realisationsverantwortung und der Controller eine Rechnungsverantwortung trägt. Vgl. beispielsweise Hauschildt/Sachs/Witte (1981), S. 24 f.; Serfling (1992), S. 200; Spremann (1996), S. 201, sowie detailliert Fertakis (1988), S. 74-87.

Diese Abgrenzungsversuche weisen allerdings große Überschneidungsbereiche auf und sind häufig abhängig von der Intention des jeweiligen Verfassers. Vgl. Bischoff (1989), S. 29; Hoefener (2000), S. 31.

WENTZ führt die Abgrenzungsprobleme auf das bestehende Forschungsdefizit zum Begriff des Treasurers zurück: „Da in den finanzwissenschaftlichen Lehrbüchern im wesentlichen nur die Instrumente des Treasurers erörtert werden, wurde offensichtlich bislang noch kein großes Bedürfnis verspürt, die Position des Treasurers umfassend zu beschreiben.“ Wentz (1990), S. 367.

Darüber hinaus weisen die institutional geprägten Verständnisse einen stark unternehmensspezifischen Charakter auf, der einer Ableitung eines allgemeinen Verständnisses zum Finanzcontrolling entgegensteht. Vgl. Hauschildt (1972), S. 173 f.; Horváth/Reichmann (2003), S. 236.

Die folgenden Ausführungen sollen das funktionale Verständnis des Finanzcontrollings fokussieren.

<sup>21</sup> Vgl. Kuhnert (2000), S. 4; Nüchter (2003), S. 854.

scheidungsqualität im Finanzmanagement leisten können.<sup>22</sup> Erstens sind die Ansätze zur Konkretisierung des Finanzcontrollings häufig auf das Ziel der Liquiditätssicherung fokussiert, während im Finanzmanagement – korrespondierend zu den eingangs genannten Entwicklungen – die Berücksichtigung von Rentabilitätszielen (beispielsweise in Form der Disintermediation) sowie von Sicherheitszielen (beispielsweise in Form der Absicherung von Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken) zunehmend an Bedeutung gewinnt.<sup>23</sup> Die Vernachlässigung dieser Entwicklungen schlägt sich zum einen darin nieder, dass Fragen zur Steigerung der Rentabilität, beispielsweise auf Grundlage der Disintermediation, nur sehr selten in den bisherigen Ansätzen zum Finanzcontrolling erwähnt werden.<sup>24</sup> Auch werden im Zusammenhang mit der Ausgestaltung eines professionellen Risikomanagements stehende Fragen stark vernachlässigt: Nur vereinzelt wird die allgemeine Notwendigkeit genannt, dass das Finanzcontrolling auch einen Beitrag zur Verbesserung des finanziellen Risikomanagements zu leisten habe.<sup>25</sup>

Zweitens lassen bisherige Ansätze oftmals eine Abgrenzung zwischen dem Finanzmanagement einerseits und dem Finanzcontrolling andererseits vermissen. Als Aufgaben des Finanzcontrollings werden häufig Tätigkeiten genannt, die entsprechend der finanzwissenschaftlichen Literatur als originäre Aufgaben des Finanzmanagements einzuschätzen sind.<sup>26</sup> DONATH hält fest: „Der

---

<sup>22</sup> Für erste Ansätze zum Verständnis des Begriffs Finanzcontrolling vgl. Strobel (1978), S. 425; Schneider (1986), S. 53-58; Welge (1988), S. 208; Bischoff (1989), S. 23-34; Bramsemann (1990), S. 206; Lücke (1991), S. 90; Marx (1993), S. 84-89; Selchert (1993), S. 789 f.; Steiner (1993), S. 220; Franke (1995), S. 207 f.; Gebhardt (1995), Sp. 600; Bösl (1997a), S. 117 f.; Gentner (1997), S. 3-6; Jehle et al. (1997), S. 15; Liessmann (1997), S. 211 f.; Napiwotzki (1997), S. 19 f.; Ossadnik (1998), S. 83; Jaspersen (1999), S. 415; Donath (2000), S. 81 f.; Ertl (2000), S. 567; Kuhnert (2000), S. 96-98; Schröder (2000), S. 339; Eschenbach (2001), S. 3 und 7 f.; Krause/Steins (2001), S. 90; Küpper (2001), S. 452; Mensch (2001), S. 18; Pfaff (2001), Sp. 730 f.; Blazek/Deyhle/Eiselmayer (2002), S. 15; Gillenkirch (2002), Sp. 532; Busse (2003), S. 235; Horváth (2003), S. 440; Horváth/Reichmann (2003), S. 235 f.; Nüchter (2003), S. 854 f.; Prättsch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 230-232; Walz/Gramlich (2004), S. 5-8; Zantow (2004), S. 373; Bassen/Braun (2005), S. 281 f.; Burger/Ulbrich (2005), S. 467; Lachnit/Müller (2006), S. 156; Reichmann (2006), S. 245 f.; Volkart (2006), S. 108 f.

<sup>23</sup> Zur wachsenden Bedeutung des Rentabilitäts- und Sicherheitszieles vgl. Molzahn (1989), S. 86; Rudolph (1989), Sp. 651 f.; Richtsfeld (1994), S. 38; Spremann (1996), S. 199; Sperber/Sprink (1999), S. 158; Holst (2001), S. 129; Mensch (2001), S. 1; Wiedemann (2002), S. 507, sowie Kapitel 2.3.1. Speziell die Hinwendung zu einem stärker rentabilitätsorientierten Finanzmanagement findet ihre Entsprechung in der organisatorischen Ausgestaltung der Unternehmen. So sind die Finanzabteilungen großer Unternehmen häufig in Form eines Profit Centers mit eigener Ergebnisverantwortung ausgestaltet. Vgl. Richtsfeld (1994), S. 114-116; Jacob (1996), S. 34; Schewe (1996), S. 786. Zum Profit-Center-Konzept vgl. allgemein Frese (1990), S. 139-154.

<sup>24</sup> Vgl. Franke (1995), S. 207; Donath (2000), S. 82; Ertl (2000), S. 569 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 535.

<sup>25</sup> Vgl. Lücke (1991), S. 16; Franke (1995), S. 208; Ertl (2000), S. 568; Pfaff (2001), Sp. 735; Gillenkirch (2002), Sp. 537 f., sowie in Bezug auf das internationale Anlagengeschäft Kuhnert (2000), S. 249 f.

<sup>26</sup> Vgl. Schneider (1986), S. 57; Marx (1993), S. 85; Kuhnert (2000), S. 97.

Begriff Finanzcontrolling wird oft mit ‚finanzieller Unternehmensführung‘ gleichgesetzt.<sup>27</sup> Als ein Beispiel dieser verbesserungswürdig erscheinenden Abgrenzung sei KÜPPER zitiert, demzufolge der Gegenstand des Finanzcontrollings „zum einen in der kurzfristigen Beschaffung und Anlage finanzieller Mittel gesehen werden [kann, R. M.]. Zum anderen kann es die längerfristige Finanzierung umfassen.“<sup>28</sup>

Schließlich folgen drittens die Beiträge zum Thema Finanzcontrolling dem Verständnis, dass das Finanzcontrolling lediglich Unterstützungsleistungen in Form von Informationsversorgungs- und/oder Koordinationsaufgaben zu leisten habe, ohne die Frage zu beantworten, worin der konkrete Unterstützungsbedarf des Finanzmanagements überhaupt besteht, oder gar, wie sich dieser erklärt.<sup>29</sup> Somit existiert kein Beitrag zum Thema Finanzcontrolling, der eine Aussage darüber trifft, welche systematischen Fehlentscheidungen in der Praxis des Finanzmanagements auftreten und auf welche Ursachen systematisch auftretende Fehlentscheidungen zurückzuführen sind. Eine wichtige Basis zur Ableitung konkreter, wirkungsvoller Unterstützungsleistungen des Finanzcontrollings lassen die bisherigen Ansätze somit vermissen.

Gesamtheitlich beurteilt leistet die (Finanz-)Controllingforschung in Bezug auf die Bekämpfung systematisch auftretender Fehlentscheidungen im Finanzmanagement keinen Erkenntnisbeitrag, da diese weder identifiziert noch erklärt werden. Im Hinblick auf die Identifikation und Erklärung systematisch auftretender Fehlentscheidungen schafft jedoch – zumindest in Ansätzen – die Finanzforschung Abhilfe. In empirischen oder auch konzeptionellen Arbeiten zum Finanzmanagement wird das systematische Auftreten von Fehlentscheidungen zum Teil explizit nach-

---

<sup>27</sup> Donath (2000), S. 81. Vgl. auch Bösl (1997b), S. 321; Liessmann (1997), S. 659; Olfert (1999), S. 41.

<sup>28</sup> Küpper (2001), S. 452.

<sup>29</sup> Nur ein Beitrag von BASSEN und BRAUN folgt dem Verständnis, dass im Rahmen des Finanzcontrollings systematisch auftretende Fehlentscheidungen der Finanzmanager zu vermeiden und zu reduzieren sind. Dieser Beitrag ist jedoch sehr knapp gehalten und behandelt nur vereinzelte Beispiele möglicher Aufgaben des Finanzcontrollings in Bezug auf die Phase der Willensbildung. Zudem gibt dieser Beitrag keine Antwort auf die Frage, welche Fehlentscheidungen im Finanzmanagement überhaupt auftreten. Vgl. Bassen/Braun (2005), insbesondere S. 281.

PFÄFF führt in einem Beitrag aus, dass der Grundgedanke des Finanzcontrollings darin bestehe, eine rationale, finanzmarktorientierte Unternehmensführung zu gewährleisten. In den sehr knappen Ausführungen wird die Frage nach bestehenden Fehlentscheidungen im Finanzmanagement jedoch abermals nicht beantwortet. Vgl. Pfaff (2001), insbesondere Sp. 740.

Ähnlich allgemein betonen schließlich auch ERTL sowie PRÄTSCH, SCHIKORRA und LUDWIG die hohe Bedeutung einer betriebswirtschaftlichen Beratung des Finanzmanagements durch das Finanzcontrolling, konkretisieren den Ursprung dieses Beratungsbedarfs aber nicht näher. Vgl. Ertl (2000), S. 567 f.; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 231 f.

Für detaillierte Ausführungen zu verschiedenen Controllingverständnissen vgl. Kapitel 2.2, insbesondere Fußnote 93.

gewiesen oder es lassen sich zumindest Hinweise ableiten, die einen Rückschluss auf die Existenz systematisch auftretender Fehlentscheidungen erlauben.<sup>30</sup>

Die Finanzforschung umfasst zudem Arbeiten, die Aufschluss über die Frage relevanter Ursachen von Fehlentscheidungen der Finanzmanager geben.<sup>31</sup> Eine große Verbreitung hat hierbei der maßgeblich von JENSEN und MECKLING geprägte Erklärungsansatz erfahren, in dem Fehlentscheidungen allgemein auf das eigeninteressierte Handeln von Managern zurückgeführt werden (Prinzipal-Agenten-Theorie).<sup>32</sup> Doch stößt dieser Erklärungsansatz an Grenzen. Ein Beispiel hierfür ist das häufig zu beobachtende Phänomen des Planungsoptimismus,<sup>33</sup> das nur zum Teil über die Interessen der beteiligten Entscheidungsträger erklärt werden kann.<sup>34</sup> Weitere Aspekte und damit umfassendere Erklärungsansätze eröffnen sich, wenn überoptimistische Planungen auch als das Ergebnis kognitiver Beschränkungen, in Form einer unzureichenden Verarbeitung von Informationen, betrachtet werden.<sup>35</sup>

Die Berücksichtigung dieser kognitiven Dimension trägt zu Erkenntnissen bei, die über die bisherigen Erklärungsansätze für Probleme im Finanzmanagement hinausgehen.<sup>36</sup> Die Relevanz dieses Ansatzes veranschaulicht SHEFRIN: „The traditional material taught in corporate finance courses offers powerful techniques that in theory help managers to make value-maximizing decisions for their firms. Yet, in practice, psychological pitfalls hamper managers in applying these techniques correctly.“<sup>37</sup> Weitere Belege zur Annahme einer hohen Bedeutung verhaltens-

---

<sup>30</sup> Neben weiteren Arbeiten, die in Kapitel 3.2 noch detailliert diskutiert werden, vgl. beispielsweise Graham/Harvey (2001) als Beispiel eines empirischen Beitrags oder auch Figlewski (1994) als Beispiel eines konzeptionellen Beitrags.

<sup>31</sup> Zur Erklärung von Entscheidungen ist es gemäß BERTRAND und SCHOAR erforderlich, insbesondere der Persönlichkeit des Managers eine große Aufmerksamkeit zu schenken. Sie stellen allerdings fest, dass derlei Aspekte in der betriebswirtschaftlichen Forschung häufig vernachlässigt werden: „Existing empirical studies typically rely on firm-, industry-, or market-level characteristics to explain corporate behavior and performance but largely ignore the possible role that individual managers may play in shaping these outcomes.“ Bertrand/Schoar (2003), S. 1170.

BERTRAND und SCHOAR halten als zentrales Ergebnis fest: „A significant extent of the heterogeneity in investment, financial, and organizational practices of firms can be explained by the presence of manager fixed effects.“ Bertrand/Schoar (2003), S. 1169.

<sup>32</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305-360; Jensen (1986a), S. 323-329.

<sup>33</sup> Weitere Beispiele, die für eine Berücksichtigung der kognitiven Dimension in der Erklärung von Defiziten des Finanzmanagements sprechen, werden detailliert in Kapitel 3.2 vorgestellt.

<sup>34</sup> Vgl. Heine et al. (2006), S. 1.

<sup>35</sup> Vgl. Heine et al. (2006), S. 1.

Der Begriff Kognition wird als Bezeichnung für die geistige Aktivität von Menschen verstanden. In der kognitionspsychologischen Forschung bezeichnet dieser Begriff die Gesamtheit der informationsverarbeitenden Prozesse und Strukturen eines intelligenten Systems. Vgl. Kluwe (2001), S. 352.

<sup>36</sup> Vgl. Fromlet (2001), S. 65; Hilton (2001), S. 37; Rudolph (2002), Sp. 550.

<sup>37</sup> Shefrin (2007), S. 2.

wissenschaftlicher Aspekte im Finanzbereich liefert speziell derjenige Teil der Finanzforschung, der als Behavioral Finance bezeichnet wird. In einem Zweig dieser Forschung, der Behavioral Corporate Finance, können Fehlentscheidungen dadurch erklärt werden, dass explizit angenommen wird, dass Entscheidungen im Finanzmanagement nicht von streng rational handelnden Finanzmanagern getroffen werden.<sup>38</sup> Dieser Forschungszweig kann somit grundsätzlich systematisch auftretende Fehlentscheidungen im Finanzmanagement umfassend erklären. Es handelt sich jedoch noch um eine sehr junge Forschungsdisziplin, in der Fehlentscheidungen von Finanzmanagern bisher nur fragmentarisch analysiert wurden und vor allem die Frage nach einer wirkungsvollen Bekämpfung der relevanten Ursachen noch weitgehend unbeantwortet bleibt.<sup>39</sup> Das Forschungsdefizit bringt THALER zum Ausdruck: „I would like to see more behavioral finance research in the field of corporate finance. Most of the research so far has been in the field of asset pricing; much less has been done in corporate finance.“<sup>40</sup>

Gesamtheitlich ist somit festzuhalten, dass die Identifikation und Erklärung der im Finanzmanagement systematisch auftretenden Fehlentscheidungen sowie daraus abgeleitet die Notwendigkeiten und Möglichkeiten zur Verbesserung der Entscheidungsqualität eine zunehmend hohe Relevanz besitzen.<sup>41</sup> Erste Hinweise auf Existenz und Erklärungsmöglichkeiten systematisch auftretender Fehlentscheidungen im Finanzmanagement bietet die Finanzforschung. Diese Arbeiten weisen jedoch große Lücken auf und beantworten nicht die Frage, wie Finanzmanager konkret zu unterstützen sind, um Fehlentscheidungen zu bekämpfen. Allgemeine Hinweise zur Unterstützung der Finanzmanager eröffnet wiederum die (Finanz-)Controllingforschung. Diese

---

<sup>38</sup> Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 2 f. Vgl. auch Shefrin (2001a), S. 113.

In Abgrenzung zum eigeninteressierten Handeln beschreiben BARBERIS und THALER den Ansatz der Behavioral Corporate Finance wie folgt: „These [irrational managers, R. M.] think that they are maximizing firm value, even if in reality, they are not.“ [Hervorhebungen im Original], Barberis/Thaler (2003), S. 1109 f.

Zur Begründung, warum aus Sicht der Kognitions- und Sozialpsychologie die Berücksichtigung begrenzt rationaler Entscheidungen in der betriebswirtschaftlichen Theorie erforderlich ist, vgl. auch Wottawa/Gluminski (1995), S. 36 f.

<sup>39</sup> Vgl. Heaton (2002), S. 33; Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 2; Breuer/Perst/Stolz (2005), S. 153 f.

Für erste Ansätze im Bereich der Behavioral Corporate Finance vgl. Stein (1989); De Bondt/Thaler (1995); Thaler (1999); Shefrin (2001a); Heaton (2002); Malmendier (2002); Hackbarth (2004a); Hackbarth (2004b); Baker/Ruback/Wurgler (2005); Breuer/Perst/Stolz (2005); Paredes (2005); Malmendier/Tate/Yan (2006); Shefrin (2007).

<sup>40</sup> Thaler (1999), S. 16. Zum Forschungsdefizit im Bereich der Behavioral Corporate Finance vgl. zudem Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 3 f.

Darüber hinaus urteilen BREALEY, MYERS und MARCUS allgemein: „We know quite a bit about asset values, but we do not know very much about the decisions that give rise to these values. What is the process that causes one company to make a major investment and another to reject it? Why does one company decide to issue debt and another to issue equity? If we knew why companies made particular decisions, we would be better able to improve those decisions.“ Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 666 f.

<sup>41</sup> Vgl. Kapitel 1.1.



Hinweise sind jedoch sehr knapp gehalten und weisen die genannten Schwächen auf. Insbesondere bleibt in diesen Arbeiten stets die Frage unbeantwortet, welche systematischen Fehlentscheidungen überhaupt zu adressieren sind und wodurch sie ausgelöst werden.

### 1.3 Zielsetzung der Untersuchung

Auf Basis des von WEBER und SCHÄFFER geprägten Controllingverständnisses als Rationalitätssicherung der Führung<sup>42</sup> leiten sich aus den im letzten Abschnitt erörterten Forschungsdefiziten zwei zentrale, aufeinander aufbauende Forschungsziele der vorliegenden Untersuchung ab.

Zunächst werden systematisch auftretende Fehlentscheidungen im Finanzmanagement (Rationalitätsdefizite<sup>43</sup>) aufgezeigt und erklärt. Rationalitätsdefizite besagen, dass Finanzmanager in ihrem tatsächlichen Handeln von einem soll-rationalen Handeln abweichen.<sup>44</sup> Die Identifikation und Ursachenergründung erfolgt in einem strukturierten Rahmen, der einerseits die Möglichkeit schafft, relevante Rationalitätsdefizite des gesamten Aufgabenspektrums im Finanzmanagement eines großen, multinational agierenden Konzerns außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche zu erfassen, und andererseits der Forderung gerecht wird, maßgebliche Ursachen zu berücksichtigen, die eine Erklärung der identifizierten Defizite ermöglichen.<sup>45</sup>

---

<sup>42</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 39-41. Für detailliertere Erläuterungen eines als Rationalitätssicherung der Führung verstandenen Controllings vgl. Kapitel 2.2.

<sup>43</sup> Die Begriffe Rationalitätsdefizit, Rationalitätsengpass und Rationalitätsbeschränkung werden im Folgenden synonym verwendet.

<sup>44</sup> Die zu erarbeitende Darstellung der Rationalitätsdefizite zielt auf das Handeln von Managern im Finanzbereich ab. Das Handeln kann auch als willensgesteuertes Agieren beschrieben werden. Davon abzugrenzen ist das unbewusste Reagieren. Unbewusstes Reagieren und willensgesteuertes Agieren werden gesamtheitlich als menschliches Verhalten bezeichnet. Vgl. Schanz (1993), Sp. 4522.

Wenn in der weiteren Untersuchung der Begriff Verhalten oder auch Verhaltenswissenschaften benutzt wird, so ist hierunter ausschließlich das willensgesteuerte Agieren, also das Handeln, von Interesse.

<sup>45</sup> Große, multinational agierende Unternehmen sind regelmäßig als Konzern, seltener als Einheitsunternehmen organisiert, da durch Gründung oder Erwerb rechtlich selbstständiger Unternehmen übersichtliche Managementstrukturen geschaffen werden können, wodurch eine größere Flexibilität ermöglicht wird. Vgl. Lutter (1985), S. 826; Scheffler (1992), S. 4, sowie Theisen (2000), S. 15-19; Schumacher (2005), S. 48-79, zu allgemeinen Merkmalen eines Konzerns.

Die Konzentration auf diese Unternehmen liegt zum einen darin begründet, dass die genannten Entwicklungen des Finanzmanagements vor allem die großen, an der Börse notierten Kapitalgesellschaften betreffen. Vgl. Marx (1993), S. 49; Wiedmann/Heckemüller (2003), S. 6. Zum anderen ergibt sich dieser Fokus aus dem Umstand, dass die Finanzbereiche großer Konzerne ein sehr viel breiteres Spektrum an Finanzdienstleistungen erbringen als mittelständische und kleine Unternehmen und folglich ein differenziertes Controlling finanzieller Aktivitäten insbesondere in großen Unternehmen erforderlich und lohnenswert erscheint. Vgl. Eschenbach (2001), S. 3, sowie Reichmann/Kleinschnittger (1987), S. 1102-1105, zur Abhängigkeit zwischen der Unternehmensgröße und der Spezialisierung der Controllingfunktion. Die beiden genannten Gründe korrespondieren mit der Beobachtung, dass Großunternehmen bereits damit begonnen haben, eigenständige Finanzcontrolling-Abteilungen einzurichten. Vgl. Kleinebeckel (1994), S. 21; Gillenkirch (2002), Sp. 531.

Der strukturierten Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten kommt im Verständnis des Controllings als Rationalitätssicherung der Führung eine zentrale Bedeutung zu. Rationalitätsdefizite zeigen auf, an welchen Problemen ein (Finanz-)Controlling ansetzen muss, um eine wirkungsvolle Verbesserung der Qualität im (Finanz-)Management (Rationalitätssicherung) herbeiführen zu können. Diese Grundlage ist im Rahmen des gesamten Aufgabenspektrums des Finanzmanagements zu erarbeiten, um die bisherigen fragmentarischen Erkenntnisse sinnvoll weiterzuentwickeln und ein möglichst umfassendes Verständnis für die auf der Grundlage des Finanzcontrollings zu lösenden Probleme zu schaffen. Die Abgrenzung des Finanzmanagements vom Finanzcontrolling stellt sich hierbei in funktionaler Hinsicht sehr einfach dar: Alle Handlungen, die die erarbeiteten Rationalitätsdefizite minimieren, sind der Funktion des Finanzcontrollings zuzurechnen. Somit kann eine Abgrenzung zwischen Finanzmanagement einerseits und Finanzcontrolling andererseits erreicht werden.

Auf die im ersten Schritt zu erarbeitende Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten baut die im zweiten Schritt abzuleitende Rationalitätssicherung im Finanzmanagement auf. Für die identifizierten Rationalitätsdefizite werden im Einklang mit der Ursachenergründung geeignete Gegenmaßnahmen zu einer Vermeidung oder Linderung der identifizierten Defizite abgeleitet. Die Gesamtheit dieser Gegenmaßnahmen kann als die Konzeption<sup>46</sup> eines als Rationalitätssicherung im Finanzmanagement verstandenen Finanzcontrollings begriffen werden.

Korrespondierend mit den beiden zentralen Forschungszielen lassen sich die folgenden Forschungsfragen formulieren:

- Forschungsfrage 1:  
Welche systematischen Rationalitätsdefizite treten im Finanzmanagement auf und wie lassen sie sich erklären und strukturiert darstellen?
- Forschungsfrage 2:  
Welche Gegenmaßnahmen lassen sich ableiten, die einen wirkungsvollen Beitrag zur gezielten Adressierung und Überwindung der maßgeblichen Ursachen leisten und die identifizierten Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement wirkungsvoll vermeiden beziehungsweise reduzieren (Rationalitätssicherung)?

---

<sup>46</sup> Gemäß HARBERT besteht eine Konzeption aus „ein(em) System von Aussagen, [...] welches die Grundlinien einer Sachverhaltsgestaltung als Mittel zur Erreichung einer bestimmten Zielsetzung formuliert. Sie basiert auf der Annahme von Mittel-Zweck-Beziehungen im Rahmen bestimmter Kontexte [...] beinhaltet keine Beschreibung der Realität, sondern stellt ein mehr oder minder vollständiges Denkmodell dar.“ Harbert (1982), S. 140.

Übergeordnet ist die Untersuchung als ein realwissenschaftlicher Beitrag zur Controllingforschung zu verstehen, der ein pragmatisches Wissenschaftsziel verfolgt.<sup>47</sup> Kennzeichnend dafür ist das Bestreben, Gestaltungsaussagen abzuleiten, die in der betrieblichen Praxis eine Hilfestellung bei der Lösung der Probleme bieten.<sup>48</sup> Von den gemäß GROCHLA grundsätzlich zu differenzierenden Forschungsmethoden des sachlich-analytischen, formal-analytischen und empirischen Vorgehens<sup>49</sup> wird in der vorliegenden Untersuchung das sachlich-analytische Vorgehen gewählt, bei dem „eine Art gedankliche Simulation der Realität mit dem Erkenntnisziel, die Beziehung transparent zu machen und hieraus direkt Handlungsempfehlungen abzuleiten“<sup>50</sup>, im Vordergrund der Untersuchung steht. Erklärungen von Sachverhalten und Gestaltungsempfehlungen werden somit auf Grundlage eines gedanklichen Bezugsrahmens entwickelt, der auf Plausibilitätsüberlegungen, Theorien<sup>51</sup> sowie empirischen Ergebnissen anderer Forschungsarbeiten basiert.<sup>52</sup> Die Wahl des sachlich-analytischen Vorgehens zur Beantwortung der gestellten Forschungsfragen liegt darin begründet, dass bisher weder in der Controlling- noch in der Finanzforschung eine umfassende Identifikation, Erklärung sowie Adressierung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement erarbeitet wurde.<sup>53</sup> Die gedankliche Durchdringung eines als Rationalitätssicherung im Finanzmanagement verstandenen Finanzcontrollings ist somit das primär zu erreichende Erkenntnisziel, auf dem eine formal-analytische oder auch empirische Erforschung der zu erarbeitenden Zusammenhänge aufbauen kann.<sup>54</sup>

---

<sup>47</sup> Zu unterschiedlichen Forschungsmethoden und Wissenschaftszielen vgl. Chmielewicz (1994), S. 8-42. Vgl. ähnlich Schanz (1988), S. 6-8 und 39-55.

<sup>48</sup> Vgl. Grochla (1976), S. 632.

<sup>49</sup> Vgl. Grochla (1976), S. 634; Grochla (1978), S. 68 und 72-93.

<sup>50</sup> Grochla (1978), S. 72.

<sup>51</sup> Als Theorien werden systematisch geordnete Mengen von singulären und generellen Aussagen (Aussagensystemen) bezeichnet, die über einen bestimmten Bereich der Realität Auskunft geben. Singuläre Aussagen sind deskriptive Aussagen, die durch einen speziellen Raum-Zeit-Bezug gekennzeichnet sind. Sie beantworten Fragen wie „Was ist der Fall?“ oder „Was war der Fall?“. Im Gegensatz dazu bilden generelle Aussagen die Basis für explanatorische Aussagen, die in ihrer strengen Form keinen speziellen Raum-Zeit-Bezug aufweisen („Immer-und-überall-wenn ..., dann ...“). Generelle Aussagen geben eine Antwort auf die Frage „Warum ist das der Fall?“ Vgl. Stegmüller (1969), S. 450; Opp (2005), S. 32-40.

Zum Theoriebegriff vgl. auch Schanz (1988), S. 29-32.

<sup>52</sup> Im Unterschied zum sachlich-analytischen Vorgehen ist das formal-analytische dadurch geprägt, dass eine Lösung der Problemstellung auf Grundlage mathematischer Modelle erfolgt. Vgl. Grochla (1978), S. 85-93.

Das charakteristische Merkmal der empirischen Vorgehensweise besteht schließlich in einer Prüfung von Hypothesen, die zunächst aus einem gedanklichen Bezugsrahmen abgeleitet und im Anschluss daran mit den in der Realität feststellbaren Gegebenheiten abgeglichen werden. Vgl. Grochla (1978), S. 78-85.

<sup>53</sup> Vgl. Kapitel 1.2.

<sup>54</sup> Neben der Neuartigkeit der Zielsetzung der vorliegenden Untersuchung steht auch die Wahl potentieller Auskunftspersonen insbesondere der empirischen Forschungsmethodik entgegen. Die gestellten Forschungsfragen zielen darauf ab, Ursachen von Rationalitätsdefiziten zu identifizieren, die im Handeln der Finanzmanager begründet liegen. Die Ursachenergründung erstreckt sich sowohl über das eigeninteressierte Handeln

Da das Thema Finanzcontrolling ein sehr umfangreiches und noch nicht im Detail erschlossenes Forschungsfeld ist, wird im Rahmen der gedanklichen Durchdringung dieses Themas eine Fokussierung angestrebt. Sie besteht zum einen darin, die im Finanzmanagement auftretenden Rationalitätsdefizite allein aus dem Handeln einzelner Finanzmanager heraus zu analysieren.<sup>55</sup> Kognitive Beschränkungen, die im Zusammenhang mit Gruppeneffekten stehen, werden somit ausgeschlossen, um den Komplexitätsgrad der Untersuchung nicht noch weiter zu erhöhen.<sup>56</sup> Zum anderen wird eine Fokussierung auf besonders relevante Rationalitätsdefizite verfolgt,<sup>57</sup> die nicht nur aus plausiblen Annahmen zur Problemstellung folgen, sondern für die bereits – bestenfalls empirische – Untersuchungsergebnisse vorliegen. Zwei Fälle sind hierbei zu differenzieren: Im Falle direkter Belege eines Defizits werden diese strukturiert in die vorliegende Untersuchung integriert. Im Falle indirekter Belege eines Defizits wird eine Argumentation ausgearbeitet, in der das jeweilige Defizit präzisiert und expliziert wird. Diese Fokussierung soll gewährleisten, dass insbesondere diejenigen Defizite untersucht werden, die in der Unternehmenspraxis eine hohe Relevanz besitzen (vgl. Abbildung 1).

Auch bei der Erklärung der als relevant einzuschätzenden Defizite werden gemäß dem sachlich-analytischen Vorgehen die in der Forschung bereits vorliegenden Erkenntnisse genutzt. Wenn direkte – bestenfalls empirische – Untersuchungsergebnisse zu maßgeblichen Ursachen existieren, dann werden diese Belege strukturiert in die vorliegende Untersuchung integriert. Darüber hinaus werden sie um weitere Erklärungsansätze ergänzt, die sowohl das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager als auch deren kognitive Beschränkungen (Forschungsanweisung der Behavioral Corporate Finance) berücksichtigen. Liegen lediglich indirekte Belege relevanter

---

der Finanzmanager als auch deren kognitive Beschränkungen (zur Begründung vgl. detailliert die Kapitel 2.2 und 2.3). Als potentielle Auskunftspersonen, die einen derart tiefen Einblick in das Handeln von Finanzmanagern besitzen, bieten sich grundsätzlich die Vorgesetzten der Finanzmanager – beispielsweise Vorstandsvorsitzende – oder auch die Finanzmanager selbst an. Dass jedoch Vorgesetzte negative Auskünfte über Rationalitätsdefizite ihrer Mitarbeiter erteilen, erscheint unwahrscheinlich, da sie hiermit ihr eigenes Unvermögen zum Ausdruck bringen würden, geeignete Finanzmanager zu beschäftigen. Gleichfalls ist auch eine Befragung der Finanzmanager selbst wenig erfolgversprechend. Zum einen ist es im Hinblick auf das eigeninteressierte Handeln unwahrscheinlich, dass Finanzmanager ein im Widerspruch zu gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehendes Handeln zugeben würden. Zum anderen ist im Hinblick auf kognitive Beschränkungen zu berücksichtigen, dass diese unbewusst ablaufen und somit der Finanzmanager selbst keine Auskünfte dazu erteilen kann.

<sup>55</sup> Zu dem Vorgehen, die im Finanzmanagement zu identifizierenden Rationalitätsdefizite über das Handeln einzelner Finanzmanager zu erklären, vgl. detailliert Kapitel 2.5.1.

<sup>56</sup> Für erste Ansätze einer Untersuchung potentieller Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement mit Bezug auf Gruppeneffekte vgl. Shefrin (2007), S. 145-160.

<sup>57</sup> Die Fokussierung auf relevante Rationalitätsdefizite trägt dazu bei, dass die folgenden Ausführungen ein angemessenes Abstraktionsniveau aufweisen. Die Erarbeitung einer Finanzcontrolling-Konzeption für alle im Finanzmanagement denkbaren Fehlentscheidungen erscheint zu breit gewählt, wenn die in der Arbeit erlangten Erkenntnisse noch hinreichend konkret sein sollen.

Ursachen vor, so werden diese Erklärungsmöglichkeiten zunächst präzisiert und expliziert sowie gleichfalls um alle weiteren Ursachenergründungen ergänzt, die eine sinnvolle Erklärung des jeweiligen Defizits erlauben. Für den Fall, dass keine Hinweise zu maßgeblichen Erklärungen bestehen, wird die Ursachenergründung komplett neu erarbeitet und strukturiert wiedergegeben.

Die Konzeption zur Rationalitätssicherung im Finanzmanagement baut auf den identifizierten Defiziten und Erklärungsmöglichkeiten auf. Dadurch ist auch die Ableitung von Gegenmaßnahmen auf die als relevant einzuschätzenden Defizite fokussiert. Zur konkreten Ausarbeitung möglicher Maßnahmen zur Vermeidung und Reduktion relevanter Rationalitätsdefizite werden – wie schon im Bereich ihrer Identifikation und Erklärung – bestehende Erkenntnisse aus der Finanz- und Controllingforschung sowie der verhaltenswissenschaftlichen Forschung genutzt. Alle Hinweise, wie Finanzmanager bei der Aufgabenwahrnehmung unterstützt werden können, um die Virulenz eigeninteressierten Handelns sowie kognitiver Beschränkungen zu bekämpfen, werden in diese Ausführungen strukturiert eingearbeitet und weiterentwickelt.

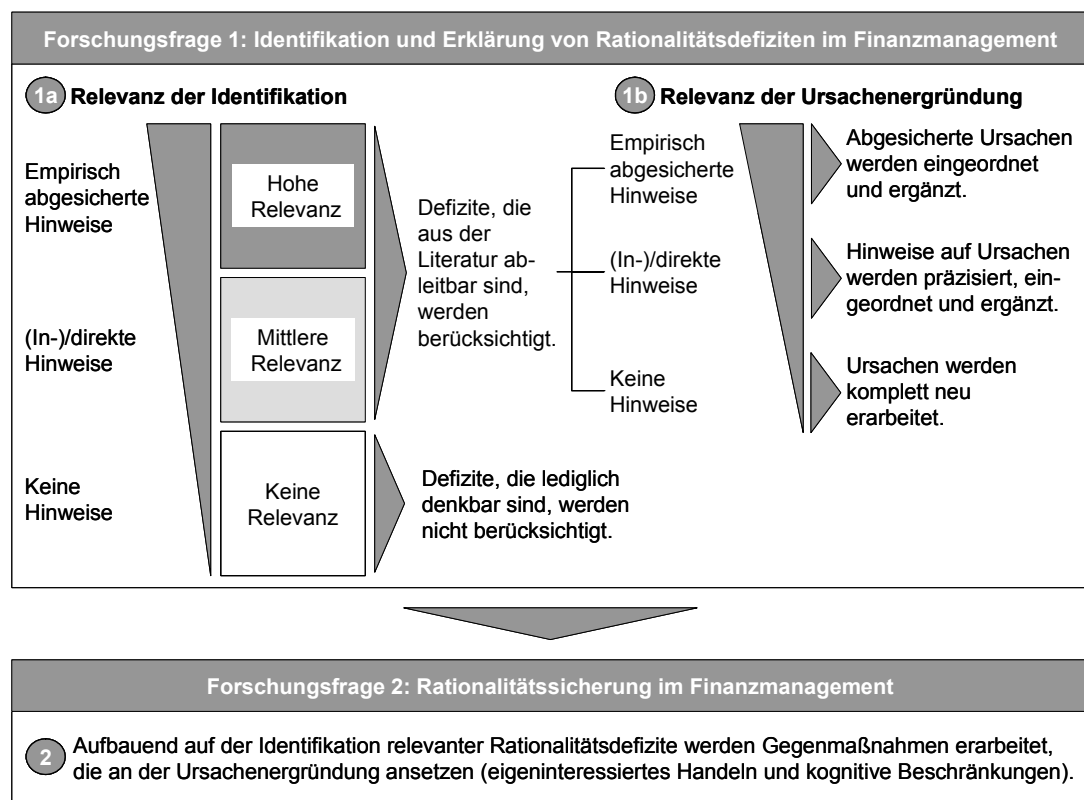


Abbildung 1: Fokussierung der Untersuchung auf relevante Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement

Dadurch wird – nach Wissen des Verfassers – erstmalig in der Literatur ein umfassendes Verständnis für die im Finanzmanagement systematisch auftretenden Rationalitätsdefizite geschaffen, ein breites Spektrum der Ursachenergründung unter Berücksichtigung des eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen erarbeitet sowie eine Konzeption zur Rationalitätssicherung (Finanzcontrolling) abgeleitet. Fragmentarische Erkenntnisse zu relevanten Rationalitätsdefiziten werden in diese Ausführungen strukturiert eingearbeitet und weiterentwickelt.

litätsdefiziten und deren Ursachen sowie erste allgemeine Ansätze zum Finanzcontrolling werden in diesem Rahmen systematisiert, präzisiert und wesentlich weiterentwickelt, um einen Beitrag zum Abbau des großen Forschungsdefizits in diesem Themenfeld zu leisten.

## 1.4 Aufbau der Untersuchung

Die vorliegende Untersuchung basiert auf den beiden (im letzten Abschnitt) genannten Forschungsfragen sowie auf den zu ihrer Beantwortung notwendigen konzeptionellen Grundlagen. An die Einleitung (Kapitel 1) schließt sich die Darstellung der Grundlagen der Untersuchung (Kapitel 2) an. Hierauf folgt die Darstellung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement (Kapitel 3) und die Ableitung einer auf den identifizierten Defiziten basierenden Rationalitätssicherung (Kapitel 4). Mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und einem Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf schließt die Untersuchung (Kapitel 5).

Im Detail wird in **Kapitel 2** zunächst ein Verständnis für strenge Rationalitätsannahmen sowie die grundlegende Kritik an diesen Annahmen geschaffen (Kapitel 2.1). Darauf aufbauend wird das der Untersuchung zugrunde liegende Controllingverständnis erarbeitet. Da sich die in der Einleitung gestellten Forschungsfragen aus diesem Controllingverständnis heraus ebenso konstituieren wie die auszuarbeitende Konzeption des Finanzcontrollings, sind diese Ausführungen eine wichtige Grundlage der Untersuchung. Anknüpfend an die grundlegende Kritik an strengen Rationalitätsannahmen wird zudem aus der Perspektive der Controllingforschung eine Lockerung strenger Rationalitätsannahmen gefordert (Kapitel 2.2).

Im Anschluss daran wird das Verständnis zum Finanzmanagement konkretisiert und aufgezeigt, welche Aufgabenbereiche das Finanzmanagement wahrnimmt. Diese Aufgabenbereiche repräsentieren gleichermaßen den Ort, an dem Rationalitätsdefizite potentiell entstehen, wie auch das Objekt der Rationalitätssicherung. Ferner wird erörtert, inwiefern suboptimale Aufgabenwahrnehmungen im Finanzmanagement durch Ansätze der Finanzierungstheorie reflektiert werden. Diese Ausführungen legen aus der Perspektive der Finanzforschung das Erfordernis und die Notwendigkeit dar, strenge Rationalitätsannahmen zu lockern (Kapitel 2.3).

Aufbauend auf den erarbeiteten Verständnissen zum Finanzmanagement und zum Controlling erfolgt im Anschluss eine Synthese zum Begriffsverständnis des Finanzcontrollings, das der Untersuchung zugrunde liegt (Kapitel 2.4).

Abschließend wird die Wahl des Vorgehens der vorliegenden Untersuchung erörtert, um die gestellten Forschungsfragen angemessen bearbeiten zu können. Hier ist insbesondere die Frage zu beantworten, wie sich verhaltenswissenschaftliche Aspekte methodologisch reflektiert und theoriegeleitet in die Analyse einbinden lassen (Kapitel 2.5).

In **Kapitel 3** wird die erste Forschungsfrage der vorliegenden Untersuchung beantwortet, die auf die strukturierte Identifikation und Erklärung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement abzielt. Zum einen wird die Struktur des Kapitels durch die Dimension der maßgeblichen Formen von Ursachen bestimmt, auf deren Basis sich die Rationalitätsdefizite erklären lassen (Dimension Ursache). Zum anderen sind die Ausführungen durch die Dimension der Aufgabenbereiche gegliedert, innerhalb derer Rationalitätsdefizite auftreten (Dimension Entstehungsort).

Zunächst wird die Dimension der Ursachen von Rationalitätsdefiziten detailliert behandelt. Sowohl für die Kategorie eigeninteressierten Handelns als auch kognitiver Beschränkungen werden alle Formen von Ursachen strukturiert ausgearbeitet (Kapitel 3.1), auf die bei der Ursachenergründung der Rationalitätsdefizite zurückgegriffen wird.

Im Anschluss werden relevante Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement identifiziert und erklärt (Kapitel 3.2). Entsprechend der in Kapitel 2.3 erarbeiteten Einteilung des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement ist dieses Kapitel nach den einzelnen Aufgabenbereichen gegliedert (Dimension Entstehungsort). Dafür werden jeweils die Tätigkeiten herausgearbeitet, die gemäß herrschender Lehrmeinung eine erfolgreiche Aufgabenwahrnehmung determinieren. Unter Rückgriff auf die jeweils relevanten Formen von Ursachen erfolgt dann die eigentliche Identifikation und Erklärung relevanter Defizite (Dimension Ursache). Für jeden Aufgabenbereich sowie jedes darunter zu subsumierende Tätigkeitsgebiet werden zunächst die Defizite fundiert, erklärt sowie kurz zusammengefasst. Zudem erfolgt eine gesamtheitliche Betrachtung der identifizierten Defizite und Ursachen für das Herausarbeiten der untereinander bestehenden Zusammenhänge.

**Kapitel 4** umfasst die Beantwortung der zweiten Forschungsfrage, die auf die Konzeption einer wirkungsvollen Bekämpfung der erarbeiteten Rationalitätsdefizite ausgerichtet ist. Zunächst wird festgelegt, welche Zielsetzung innerhalb des Finanzcontrollings – verstanden als Rationalitätssicherung im Finanzmanagement – zu verfolgen ist (Kapitel 4.1). Anschließend werden zur Gewährleistung einer sinnvollen Strukturierung der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement jeweils für die Ursachenkategorie des eigeninteressierten Handelns sowie kognitiver Beschränkungen grundlegende Gegenmaßnahmen differenziert (Kapitel 4.2).

Im folgenden Kapitel werden die im Finanzcontrolling wahrzunehmenden Aufgaben beziehungsweise die dabei einzusetzenden Instrumente ausgearbeitet (Kapitel 4.3). Die Ableitung der Konzeption zur Rationalitätssicherung folgt der aus Kapitel 3 bekannten Einteilung des Finanzmanagements in Aufgabenbereiche. Für jeden einzelnen Aufgabenbereich werden anhand der erarbeiteten Rationalitätsdefizite und der grundsätzlich zur Verfügung stehenden Gegenmaßnahmen zur Bekämpfung eigeninteressierten Handelns sowie kognitiver Beschränkungen Auf-

gaben und Instrumente erörtert, die eine sinnvolle proaktive Vermeidung oder auch reaktive Reduktion der Defizite im Finanzmanagement ermöglichen. Die Rationalitätssicherung im Finanzmanagement wird zum Schluss des Kapitels ferner aus einer gesamtheitlichen Perspektive heraus betrachtet.

Eine kritische Diskussion der Untersuchungsergebnisse ist Gegenstand des abschließenden **Kapitels 5** der Untersuchung. Neben der Zusammenfassung zentraler Ergebnisse (Kapitel 5.1) wird auch ein Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf gegeben (Kapitel 5.2).

Der gesamte Aufbau der Untersuchung wird durch die folgende Abbildung zusammengefasst (vgl. Abbildung 2).

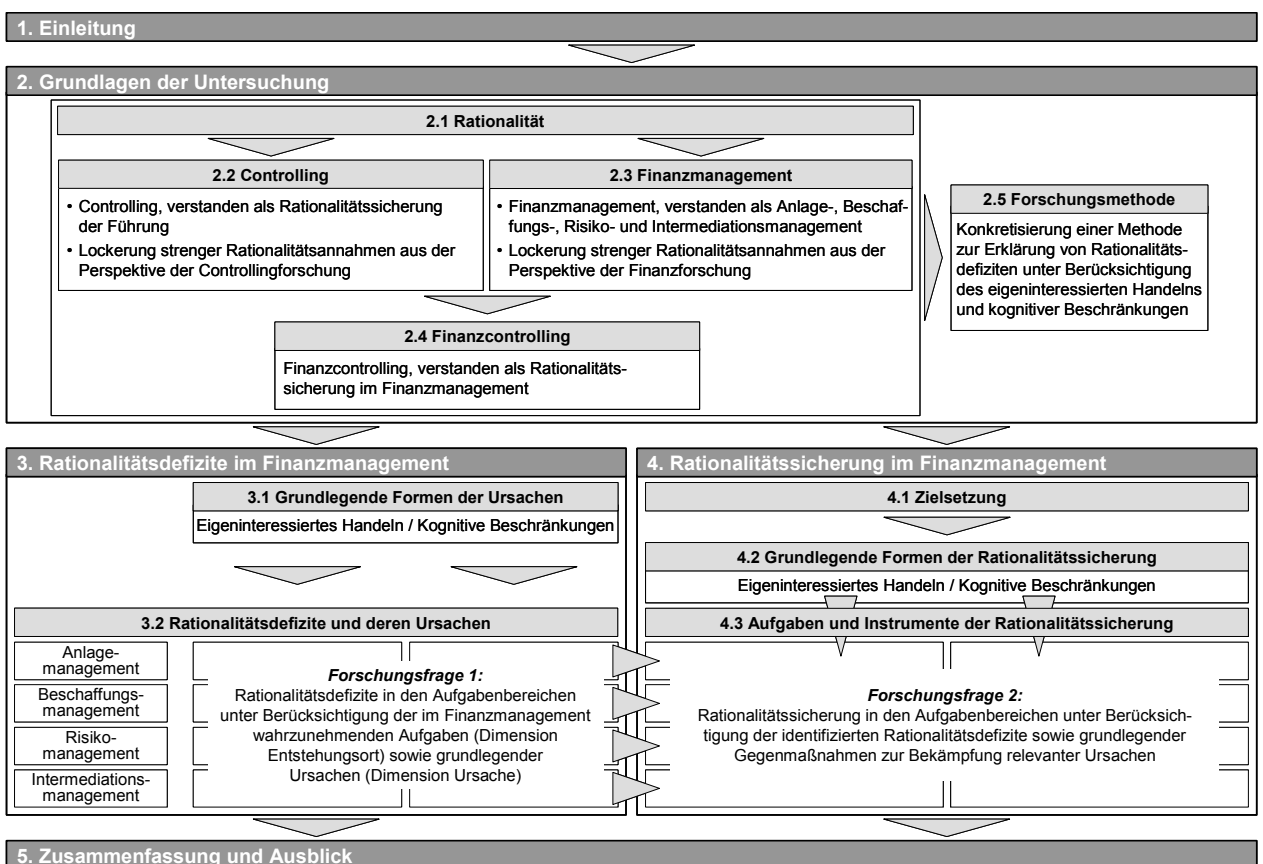


Abbildung 2: Aufbau der Untersuchung



## 2. Grundlagen der Untersuchung

Die folgenden Grundlagen der Untersuchung schaffen zunächst ein konkretisiertes Verständnis zum Rationalitätsbegriff (Kapitel 2.1). Im Anschluss wird das der Untersuchung zugrunde liegende Verständnis des Controllings (Kapitel 2.2) und des Finanzmanagements (Kapitel 2.3) vertieft. Aus einer Synthese der erarbeiteten Verständnisse zum Controlling und Finanzmanagement wird dann die Funktion des Finanzcontrollings näher vorgestellt (Kapitel 2.4). Der abschließende Abschnitt ist dem forschungsmethodischen Vorgehen gewidmet (Kapitel 2.5).

### 2.1 Konkretisierung des Rationalitätsverständnisses

Die Beschränkung auf ökonomische Fragestellungen blendet die vielfältigen Begriffsbestimmungen beispielsweise der Philosophie oder auch der Wissenschaftstheorie aus und ermöglicht die Konzentration auf das für die Disziplin der Ökonomik<sup>58</sup> relevante Verständnis von Rationalität.<sup>59</sup> Die in der ökonomischen Theorie herrschenden Rationalitätsauffassungen sind vom Verständnis der Zweck-Mittel-Rationalität<sup>60</sup> geprägt.<sup>61</sup>

Dieses Verständnis geht auf MAX WEBER zurück: „Zweckrational handelt, wer sein Handeln nach Zweck, Mittel und Nebenfolgen orientiert und dabei sowohl die Mittel gegen die Zwecke, wie die Zwecke gegen die Nebenfolgen, wie endlich auch die verschiedenen möglichen Zwecke gegeneinander rational abwägt: also jedenfalls weder affektiv (und insbesondere nicht emotional), noch traditional handelt.“<sup>62</sup>

Gemäß MAX WEBER müssen die gewählten Mittel effektiv sein, den gegebenen Zweck<sup>63</sup> zu erfüllen, und effizient, um die Zielerreichung mit einer optimalen oder zumindest hinreichenden Output/Input-Relation sicherzustellen. Dieses Verständnis entspricht dem von GUTENBERG

---

<sup>58</sup> Für einen Überblick zur Entwicklung des Rationalitätsbegriffes in der Ökonomik vgl. Kastrop (1993).

<sup>59</sup> Vgl. Weber (2004), S. 50; Weber/Schäffer (2006), S. 42.

<sup>60</sup> Die Zweck-Mittel-Rationalität wird auch als formale Rationalität bezeichnet, die üblicherweise von materialer Rationalität abgegrenzt wird. Anders als bei der formalen werden Entscheidungen bei materialer Rationalität nicht nur im Hinblick auf die Zweckmäßigkeit bezüglich einer Zielerreichung, sondern insbesondere auch die Ziele selbst im Hinblick auf ihre Vernünftigkeit bewertet. Vgl. Grunau (1950), S. 260-264.

<sup>61</sup> Vgl. Kappler (1993), Sp. 3653.

Speziell in der Betriebswirtschaftslehre ist die Zweck-Mittel-Rationalität eng mit Fragen des Entscheidungsverhaltens verknüpft. Vgl. detailliert Kirsch (1970); Kirsch (1997).

<sup>62</sup> Weber (1988), S. 566.

<sup>63</sup> Die gegebenen Zwecke stellen in der Regel wiederum nur Mittel zur Erreichung übergeordneter Zwecke dar. Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 58; Schäffer/Weber (2003), S. 3.

beschriebenen Rationalprinzip,<sup>64</sup> dass das Denken in Zweck-Mittel-Relationen die Grundlage aller menschlichen Handlungen ist: „Es ist nun aber für alles menschliche Schaffen und Handeln charakteristisch, daß es sich in der Zweck-Mittel-Relation vollzieht. [...] An sich liegt nun das Denken in der Zweck-Mittel-Relation allem menschlichen Entschlüssen oder ‚vernünftigen‘ Handeln zu Grunde, und zwar nicht nur im wirtschaftlichen Leben, sondern im menschlichen Leben überhaupt. ‚Unvernünftig handeln‘ heißt überhaupt unzweckmäßig handeln, heißt die Mittel nicht richtig auf den Zweck, dessen Erreichung sie dienen sollen, abgestimmt haben. Welcher Art dieser Zweck sei, der zu realisieren ist, bleibt ohne Belang.“<sup>65</sup>

Der Rationalitätsauffassung GUTENBERGS liegt die Annahme eines rational handelnden Menschen, eines Homo Oeconomicus, zugrunde, der seine Ressourcen so verwendet und auf die verschiedenen Verwendungsmöglichkeiten verteilt, dass ein maximaler Zweckerfolg erreicht wird.<sup>66</sup> Das Modell<sup>67</sup> des Homo Oeconomicus geht davon aus, dass sich der Mensch entsprechend dem ökonomischen Prinzip verhält, wonach mit gegebenen Mitteln ein maximales Ergebnis oder ein bestimmtes Ergebnis mit möglichst geringem Mitteleinsatz erreicht werden soll.<sup>68</sup> Das Modell basiert auf der Annahme absoluter Rationalität. Entsprechend diesem Verständnis besitzt der Homo Oeconomicus vollständige Information, trägt keine Informationskosten und agiert unendlich schnell.<sup>69</sup>

Die Literatur bietet zahlreiche Hinweise darauf, dass diese Annahmen in vielen Entscheidungssituationen nicht haltbar sind.<sup>70</sup> Es ist zu bezweifeln, dass die im Modell des Homo Oeconomicus vorgenommene Reduktion der Komplexität die „relevanten“ Züge der Realität, auf die jede

---

<sup>64</sup> Das Rationalprinzip konstituiert zusammen mit dem psychophysischen Subjekt und dem betriebswirtschaftlichen Material GUTENBERGS produktionsorientierte Theorie der Unternehmung. Einer idealtypischen Sichtweise folgend steuert die Unternehmensleitung, das psychophysische Subjekt, nach Maßgabe des Rationalprinzips den Umwandlungsprozess mit dem Material als Inhalt. Vgl. Gutenberg (1929), S. 29. Hiermit leistet GUTENBERG die Entwicklung eines geschlossenen Theoriegebäudes, das jedoch um den Preis erkaufte wird, die Rekonstruktion des betrieblichen Geschehens auf die Sachdimension zu beschränken. So bleiben Interessenkonflikte oder beschränkte kognitive Fähigkeiten der im Betrieb agierenden psychophysischen Subjekte unberücksichtigt. Vgl. Meyer/Heine (2005), S. 7.

KIRSCH und MEFFERT beschreiben GUTENBERGS Bild einer Betriebswirtschaft als „technisch-ökonomisches System [...], in dem der Faktor ‚Mensch‘ völlig analog zu den nicht-menschlichen Faktoren betrachtet wird“. Kirsch/Meffert (1970), S. 26.

<sup>65</sup> Gutenberg (1929), S. 30.

<sup>66</sup> Vgl. Kirsch (2001), S. 321.

<sup>67</sup> Der Homo Oeconomicus wird im Folgenden nicht als das Bild eines Menschen verstanden, der stets eigennützig handelt, sondern als ein Versuch angesehen, die Handlungen eines Menschen im ökonomischen Kontext in Form eines Analysekonstruktes erklärbar zu machen. Ethische oder moralische Diskussionen sind somit ausgeschlossen. Vgl. Becker (1993), S. 385; Homann/Suchanek (2000), S. 415; Meyer/Heine (2005), S. 11.

<sup>68</sup> Vgl. Kirsch (2001), S. 35.

<sup>69</sup> Vgl. Simon (1955), S. 99; Kappler (1993), Sp. 3655; Homann/Suchanek (2000), S. 416.

<sup>70</sup> Vgl. Kappler (1993), Sp. 3656.

positive Wissenschaft verpflichtet bleibt, immer angemessen widerspiegelt.<sup>71</sup> Eher ist davon auszugehen, dass in Entscheidungssituationen nicht selten in unzulässiger, unzweckmäßiger oder falscher Weise Informationen verarbeitet werden und/oder Komplexität reduziert wird.<sup>72</sup> Im Einklang hierzu belegt eine große Anzahl empirischer Studien, dass Menschen in ihrem Handeln vielfältigen Begrenzungen unterliegen.<sup>73</sup>

Maßgeblichen Anteil an der Kritik des Homo Oeconomicus trägt SIMON.<sup>74</sup> Seine Veröffentlichung des „Administrative Behavior“<sup>75</sup>, für die er später den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhielt, führte zu einem grundlegenden Wandel in der Sicht auf den Homo Oeconomicus.<sup>76</sup> In unterschiedlichen Arbeiten hat SIMON den Begriff Bounded Rationality (begrenzte beziehungsweise beschränkte Rationalität) begründet.<sup>77</sup> Die Beschränkung der Rationalität bezieht sich hierbei auf die folgenden Aspekte:<sup>78</sup>

- Rationalität setzt eine Wahl zwischen allen möglichen Verhaltensweisen voraus. Tatsächlich werden aber jeweils nur sehr wenige Alternativen des gesamten Entscheidungsraums berücksichtigt.<sup>79</sup>
- Rationalität setzt eine vollständige Kenntnis und Voraussicht aller möglichen Konsequenzen voraus, die sich bei der Wahl einer Alternative ergeben. Tatsächlich ist die Kenntnis der Konsequenzen jedoch stets fragmentarisch.<sup>80</sup>
- Zudem sind die kognitiven Fähigkeiten eines Individuums, Informationen zu verarbeiten und komplexe Probleme zu lösen, generellen Beschränkungen unterworfen.<sup>81</sup>

---

<sup>71</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 415.

<sup>72</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 415.

<sup>73</sup> Für einen Literaturüberblick vgl. detailliert Conlisk (1996), S. 669-700 oder McFadden (1999), S. 73-105. Zahlreiche empirische Evidenzen, in denen diese Begrenzungen nachgewiesen werden, gehen auf die Arbeit von KAHNEMAN und TVERSKY zurück. Vgl. beispielsweise Kahneman/Tversky (1979), S. 263-291.

<sup>74</sup> Vgl. Kirsch (2001), S. 321.

<sup>75</sup> Vgl. Simon (1957).

<sup>76</sup> Vgl. Kirsch (2001), S. 321.

<sup>77</sup> Vgl. neben Simon (1957) auch Simon (1955); Simon (1979); Simon (1986) oder auch Simon (1991).

<sup>78</sup> Eine ähnliche Kritik an den Annahmen des Homo Oeconomicus üben auch BRAYBROOKE und LINDBLOM, die die klassische Rationalitätsannahme als „synoptisches Ideal“ bezeichnen: „Das synoptische Ideal [...] ist nicht angepasst (1.) an die begrenzten intellektuellen Fähigkeiten des Menschen, (2.) an sein begrenztes Wissen, (3.) an die Aufwendigkeit der Analyse, (4.) an das unausweichliche Scheitern des Versuchs, ein vollständiges rationaldeduktives System zu konstruieren [...], (5.) an die Interdependenz zwischen Tatsache und Wert, (6.) an die Offenheit der zu analysierenden Systeme, (7.) an das Bedürfnis des Individuums nach Strategien, die seine Analyse und Wertung leiten, (8.) an die unterschiedliche Art und Weise, wie Entscheidungsprobleme tatsächlich entstehen.“ [Im Original englisch], Braybrooke/Lindblom (1963), S. 113.

<sup>79</sup> Vgl. Simon (1955), S. 104; Simon (1957), S. 81; Simon (1979), S. 500 f. und 502 f.

<sup>80</sup> Vgl. Simon (1957), S. 81; Simon (1979), S. 500 f. und 502 f.

<sup>81</sup> Vgl. Simon (1957), S. 198; Simon (1979), S. 500 f. und 502 f.

- Beschränkungen unterliegen auch die zu verfolgenden Zwecke selbst. So verfolgen Individuen in der Regel satisfizierende anstatt optimierende beziehungsweise maximierende Zielsetzungen.<sup>82</sup>

Über die von SIMON genannten Beschränkungen hinaus widerspricht die Annahme eines Homo Oeconomicus der Erkenntnis, dass sich Menschen schon deshalb nicht streng rational verhalten, weil sie in den meisten Situationen gewohnheitsmäßig<sup>83</sup> reagieren und Traditionen, Mythen oder Routinen folgen.<sup>84</sup> Die Rationalitätsvorstellung des Homo Oeconomicus kann folglich als Ideal angesehen werden, dem sich ein Entscheidungsträger verpflichtet fühlt, an dem er sich immer wieder auch orientiert, ohne es aber aufgrund seiner vielfältigen Beschränkungen je erreichen zu können.<sup>85</sup> Zusammenfassend liefern HOLLAND und MILLER die Erkenntnis: „Usually, there is only one way to be fully rational, but there are many ways to be less rational.“<sup>86</sup>

Die Annahme einer objektiven Bestimmbarkeit von Zwecken und Mitteln ist demnach nicht immer möglich.<sup>87</sup> Insbesondere ist die Verwendung dieses Analysekonstruktes weder möglich noch zweckmäßig, wenn auf Basis der klassischen Zweck-Mittel-Rationalität in ihrer Absolutheit und Allgemeinheit die in ökonomischen Problemsituationen getroffenen Entscheidungen nicht erklärt werden können.<sup>88</sup> Um hinreichende Erklärungen für alltagsweltliche Phänomene zu finden, kann es demnach – allgemein gesprochen – notwendig sein, die strikten Annahmen des Rationalprinzips zu lockern und situative Gegebenheiten des Verhaltens von Entscheidungsträgern zu berücksichtigen: „For the rationality axiom to be used rationally, it must be set in particular contexts. Rationality can only be used to generate conclusions by additional assumptions concerning institutions (e. g., markets), organizations (e. g., hierarchy), knowledge (e. g., uncertainty), and social relations (e. g., power).“<sup>89</sup> Dass dieser allgemeinen Empfehlung zur Lockerung strenger Rationalitätsannahmen insbesondere die vorliegende Untersuchung Folge leistet, wird in den nächsten beiden Kapiteln, in denen die Grundlagen zum Verständnis des Control-

---

<sup>82</sup> Vgl. Simon (1955), S. 110; Simon (1979), S. 500 f. und 502 f.; Simon (1992), S. 36 f.

<sup>83</sup> KATONA unterscheidet explizit zwischen gewohnheitsmäßigem Verhalten (Habitual Behavior) und echten Entscheidungen (Genuine Decision Making). Vgl. Katona (1964), S. 51-63.

<sup>84</sup> Vgl. Kappler (1993), Sp. 3657.

<sup>85</sup> Vgl. Kirsch (2001), S. 322.

<sup>86</sup> Holland/Miller (1991), S. 367.

<sup>87</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 59.

<sup>88</sup> Vgl. Florissen (2005), S. 38.

<sup>89</sup> Shulman (1997), S. 146.

Für ein allgemeines Plädoyer ohne konkreten Bezug zum Controlling oder auch Finanzmanagement, das zu einer verstärkten Berücksichtigung verhaltensorientierter Aspekte bei der Untersuchung betriebswirtschaftlicher Fragestellungen aufruft, vgl. darüber hinaus Bertrand/Schoar (2003), S. 1170 f.

lings (Kapitel 2.2) und zum Verständnis des Finanzmanagements (Kapitel 2.3) erörtert werden, noch konkreter zu fundieren sein.

## 2.2 Konkretisierung des Verständnisses zum Controlling

Auf der Grundlage des Rationalitätsverständnisses wird im Folgenden eine Konkretisierung zum Controllingverständnis erarbeitet. Das Controllingverständnis der vorliegenden Untersuchung prägt zum einen die noch zu erarbeitende Konzeption des Finanzcontrollings und zeigt zum anderen bedeutsame Zusammenhänge zu Rationalitätsdefiziten und zur Rationalitätssicherung auf. Nach der grundlegenden Ableitung des Controllingverständnisses werden die Fragen zum Rationalitätsobjekt, Rationalitätssubjekt und dem Rationalitätsgrad beantwortet und konkretisiert.

Die Begriffe Controller, Controllership und Controlling sind voneinander zu unterscheiden. So bezeichnet der Begriff Controller einen Stelleninhaber, der für Manager bestimmte Aufgaben erfüllt,<sup>90</sup> während der Begriff Controllership das gesamte Aufgabenbündel umschreibt, das Controllern übertragen und/oder von diesen wahrgenommen wird.<sup>91</sup> Der Begriff des Controllings beschreibt schließlich eine spezielle Führungs- oder Managementfunktion, die von beliebigen Aufgabenträgern – also nicht ausschließlich von Controllern – erbracht wird.<sup>92</sup> Eine einheitliche Definition der Funktion des Controllings existiert nicht, da die Meinungen über konkrete Inhalte auseinander gehen.<sup>93</sup> Der vorliegenden Untersuchung liegt das Verständnis des Controllings als

---

<sup>90</sup> Vgl. Weber (2004), S. 5; Weber/Schäffer (2006), S. 1.

<sup>91</sup> Vgl. Weber (2004), S. 5; Weber/Schäffer (2006), S. 1.

<sup>92</sup> Vgl. Weber (2004), S. 5; Weber/Schäffer (2006), S. 1.

<sup>93</sup> Vgl. Weber/Schäffer (1999a), S. 731-747; Pietsch/Scherm (2000), S. 395; Roso/Vormweg/Wall (2005), S. 67; Weber/Schäffer (2006), S. 17.

Einen Überblick über die konkurrierenden Verständnisse des Controllings vermitteln beispielsweise Küpper (2001), S. 5-13 oder Weber/Schäffer (2006), S. 16-24.

Neben dem noch näher vorzustellenden Verständnis des Controllings als Rationalitätssicherung der Führung konzentrieren sich die Definitionsversuche in der Literatur auf das Verständnis des Controllings als Informationsversorgungsfunktion (vgl. beispielsweise Hoffmann (1972), S. 85; Heigl (1989), S. 3; Reichmann (2006), S. 13), als erfolgszielbezogene Steuerung (vgl. beispielsweise Mann (1973), S. 11; Hahn (1987), S. 6) oder auch als Koordinationsfunktion (vgl. beispielsweise Horváth (1978), S. 194-208; Küpper (1987), S. 82-116, sowie zur Kritik dieses Definitionsversuches explizit Kappler/Scheytt (1999), S. 209-234; Wall (2000), S. 295-304; Weber/Schäffer (2000), S. 109-118).

Zur Kritik an den drei genannten Definitionsversuchen des Controllings vgl. – neben den bereits genannten Quellen in Bezug auf die Koordinationsfunktion – insbesondere Weber (2004), S. 23-30; Weber/Schäffer (2006), S. 17-24.

Gesamtheitlich ist festzuhalten, dass die Funktion des Controllings im Verständnis einer Rationalitätssicherung der Führung die drei anderen genannten Definitionsversuche – als integrative Klammer – mit einschließt. Sie sind als kontextspezifische Ausprägungen der Rationalitätssicherung der Führung zu begreifen, die unterschiedliche Rationalitätsdefizite der Führung repräsentieren. Vgl. Weber/Schäffer (1999a), insbesondere S. 739, Abbildung 2; Pietsch/Scherm (2000), S. 399.

Rationalitätssicherung der Führung zugrunde, das von WEBER und SCHÄFFER begründet und maßgeblich geprägt wurde.<sup>94</sup> Es lässt sich induktiv aus einer Betrachtung unterschiedlicher Aufgabentypen (Entlastungs-, Ergänzungs- und Begrenzungsaufgaben) ableiten, die Controller – allgemein gesprochen – zur Unterstützung der Führung wahrnehmen.<sup>95</sup>

Hierbei beschreiben **Entlastungsaufgaben** diejenigen Tätigkeiten, die grundsätzlich auch von Managern erfüllt werden können, jedoch aufgrund eines ökonomischen Kalküls an Controller delegiert werden.<sup>96</sup> Die Führungseffizienz wird erhöht, indem der Controller den Manager von all jenen Aufgaben entlastet, die er aufgrund seiner Spezialisierungsvorteile, seiner Erfahrungsvorteile und/oder aufgrund des für Controller niedrigeren Entgelt-niveaus effizienter erfüllen kann als der Manager.<sup>97</sup> Die Übernahme von Entlastungsaufgaben schafft die Möglichkeit, dass Manager ihre knappen Kapazitäten fokussiert zur Bewältigung dringenderer Aufgaben einsetzen können.<sup>98</sup>

Darüber hinaus nehmen Controller **Ergänzungsaufgaben** wahr. Im Unterschied zum ersten Typus können diese Aufgaben nicht in Gänze vom Manager überschaut und erfüllt werden.<sup>99</sup> Die Basis für die Ergänzung des Managements bildet das unterschiedliche Fach- und Methodenwissen oder auch die andere Perspektive des Controllers, der (reaktiv) überprüfen kann, ob Manager die richtigen Mittel einsetzen, um den gemeinsamen Zweck zu erreichen, oder (proaktiv) den Einsatz geeigneter Mittel anregen und durchsetzen kann.<sup>100</sup> Mit der Erfüllung von Ergänzungsaufgaben übernimmt der Controller die Rolle eines Counterparts, Sparringspartners oder auch Beraters.<sup>101</sup> Dadurch wird die Effektivität der Führung gesteigert.<sup>102</sup>

Der Aufgabentypus der **Begrenzungsaufgaben** ist als Sonderfall der Ergänzungsaufgaben zu verstehen. Die Besonderheit liegt darin, dass Begrenzungsaufgaben dann vom Controller wahrgenommen werden, wenn der Manager – möglicherweise aufgrund der Verfolgung eigener

---

<sup>94</sup> Für erste Ansätze dieses Controllingverständnisses vgl. Weber/Schäffer (1999a), S. 731-747.

<sup>95</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Prenzler (2001), S. 25-46. Vgl. auch Weber (2004), S. 41 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 31 und 36-41.

<sup>96</sup> Vgl. Weber (2004), S. 41; Weber/Schäffer (2006), S. 37.

<sup>97</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Prenzler (2001), S. 32.

<sup>98</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 4.

<sup>99</sup> Vgl. Weber (2004), S. 41; Weber/Schäffer (2006), S. 37 f.

<sup>100</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 4 f.

<sup>101</sup> Erste Ergebnisse eines empirischen Projekts zu Controllingpraktiken in Unternehmen weisen darauf hin, dass auch Manager explizit erwarten, dass Controller die Rolle eines Counterparts übernehmen und im kritischen Dialog mit den Managern zu einer verbesserten Problemanalyse und Problemlösung beitragen. Vgl. Scheytt/Unterrieder/Becker (2005), S. 104.

<sup>102</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Prenzler (2001), S. 32.

Interessen – Gefahr läuft, den Handlungsrahmen zu verlassen, der ihm von der übergeordneten Instanz gesteckt wurde.<sup>103</sup> Der Controller wird zum „Hüter der ökonomischen Moral“.<sup>104</sup>

Das der Untersuchung zugrunde liegende Controllingverständnis lässt sich auf der Basis der vorgestellten Controlleraufgaben konkretisieren. Der Manager trägt die Verantwortung für eine möglichst effektive und effiziente Leistungserstellung und -verwertung der Unternehmensressourcen.<sup>105</sup> Dies bedeutet zum einen, dass mit gegebenen Mitteln ein anzustrebender Zweck möglichst weitgehend erreicht werden soll (Effektivität). Zum anderen soll ein gegebener Zweck mit möglichst geringen Mitteln realisiert werden (Effizienz).<sup>106</sup> Wie bereits ausgeführt,<sup>107</sup> wird der Zusammenhang zwischen Zweck und Mitteln in der ökonomischen Literatur als Rationalität bezeichnet.<sup>108</sup> Bezogen auf die Aufgabentypen ergibt sich damit, dass Entlastungsaufgaben als Führungsunterstützung im engeren Sinne verstanden werden können.<sup>109</sup> Ergänzungs- und Begrenzungsaufgaben besitzen über die Führungsunterstützung im engeren Sinne hinaus jedoch noch einen weiteren Charakter. Es bietet sich an, diese Aufgabentypen als Rationalitätssicherung zu begreifen.<sup>110</sup>

Der originäre Kern und Inhalt der Funktion des Controllings besteht in der Rationalitätssicherung der Führung.<sup>111</sup> Mit der Frage, wie die Rationalität einzelner Manager oder der Führungsfunktion insgesamt gesichert wird, beschäftigt sich keine (andere) spezialisierte Funktion und sie ist bislang im Gebäude der Betriebswirtschaftslehre noch nicht explizit beachtet worden.<sup>112</sup> Die Rationalitätssicherung der Führung bedeutet gleichermaßen, bereits gefundene Lösungen kritisch zu beleuchten und zu hinterfragen, wie auch Rationalitätsdefizite schon vor ihrem Wirksamwerden zu vermindern und nach Möglichkeit frühzeitig zu vermeiden.<sup>113</sup> Die

---

<sup>103</sup> Vgl. Weber (2004), S. 42; Weber/Schäffer (2006), S. 38.

<sup>104</sup> Weber/Schäffer (2006), S. 38, oder auch Weber (2004), S. 42.

<sup>105</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Aussagen Weber (2004), S. 42-48; Weber/Schäffer (2006), S. 38-41.

<sup>106</sup> Vgl. zur Abgrenzung der Begriffe Effizienz und Effektivität Ahn/Dyckhoff (1997), S. 2-6.

<sup>107</sup> Vgl. Kapitel 2.1.

<sup>108</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2001), S. 2.

<sup>109</sup> Vgl. Weber (2004), S. 44; Weber/Schäffer (2006), S. 39.

<sup>110</sup> Vgl. Weber (2004), S. 44; Weber/Schäffer (2006), S. 39.

<sup>111</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 1; Weber (2004), S. 48; Weber/Schäffer (2006), S. 39-41.

An dieser Stelle wird die Zweckmäßigkeit einer Trennung von institutionaler Sichtweise (Controller und Controlling) und funktionaler Sichtweise (Controlling) deutlich. So tragen nicht allein Controller zur Sicherstellung einer rationalen Unternehmensführung bei, sondern auch andere Personen wie beispielsweise ein interner Revisor oder auch ein interner oder externer Unternehmensberater. Vgl. Weber/Schäffer (1999b), S. 205; Schäffer/Weber (2003), S. 5. Controller unterscheiden sich jedoch dadurch maßgeblich von diesen Aufgabenträgern, dass ihre Dienstleistung unmittelbar auf das Ziel der Sicherstellung einer rationalen Unternehmensführung ausgerichtet ist. Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 5.

<sup>112</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 6; Weber (2004), S. 48; Weber/Schäffer (2006), S. 40 f.

<sup>113</sup> Vgl. Weber (2004), S. 48; Weber/Schäffer (2006), S. 39.

Rationalitätssicherung von Führungshandlungen kann als Menge aller Maßnahmen definiert werden, die zu einer Erhöhung der Wahrscheinlichkeit beitragen, dass die Realisierung von Führungshandlungen der antizipierten Zweck-Mittel-Beziehung entspricht.<sup>114</sup> Gegenstand der Funktion des Controllings ist weder die Antizipation noch die Realisierung von Rationalität durch entsprechende Maßnahmen, sondern ausschließlich deren Sicherstellung.<sup>115</sup> Sie erfolgt engpassorientiert und subsidiär.<sup>116</sup> Da die Rationalitätssicherung in Abhängigkeit von den Rationalitätsdefiziten der Manager gestaltet beziehungsweise angepasst werden muss, ist sie darüber hinaus kontext- und pfadabhängig.<sup>117</sup>

Zur weiteren Fundierung eines Controllingverständnisses als Rationalitätssicherung der Führung werden folgende drei Fragestellungen als Strukturierungshilfe herangezogen.<sup>118</sup>

- Welche Ebenen der Rationalitätssicherung können unterschieden werden (Rationalitätsobjekt)?
- Wer soll sich rational verhalten (Rationalitätssubjekt)?
- Welche Rationalität kann für das sich rational zu verhaltende Subjekt angenommen werden (Rationalitätsgrad)?

Die folgenden Abschnitte (Kapitel 2.2.1 bis 2.2.3) greifen die drei genannten Fragestellungen auf.

## 2.2.1 Rationalitätsobjekt

Die Fokussierung des Rationalitätsbegriffs auf das Verständnis der Zweck-Mittel-Rationalität<sup>119</sup> gleicht einem bekannten Grundmuster der Betriebswirtschaftslehre, das eine Differenzierung

---

<sup>114</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 1.

Dieses Verständnis der Funktion des Controllings weist starke Gemeinsamkeiten mit dem vorherrschenden Verständnis von Management Control auf. Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 2. Gemäß einer weit verbreiteten Definition von ANTHONY ist Management Control ein Prozess, „by which managers assure that resources are obtained and used effectively and efficiently in the accomplishment of the organization’s objectives“. Anthony (1965), S. 17.

<sup>115</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2001), S. 3; Schäffer/Weber (2003), S. 6.

<sup>116</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 46.

<sup>117</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 2.

Da beispielsweise im Kontext eines stark personenzentriert geführten mittelständischen Unternehmens oder in einer durch Gesetz und Verordnung koordinierten öffentlichen Verwaltung keine Controller anzutreffen sind, kann der Begriff des Controllings auf die Rationalitätssicherung der Führung im Kontext einer Koordination durch Pläne eingeschränkt werden. Vgl. Schäffer/Weber (2003), S. 2; Weber (2004), S. 48 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 41.

<sup>118</sup> Zur detaillierten Strukturierung der Dimensionen Rationalitätsobjekt, Rationalitätssubjekt und Rationalitätsgrad vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 47-58.

<sup>119</sup> Vgl. Kapitel 2.1.



nach unterschiedlichen Rationalitätsebenen erlaubt. Dieses Grundmuster beschreibt den für die Betriebswirtschaftslehre grundlegenden Vorgang, dass Faktoren in einem Prozess kombiniert werden, um ein Ergebnis zu erstellen. Somit lassen sich hinsichtlich der Rationalitätsobjekte die drei Ebenen der Input-, Prozess- und Outputrationalität voneinander abgrenzen.<sup>120</sup>

Im Hinblick auf die **Inputrationalität** bedeutet Rationalitätssicherung, dass die grundsätzliche Eignung des in einer Entscheidungssituation eingesetzten Modells und das Vorliegen der Anwendungsprämissen kritisch hinterfragt werden.<sup>121</sup> Zudem umfasst die Sicherung der Inputrationalität eine Überprüfung der Frage, ob das Modell mitsamt Anwendungsprämissen auch dem in der Situation agierenden Manager hinreichend bekannt ist und ob er die für das Problem erforderliche Sachkenntnis besitzt. Schließlich müssen das Modell und seine Anwendungsprämissen auch hinreichend vor der Gefahr einer Verfolgung persönlicher Interessen durch den Manager geschützt sein.

Neben der Inputrationalität ist die Anwendung des eingesetzten Modells auf der Ebene der **Prozessrationalität** zu sichern. Hierbei ist zunächst zu prüfen, ob genügend Informationen generierbar sind, um das Modell zu befüllen. Des Weiteren ist zu gewährleisten, dass die in das Modell zu integrierenden Informationen richtig verarbeitet werden und der Ablauf des Modells fehlerfrei ist.

Auf der Ebene der **Outputrationalität** steht die Prüfung des Modellergebnisses im Fokus der Rationalitätssicherung. Von Interesse ist die Frage, ob das Ergebnis den methodischen Anforderungen entspricht (beispielsweise hinsichtlich einer angemessenen Genauigkeit). Daneben muss das Ergebnis auch inhaltlichen Anforderungen genügen. Es ist also zu prüfen, ob es die zuvor festgesetzten Entscheidungskriterien erfüllt (beispielsweise die Überschreitung einer Hurdle-Rate). Hierbei bezieht sich die Sicherung der Rationalität nicht nur auf den bloßen Abgleich, sondern auch auf die Ausgestaltung der Kriterien, die für die Entscheidungssituation als Beurteilung herangezogen werden. Schließlich ist es notwendig, das Modellergebnis unterschiedlichen Plausibilitätschecks zu unterziehen.<sup>122</sup>

Die Differenzierung der Rationalitätsebenen ermöglicht in zweierlei Hinsicht einen vertieften Einblick in die Funktionsweise der Rationalitätssicherung. Zum einen kann die Unterscheidung in die drei Ebenen herangezogen werden, um eine Aussage darüber zu treffen, in welchen

---

<sup>120</sup> Vgl. Weber (2004), S. 52 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 44.

<sup>121</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Weber (2004), S. 55-59; Weber/Schäffer (2006), S. 44-48.

<sup>122</sup> Zwischen den drei genannten Ebenen bestehen Abhängigkeiten. So ist die Inputrationalität eine notwendige (aber keine hinreichende) Bedingung für die Prozessrationalität. Analog ist die Prozessrationalität eine notwendige (aber ebenfalls keine hinreichende) Bedingung für die Outputrationalität. Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 53; Weber (2004), S. 53.

Entscheidungssituationen welches Rationalitätsobjekt optimiert beziehungsweise gesichert werden sollte. So setzt die Sicherstellung der Outputrationalität voraus, dass eine einfache, häufig zu treffende Entscheidungssituation mit leicht nachvollziehbarem, schnellem und häufigem Feedback sowie einer hohen Motivation des Entscheidenden vorliegt.<sup>123</sup> Je größer die Wissensbeschränkungen und Unsicherheiten sind und je ungenauer und verzögerter das Feedback, desto eingeschränkter sind die Möglichkeiten zur Sicherung der Outputrationalität und desto eher ist ein Übergang zur Sicherung der Prozessrationalität erforderlich.<sup>124</sup> Subjektive Kompetenzbeschränkungen und objektive Schwierigkeiten der Situation können sogar zu so großen Wissensdefiziten führen, dass auch keine verfahrenstechnische Optimumsbestimmung mehr möglich ist, sondern auf die Sicherstellung der Inputrationalität zurückgegriffen werden muss.<sup>125</sup> Rationalitätssicherung lässt sich in komplexen und dynamischen Entscheidungssituationen folglich nicht als Sicherung der Outputrationalität, sondern als Sicherung der Prozess- und/oder Inputrationalität begreifen.<sup>126</sup>

Zum anderen ist die Differenzierung sinnvoll, weil das Bewusstsein für eine möglichst frühzeitige Rationalitätssicherung geschärft wird.<sup>127</sup> So wird unter Berücksichtigung des zeitlichen Aspekts klar, dass eine Sicherstellung der Rationalität nicht erst beim Vorliegen des Outputs, sondern schon bei der Zusammenstellung des Inputs und während der Durchführung des Prozesses erfolgen muss.<sup>128</sup>

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass ein Mix aus der Sicherstellung der Input-, Prozess- und Outputrationalität angestrebt werden sollte, der insbesondere den in der jeweiligen Entscheidungssituation vorliegenden Kompetenzbeschränkungen und Unsicherheiten angemessen Rechnung trägt.<sup>129</sup> Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass eine ständige gleichgewichtige Sicherstellung aller Rationalitätsobjekte nur selten rational ist, da dies im Allgemeinen mit Kosten

---

<sup>123</sup> Vgl. detailliert Denzau/North (1994), S. 6-13.

Wenn die genannten Voraussetzungen nicht erfüllt sind, dann ist es ex ante nicht möglich, die optimale Entscheidungsalternative zu identifizieren.

<sup>124</sup> Vgl. Kirchgässner (1991), S. 32 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 44.

<sup>125</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 51.

<sup>126</sup> Vgl. Weber (2004), S. 53 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 44.

<sup>127</sup> Vgl. Weber (2004), S. 54; Weber/Schäffer (2006), S. 44 f.

Eine Reihe von Autoren weist dem Controlling insbesondere die Wahrnehmung proaktiver Gegensteuerungsmaßnahmen zu. Vgl. beispielsweise Michel et al. (1994), S. 27 f.

<sup>128</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 51; Weber (2004), S. 54; Weber/Schäffer (2006), S. 44 f.

<sup>129</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 52.

verbunden ist.<sup>130</sup> Eine Rationalitätssicherung ist nur dann geboten, wenn ihr Nutzen die entstehenden Kosten übersteigt.<sup>131</sup>

## 2.2.2 Rationalitätssubjekt

Als Rationalitätssubjekt wird der Träger – im Allgemeinen der Manager – bezeichnet, dessen Handlungen im Hinblick auf Rationalität zu beurteilen sind. Die Verbesserung der Rationalität zielt darauf ab, einer Verfolgung persönlicher Ziele des Managers entgegenzutreten, die im Widerspruch zu den durch die obere Instanz gesteckten Zielen stehen, sowie eine Steigerung der Fähigkeiten des Managers bei gegebener objektiver Schwierigkeit der Entscheidungssituation herbeizuführen. Somit wird die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass der jeweilige Manager rational handelt.<sup>132</sup>

Dadurch bringt das von WEBER und SCHÄFFER geprägte Controllingverständnis unmittelbar die Notwendigkeit zum Ausdruck, die strengen Rationalitätsannahmen im Modell des Homo Oeconomicus im Rahmen des Controllings aufzulockern.<sup>133</sup> Demnach ist es gerade im Kontext komplexer und dynamischer Entscheidungssituationen nicht mehr zweckmäßig, von stets rational handelnden, vollständig informierten Entscheidungsträgern auszugehen.<sup>134</sup> „Abweichungen der Manager vom ‚rationalen Pfad der Tugend‘ resultieren damit [unter Berücksichtigung des zu konstatierenden, breiten Spektrums an Verhaltensverzerrungen und -fehlern, R. M.] nicht nur aus abweichenden Zielen (wie dem Streben nach individueller Macht und persönlichem Prestige), oder weil sich Manager nicht ausreichend intensiv für das Unternehmen einsetzen („Vermeidung von Arbeitsleid“). Ein wesentlicher Grund liegt vielmehr in kognitiven Begrenzungen und den daraus resultierenden Fehlern.“<sup>135</sup>

Zur Sicherstellung einer rationalen Unternehmensführung ist es in der Konsequenz erforderlich, typische Eigenschaften der Rationalitätssubjekte zu berücksichtigen, um Ursachen identifizieren zu können, die einer rationalen Aufgabenbewältigung entgegenstehen. Hierbei differenzieren WEBER und SCHÄFFER einerseits das „Wollen“ (Handeln gemäß den Anforderungen der Aufgabe beziehungsweise den Zielen des Unternehmens) und andererseits das „Können“ (Fähigkeiten

---

<sup>130</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 51.

<sup>131</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 51; Schäffer/Weber (2003), S. 5.

<sup>132</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 54 f.

<sup>133</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 33, sowie die Ausführungen des Kapitels 2.1 zu den Rationalitätsannahmen.

<sup>134</sup> Vgl. grundlegend Weber et al. (1995). Vgl. auch Meyer (2005), S. 22 f.

Die mit der Komplexität und Dynamik einhergehende Unsicherheit wird nicht absolut, sondern relativ zu den Fähigkeiten der Manager betrachtet. Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 74.

<sup>135</sup> Weber/Schäffer (2006), S. 246.

beziehungsweise Kapazitäten) des Managers.<sup>136</sup> Während die aus dem „Wollen“ entstehenden Rationalitätsdefizite durch die bereits genannte Prinzipal-Agenten-Theorie erfasst werden, repräsentiert das „Können“ eine Ursachenkategorie potentieller Rationalitätsdefizite, die einer verhaltenswissenschaftlich geprägten Perspektivenerweiterung der Controllingforschung gleichkommt.<sup>137</sup>

Mit dieser Perspektivenerweiterung folgen WEBER und SCHÄFFER nicht nur der bereits weiter oben erörterten, allgemeinen Kritik an den strengen Rationalitätsannahmen, die sich insbesondere in den Beiträgen von SIMON sowie KAHNEMAN und TVERSKY manifestiert.<sup>138</sup> Sie folgen darüber hinaus einem Plädoyer von GAULHOFER, der die Relevanz einer verhaltenswissenschaftlichen Öffnung der Controllingforschung schon sehr früh betont hat: „Neue und weitere Impulse für die Controlling-Diskussion sind [...] erst aus der verstärkten Einbeziehung der verhaltensbezogenen Aspekte des Controlling in die Diskussion zu erwarten. Dies umso mehr, als es sich beim Controlling um einen Aufgabenbereich handelt, welcher von vornherein ganz bewusst als bereichsübergreifende ‚Querschnittsfunktion‘ zur Koordination von betrieblichen Abläufen konzipiert war und ist, die in erster Linie von Menschen gestaltet und vollzogen werden. Mit dieser konzeptionellen Festlegung ist dem Controlling die Qualifizierung als vordringlich organisatorisch-verhaltensrelevantes Problemfeld quasi in die Wiege mitgegeben worden.“<sup>139</sup> Zudem korrespondiert das Verständnis der Rationalitätssicherung beispielsweise auch mit dem von PIETSCH und SCHERM vertretenen Controllingverständnis, in dem die Reflexion als eine zentrale Funktion des Controllings betont wird, die das bewusste Hinterfragen der Einschätzungen von

---

<sup>136</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 33-36.

Zur Bedeutung der beiden Dimensionen vgl. zudem Bronner (1993), S. 715 f.; Meyer/Heine (2005), S. 2; Heine et al. (2006), S. 3.

Diese Eigenschaftsannahmen beziehen sich gleichermaßen auf die Gruppe der Controller, wodurch ein Problem zweiter Ordnung entsteht, das im Folgenden jedoch nicht tiefergehend diskutiert werden soll. Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 33-36.

Das „Wollen“ und das „Können“ eines Managers lassen sich auch als dessen Leistungsbereitschaft und Leistungsfähigkeit begreifen. Vgl. Schanz (1993), Sp. 4528.

<sup>137</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 34, sowie die Darstellung des Forschungsstands (Kapitel 1.2), zur Nennung der Prinzipal-Agenten-Theorie.

Für ein allgemeines Plädoyer zur verstärkten Berücksichtigung verhaltensorientierter Aspekte in der Controllingforschung vgl. Weber et al. (2003), S. 9.

<sup>138</sup> Vgl. Kapitel 2.1.

<sup>139</sup> Gaulhofer (1989), S. 145.

Entscheidungsträgern mit begrenzten Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungsfähigkeiten beschreibt.<sup>140</sup>

### 2.2.3 Rationalitätsgrad

Neben der Frage nach dem Rationalitätsobjekt und -subjekt ist für das Verständnis des Controlling als Rationalitätssicherung der Führung schließlich auch die zentrale Frage zu beantworten, welche Rationalität für das Rationalitätssubjekt angenommen werden kann. Hierbei ist zu beachten, dass die Handlung des Managers auf der Grundlage der von ihm wahrgenommenen Situation durchaus rational sein kann.<sup>141</sup> Wenn Handlungen aus der Perspektive des Managers rational, jedoch aus der Perspektive externer Beobachter nicht rational sind, schließt sich die Folgefrage an, nach welchem Maßstab die Rationalität des Handelns zu messen ist.

In dem von WEBER und SCHÄFFER geprägten Controllingverständnis wird Rationalität als herrschende Meinung von Fachleuten hinsichtlich einer bestimmten Zweck-Mittel-Situation aufgefasst.<sup>142</sup> Auf der Grundlage der von HABERMAS entwickelten kommunikativen Rationalität wird argumentiert, dass Rationalität nicht objektiv ableitbar, aber begründbar ist. Die Begründung der Rationalität erfolgt durch einen im Diskurs der Beteiligten und Betroffenen – also Fachleuten – erzielten Konsens.<sup>143</sup> Rationalität wird aus einer Gemeinschaft von Fachleuten konstituiert und ist ex definitione nicht absolut, sondern immer nur relativ auf das aktuell vorhandene Wissensniveau bezogen.<sup>144</sup> Rationalität ist demnach immer auch situationspezifisch.<sup>145</sup> So schieben zum einen Lernprozesse und fortschreitendes Wissen die Grenzen der Rationalität

---

<sup>140</sup> Vgl. Pietsch/Scherm (2000), S. 405.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass auch HORVÁTH und KÜPPER – als klassische Vertreter einer als Koordination verstandenen Controllingfunktion – der verhaltenswissenschaftlichen Perspektivenerweiterung eine hohe Bedeutung beimessen. Vgl. Horváth (2004), S. 123, sowie Küpper (2001), S. 58-61 und 255.

Für weitere verhaltensorientierte Auseinandersetzungen mit dem Controlling vgl. beispielsweise Wielpütz (1996); Hirsch (2005). Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen des Controllings vgl. zudem Bramsemann/Heineke/Kunz (2004).

<sup>141</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 29-32; Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 56.

Speziell im Hinblick auf kognitive Beschränkungen führen BAKER, RUBACK und WURGLER in diesem Zusammenhang aus: „[B]y irrational managerial behavior we mean behavior that departs from rational expectations and expected utility maximization of the manager [...] we are concerned with situations where the manager believes that he is actually close to maximizing firm value [...] but is in fact deviating from this ideal.“ Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 35.

<sup>142</sup> Vgl. Weber (2004), S. 51; Weber/Schäffer (2006), S. 43.

<sup>143</sup> Vgl. detailliert Weber/Schäffer/Langenbach (2001) sowie Habermas (1988).

Auch wenn Rationalität nicht immer eindeutig zu bestimmen ist, so existieren doch aufgrund von Erfahrungen in dem relevanten Gebiet Vorstellungen von ihr. Vgl. Pritsch/Weber (2004), S. 73.

<sup>144</sup> Vgl. Schäffer/Weber (2001), S. 2; Schäffer/Weber (2003), S. 3.

<sup>145</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 57.

immer weiter hinaus.<sup>146</sup> Zum anderen ist auch der Schwierigkeitsgrad einer Entscheidungssituation nicht statisch, sondern kann sich dynamisch verändern.<sup>147</sup> Rationalität sollte darüber hinaus nicht mit Reflexivität gleichgesetzt werden, sondern als das Ergebnis eines fruchtbaren Zusammenspiels zwischen Intuition und Reflexion betrachtet werden.<sup>148</sup>

In der Konsequenz entspricht die Soll-Rationalität nicht der absoluten, sondern der tatsächlich erreichbaren Rationalität.<sup>149</sup> Die Diskrepanz zwischen der Soll-Rationalität und der Ist-Rationalität – als dem erreichten Rationalitätsgrad – bildet das Ausmaß an Rationalitätsdefiziten. Konkret offenbaren sich Rationalitätsdefizite in einem komparativen Vorgehen, nach dem die Defizite aus inferioren Zuständen der Rationalitätsobjekte abgeleitet werden. Bezogen auf die drei unterschiedenen Rationalitätsobjekte bedeutet dies, dass Defizite der Inputrationalität vorliegen, wenn alternative Einsatzfaktoren existieren, die hinsichtlich ihrer Effektivität und/oder der Effizienz ihres Einsatzes vorteilhafter sind als die tatsächlich eingesetzten Faktoren. Analog können Defizite der Prozessrationalität identifiziert werden, wenn ein alternativer Prozess existiert, der eine effizientere Transformation der Inputfaktoren und/oder eine effektivere Realisierung der Prozessziele ermöglicht. Von Defiziten der Outputrationalität kann schließlich gesprochen werden, wenn – aus ex-post-Sicht – alternative Handlungsergebnisse effektiver und/oder mit effizienterem Mitteleinsatz realisierbar sind. Aus Kosten-Nutzen-Überlegungen heraus erfolgt in der Regel keine Umsetzung von Rationalitätssicherungsmaßnahmen, die eine Sicherstellung der tatsächlich erreichbaren Rationalität ermöglichen, sondern jeweils eine Verbesserung der Input-, Prozess- und Outputrationalität im Vergleich zum Status Quo.

Zusammenfassend für die Darstellung des Controllingverständnisses als Rationalitätssicherung der Führung ist festzuhalten, dass das eigeninteressierte Handeln der Manager („Wollen“) sowie kognitive Beschränkungen („Können“) insbesondere in komplexen und/oder dynamischen Entscheidungssituationen eine hohe Virulenz entfalten, die sich in Rationalitätsdefiziten der Manager niederschlägt und hierdurch die Funktion des Controllings konstituiert. Dass die Annahme von Rationalitätsdefiziten und die hiermit verbundene verhaltenswissenschaftliche Perspektivenerweiterung auch für den Bereich des Finanzmanagements von Relevanz ist, wird in

---

<sup>146</sup> Vgl. Weber (2004), S. 52; Weber/Schäffer (2006), S. 43.

<sup>147</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 57.

<sup>148</sup> Vgl. detailliert Weber/Schäffer (1999b), S. 205-244. Vgl. auch Schäffer/Weber (2001), S. 2 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 252-255.

Mit dem Begriff Reflexion wird ein Willensbildungsprozess beschrieben, bei dem ausreichend explizites Wissen – beispielsweise in Form eines Entscheidungsmodells – zur Verfügung steht, um künftiges Handeln zu bestimmen. Die Informationsquellen liegen in der Erfahrung und den (externen) Daten einer speziellen Informationssuche. Vgl. Weber/Schäffer (1999b), S. 207.

<sup>149</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Florissen (2005), S. 54 f.

Kapitel 2.3 noch näher zu fundieren sein, in dem das grundlegende Verständnis zum Finanzmanagement erarbeitet wird.

## 2.3 Konkretisierung des Verständnisses zum Finanzmanagement

Die in der Zielsetzung der vorliegenden Untersuchung gestellten Fragen nach der Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement sowie der Ableitung ihrer adäquaten Adressierung im Rahmen der Rationalitätssicherung setzen ein konkreteres Verständnis des Finanzmanagements voraus.<sup>150</sup> Seine Erarbeitung wird in den folgenden beiden Abschnitten vorgestellt. Hierbei wird zunächst geklärt, welches Aufgabenspektrum Finanzmanager wahrnehmen müssen, um einen effektiven und effizienten Beitrag zur Erreichung der gemeinsamen Ziele des Unternehmens leisten zu können. Dieses Aufgabenspektrum repräsentiert sowohl den Entstehungsort der Rationalitätsdefizite als auch das Zielobjekt der Rationalitätssicherung. Da die von Finanzmanagern zu erfüllenden Aufgaben ihr Handeln charakterisieren, ist die Darstellung des Aufgabenspektrums eine wichtige Grundlage der Untersuchung (Kapitel 2.3.1). Abschließend wird gezeigt, inwiefern die Existenz von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement auf der Basis finanzierungstheoretischer Ansätze überhaupt zulässig oder sogar geboten ist, und welche Ansätze diese theoretischen Grundlagen bieten, um die Rationalitätsdefizite und die Rationalitätssicherung adäquat untersuchen zu können (Kapitel 2.3.2).

### 2.3.1 Einteilung des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement

Zwar weichen die in der finanzwissenschaftlichen Literatur vorgestellten Ansätze zur Beschreibung des Finanzmanagements voneinander ab,<sup>151</sup> insgesamt ist jedoch das Begriffsverständnis deutlich homogener als im Bereich des Controllings.<sup>152</sup> Die bestehenden Abweichungen sind zu

---

<sup>150</sup> Zu den angesprochenen Forschungsfragen vgl. Kapitel 1.3.

<sup>151</sup> Eine beispielhafte Begriffsbestimmung, die stark von den anderen Definitionen abweicht und gleichzeitig die Notwendigkeit einer besseren Abgrenzung zwischen Finanzmanagement und Controlling vor Augen führt, stellt LEHNER vor: „Finanzmanagement ist [...] strategisches und operatives Controlling und Steuerung der Finanzmittel im engeren Sinne.“ Lehner (2004), S. 4.

<sup>152</sup> Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die Anzahl von Ausarbeitungen zur Finanzwirtschaft von Unternehmen aus der Perspektive externer Kapitalgeber bei weitem die Anzahl von Ausarbeitungen übersteigt, in denen Aspekte der finanziellen Führung aus einer internen Perspektive heraus erarbeitet werden. Vgl. Süchting (1995), S. 1; Guserl/Pernsteiner (2004), S. 4.

Im Rahmen der externen Perspektive, die auch als Traditional Approach bezeichnet wird (vgl. Dewing (1920) als Beispiel einer frühen Arbeit), stehen vor allem die unterschiedlichen Arten der Finanzierungstitel (vgl. beispielsweise Perridon/Steiner (2004)) und die verschiedenen Finanzierungsanlässe über den Lebenslauf eines Unternehmens (vgl. beispielsweise Fanselow (1993)) im Mittelpunkt der Diskussion. Vgl. Süchting (1995), S. 1.

Für die vorliegende Untersuchung ist insbesondere die interne Perspektive wichtig, die auch als Managerial Approach bezeichnet wird (vgl. Dauten (1948) als Beispiel einer frühen Arbeit) und somit auf das interessierende Finanzmanagement fokussiert ist. Vgl. Süchting (1995), S. 1.

einem Großteil darauf zurückzuführen, dass Konkretisierungen zum Begriff des Finanzmanagements entweder aus einer funktionalen oder aus einer institutionalen Sicht heraus erörtert werden.<sup>153</sup> Da Fragen der betrieblichen Finanzorganisation nicht im Fokus der vorliegenden Untersuchung stehen, wird im Folgenden das funktionale Verständnis verfolgt.

Eine der funktionalen Sichtweise zuzuordnende Konkretisierung des Finanzmanagements nehmen SPERBER und SPRINK vor, die unter diesem Begriff schlicht „die zielgerichtete Steuerung aller Zahlungsströme im Unternehmen“<sup>154</sup> verstehen und das Aufgabenspektrum des Finanzmanagements nahezu übereinstimmend mit GERKE und BANK, WIELEN, ALPHEN und BERGEN, SCHULTE sowie VOLKART in vier Aufgabenbereiche einteilen (vgl. Abbildung 3):<sup>155</sup>

Dementsprechend sind Finanzmanager im Bereich des *Anlagemanagements* mit allen Aufgaben betraut, die im Zusammenhang mit der Verwendung finanzieller Mittel stehen. Die Verwendung finanzieller Mittel betrifft gleichermaßen die Anlage in Real- als auch Finanzinvestitionen. Eine angemessene Strukturierung der Investitionen bildet die wesentliche Herausforderung dieses Aufgabenbereichs.

Spiegelbildlich zum Anlagemanagement nehmen Finanzmanager im Bereich des *Beschaffungsmanagements* alle Aufgaben wahr, die im Zusammenhang mit der Beschaffung finanziel-

---

<sup>153</sup> Vgl. Seibel (1982), S. 602-604; Marx (1993), S. 47; Jacob (1996), S. 13; Zantow (2004), S. 369.

Für die beispielhafte Darstellung eines institutional geprägten Begriffsverständnisses zum Finanzmanagement vgl. Schönebeck (1994), S. 168 f.

Schon der Begriff des Managements, der in der vorliegenden Untersuchung synonym zum Begriff der Unternehmensleitung oder auch Unternehmensführung verwendet wird, kann sowohl in einem funktionalen wie auch institutionalen Sinn verstanden werden. Vgl. Staehle (1999), S. 71.

<sup>154</sup> Sperber/Sprink (1999), S. 14.

<sup>155</sup> Zu den Gemeinsamkeiten der dargestellten Einteilung des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement mit Standardwerken des internationalen Schrifttums vgl. die im Anschluss an die Nennung der einzelnen Aufgabenbereiche dargestellte Begründung der Zweckmäßigkeit dieser Einteilung.

Zur detaillierteren Beschreibung der Aufgabendifferenzierung vgl. Sperber/Sprink (1999), S. 17, sowie Gerke/Bank (1995), S. 617 (insbesondere Abbildung 1); Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 19; Gerke/Bank (2003), S. 40; Schulte (2006), S. 23; Volkart (2006), S. 58 f.

Die im Detail bestehenden Differenzen zwischen den Aufgabenstrukturierungen der genannten Autoren liegen in der Bezeichnung der jeweiligen Aufgabenbereiche begründet. Beispielsweise bezeichnen GERKE und BANK den ersten Aufgabenbereich als Anlagemanagement, während SPERBER und SPRINK diesen mit dem Begriff Investition charakterisieren oder etwa SCHULTE mit der Bezeichnung Asset Management.

Darüber hinaus ist darauf hinzuweisen, dass VOLKART, SCHULTE sowie WIELEN, ALPHEN und BERGEN die dargestellte Strukturierung nicht unter den Begriff des Finanzmanagements, sondern unter den Begriff der Corporate Finance subsumieren. Wie bereits an früherer Stelle erwähnt, werden diese beiden Bezeichnungen in der vorliegenden Untersuchung jedoch synonym verwendet. Vgl. Fußnote 1.

Schließlich ist anzumerken, dass GERKE und BANK als fünften Aufgabenbereich des Finanzmanagements noch die Informationsversorgung nennen. Da dieser als Querschnittsaufgabe bezeichnete Bereich jedoch zu Redundanzen in der Strukturierung des Aufgabenspektrums führt, wird er hier nicht als eigenständiger Aufgabenbereich berücksichtigt.



ler Mittel stehen. Zur Erfüllung dieses Aufgabenbereichs sind alle Finanzierungsquellen geeignet zu erschließen. Hierbei können interne Finanzierungsquellen (Maßnahmen der Innenfinanzierung) von externen Finanzierungsquellen (Maßnahmen der Außenfinanzierung) unterschieden werden. Korrespondierend mit dem Anlagemanagement stellt eine angemessene Strukturierung der Finanzierung eine wesentliche Herausforderung des Beschaffungsmanagements dar.

Ein weiterer Aufgabenbereich des Finanzmanagements behandelt das finanzielle **Risiko-management**. Im Rahmen dieses Aufgabenbereichs müssen alle relevanten Risiken des Finanzbereichs angemessen erfasst und bewertet sowie sinnvoll gesteuert und bewältigt werden.

Der abschließende Bereich des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement betrifft das **Intermediationsmanagement**, in dem Entscheidungen über die interne Durchführung von Finanzdienstleistungen zu treffen sind. Dieser Aufgabenbereich ist als Cash Management zu verstehen, der vorwiegend in großen, multinational agierenden Unternehmen eine hohe Relevanz besitzt. Er umfasst sowohl die Gestaltung des unternehmensweiten Zahlungsverkehrs als auch die Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten.

Aufgabenspektrum im Finanzmanagement			
Anlage-management	Beschaffungs-management	Finanzielles Risiko-management	Intermediations-management
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Realinvestitionen</li> <li>• Finanzinvestitionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innenfinanzierung</li> <li>• Außenfinanzierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken</li> <li>• Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestaltung des Zahlungsverkehrs</li> <li>• Gestaltung der Anlage und Aufnahme liquider Mittel</li> </ul>

Abbildung 3: Einteilung des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement

Die Einteilung des Aufgabenspektrums in die vier dargestellten Bereiche wird in der vorliegenden Untersuchung als Grundlage herangezogen, um sowohl die Identifikation von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement (Kapitel 3.2) als auch die Rationalitätssicherung (Kapitel 4.3) zu strukturieren. Die Zweckmäßigkeit dieser Einteilung soll im Folgenden erörtert werden.

Erstens werden mit dem Anlage- und Beschaffungsmanagements die Aufgabenfelder der Investition und Finanzierung berücksichtigt, denen in der einschlägigen Literatur zum Finanzmanagement regelmäßig die größte Bedeutung zugesprochen wird.<sup>156</sup> Diese exponierte Stellung wird aus dem Verständnis abgeleitet, dass im Finanzmanagement allgemein eine Abstimmung finanzieller

<sup>156</sup> Der Begriff der Investition (Finanzierung) bezeichnet alle Maßnahmen, die der zielgerichteten Nutzung (Bereitstellung) von Kapital dienen. Vgl. Gerke/Bank (2003), S. 2. Vgl. ähnlich Swoboda (1996), S. 15. Für weitere Begriffsverständnisse vgl. beispielsweise Schneider (1992), S. 20 f.; Schmidt/Terberger (1997), S. 52 und 57.

Vorgänge stattfindet, die sich einerseits innerhalb des eigenen Unternehmens ereignen und andererseits auf den Finanz- und Kapitalmärkten eintreten.<sup>157</sup> Die beiden Kernfragen des Finanzmanagements sind demzufolge: (1) Für welche rentablen Projekte sind finanzielle Mittel bereitzustellen (Capital Budgeting Decision)? und (2) Wie können die benötigten finanziellen Mittel bestmöglich beschafft werden (Financing Decision)?<sup>158</sup>

Zweitens trägt die Berücksichtigung des finanziellen Risikomanagements sowie des Intermediationsmanagements zwei Aufgabenbereichen des Finanzmanagements Rechnung, die aufgrund der wachsenden Bedeutung finanzieller Risiken sowie aufgrund des – auch durch die zunehmende Disintermediation erkennbar – wachsenden Rentabilitätsstrebens gerade in den letzten Jahren viel Aufmerksamkeit erfahren haben.<sup>159</sup> Diese Bedeutung reflektieren nicht nur die in der Einleitung bereits genannten Quellen,<sup>160</sup> sondern auch Ergebnisse empirischer Untersuchungen zu den im Finanzmanagement verfolgten Zielen. Hierin kommt zum Ausdruck, dass Finanzmanager über das Liquiditätsziel (Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit) hinaus dem Sicherheitsziel (Absicherung gegen Risiken des Finanzbereichs) sowie dem Rentabilitätsziel (Maximierung des Finanzergebnisses) eine zunehmend hohe Relevanz zusprechen.<sup>161</sup>

Schließlich ist drittens die Einteilung in die vorgestellten Aufgabenbereiche eine Differenzierung, die das Aufgabenspektrum umfassend abdeckt und darüber hinaus – unter Beachtung relevanter Zusammenhänge – eine überschneidungsfreie Ausdifferenzierung der einzelnen Teilaufgaben erlaubt, die von Finanzmanagern in der Praxis wahrzunehmen sind und bei denen – wie in Kapitel 3.2 noch zu zeigen sein wird – unterschiedliche Rationalitätsdefizite virulent sein können. Um die Nachvollziehbarkeit dieser Ausführungen zu erhöhen, wird die Ausdifferenzierung der einzelnen Teilaufgaben erst in Kapitel 3.2 vorgenommen. Dadurch ist es möglich, die

---

<sup>157</sup> Vgl. Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 7 f.; Brealey/Myers (2003), S. 5. Vgl. ähnlich Weston/Copeland (1992), S. 6; Gebhardt/Gerke/Steiner (1993), S. 7-10; Perridon/Steiner (2004), S. 8 f.

<sup>158</sup> Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 5. Vgl. ähnlich Rudolph (1989), Sp. 651; Van Horne (1992), S. 10; Weston/Copeland (1992), S. 5; Pike/Neale (1993), S. 7; Bodie/Merton (1998), S. 6; Shapiro (2002), S. 18.

<sup>159</sup> Vgl. die zu Beginn von Kapitel 1.1 erörterten Veränderungen der Rahmenbedingungen im Finanzmanagement.

<sup>160</sup> Vgl. Kapitel 1.2, insbesondere Fußnote 23.

<sup>161</sup> Für frühe empirische Belege vgl. Stonehill et al. (1975), S. 32; Stanley/Block (1983), S. 63.

Vgl. zudem Wossidlo (1993), S. 454, sowie Pausenberger/Glaum (1993a), S. 43, Fußnote 7, die aufzeigen, dass die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit im operativen Geschäft für viele multinational agierende große Unternehmen kein ernsthaftes Problem darstellt.

Für eine detaillierte Klassifizierung der finanzwirtschaftlichen Zielsetzung multinational agierender Unternehmen vgl. Eilenberger (1987), S. 60, Abbildung 13.

Darüber hinaus sei erwähnt, dass einige Autoren das Ziel der Schaffung von Flexibilität als eine weitere wichtige Zielsetzung des Finanzmanagements nennen. Vgl. Ulrich (1980), S. 10; Jacob (1996), S. 36. Vgl. ähnlich Franke/Hax (1999), S. 16 f.; Perridon/Steiner (2004), S. 10; Schulte (2006), S. 3.

nach herrschender Lehrmeinung zu leistende Aufgabenwahrnehmung direkt suboptimalen Aufgabenwahrnehmungen aus der Praxis gegenüberzustellen.<sup>162</sup>

Mit der Einteilung des Aufgabenspektrums ist eine Grundlage erarbeitet worden, die das allgemeine Verständnis des Finanzmanagements zum Ausdruck bringt, auf dem die vorliegende Untersuchung basiert. Im Hinblick auf die gestellten Forschungsfragen ist jedoch nicht nur ein Verständnis dafür wichtig, innerhalb welcher Aufgaben Rationalitätsdefizite auftreten können, die eine Rationalitätssicherung erforderlich machen. Ebenso wichtig ist darüber hinaus ein konkretisiertes Verständnis über die Zulässigkeit oder sogar Notwendigkeit der Erörterung potentieller Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement. Dieses Verständnis wird im Folgenden zu fundieren sein, indem die theoretischen Grundlagen des Finanzmanagements im Hinblick auf die formulierten Forschungsfragen diskutiert werden (Kapitel 2.3.2).

### 2.3.2 Finanzierungstheoretische Grundlagen der Rationalitätsdefizite und der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement

Der aktuelle Abschnitt folgt dem grundlegenden Gedanken, dass die genannten Aufgabebereiche von Finanzmanagern nicht in einer Form erfüllt werden, die stets strengen Rationalitätsannahmen standhält.<sup>163</sup> Dabei handelt es sich nicht nur um eine notwendige Voraussetzung für die vorliegende Untersuchung, sondern auch um eine sinnvolle Weiterentwicklung der Ansätze der Finanzierungstheorie, die die theoretische Grundlage für die Analyse der Rationalitätsdefizite sowie die Ableitung der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement bildet.<sup>164</sup>

Gegenstand der Finanzierungstheorie sind Entscheidungen über die Beschaffung und Verwendung finanzieller Mittel in einem Unternehmen sowie die Märkte und Institutionen, die finanzielle Mittel für die Unternehmen bereitstellen oder vermitteln.<sup>165</sup> In der Finanzierungstheorie wird die Finanzwirtschaft der Unternehmen aus einer entscheidungstheoretisch<sup>166</sup> geprägten Perspektive betrachtet.<sup>167</sup> Wichtige Grundlagen der Finanzierungstheorie werden einerseits in neoklas-

---

<sup>162</sup> Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass die Einteilung des Aufgabenspektrums durchaus mit der Einteilung des Führungszyklus kombiniert werden kann, um das Finanzmanagement im Ergebnis in Form einer Matrix zu beschreiben. Für dieses Vorgehen vgl. beispielsweise Hauschildt/Sachs/Witte (1981), S. 15.

Da hierdurch jedoch eine noch höhere Komplexität geschaffen wird, die zur Beantwortung der Forschungsfragen nicht zweckmäßig erscheint, soll in der vorliegenden Untersuchung auf eine derartige Matrixbeschreibung verzichtet werden.

<sup>163</sup> Zu den strengen Rationalitätsannahmen vgl. Kapitel 2.1.

<sup>164</sup> Die Finanzierungstheorie ist ein Teilgebiet der Finanzierungslehre. Vgl. Vormbaum (1995), S. 42.

<sup>165</sup> Vgl. Vormbaum (1995), S. 42; Rudolph (2002), Sp. 549, sowie detailliert Breuer (1998).

<sup>166</sup> Entscheidungstheorien bestehen aus Konzepten und Methoden, die einen Entscheidungsträger bei der Bewältigung komplexer Entscheidungsprobleme unterstützen, um den Rationalitätsgrad einer Entscheidung zu erhöhen. Vgl. Eisenführ (2002), Sp. 359 f.

<sup>167</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 550.

sischen, andererseits in neoinstitutionalistischen Ansätzen erfasst.<sup>168</sup> Im Folgenden sollen diese kurz vorgestellt und ihre Weiterentwicklung beziehungsweise Ergänzung durch den Ansatz der Behavioral Finance dargelegt werden.

Nach neoklassischer Vorstellung können sich Unternehmen an einem vollkommenen<sup>169</sup> und vollständigen<sup>170</sup> Kapitalmarkt<sup>171</sup> finanzieren.<sup>172</sup> Diese Vorstellung umfasst insbesondere die Annahmen, dass eine Inanspruchnahme der Märkte keine Kosten verursacht, keine Friktionen auftreten und alle Marktteilnehmer – also sowohl Unternehmen als auch Kapitalanleger – über den gleichen Informationsstand verfügen.<sup>173</sup> Unter diesen Annahmen befindet sich der Markt im Gleichgewicht, wenn es nicht möglich ist, bei gegebenen Preisen durch Kauf und Verkauf beliebiger aus Finanzierungstiteln zusammengesetzter Positionen einen sicheren Gewinn zu realisieren (Arbitragefreiheit).<sup>174</sup> Die wohl bekannteste aus der Arbitragefreiheit abgeleitete These ist die 1958 von MODIGLIANI und MILLER entwickelte Aussage, dass in der Kombination von Eigen- und Fremdfinanzierung kein optimaler Verschuldungsgrad im Sinne einer Maximierung des Marktwerts des Unternehmens oder der Minimierung der durchschnittlichen Kapitalkosten existiert (Irrelevanztheorem).<sup>175</sup>

Auch wenn die neoklassische Finanzierungstheorie sehr bedeutende Bewertungsansätze für den Fall eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkts liefern kann, veranschaulicht das Beispiel des Irrelevanztheorems doch die Grenzen neoklassischer Erklärungsansätze. Im Allgemeinen existiert in diesen Modellansätzen keine Begründung für die Ausgabe unterschiedlicher Finanzierungstitel, die Wahl einer bestimmten Kapitalstruktur oder die Verfolgung einer bestimmten Emissions- und Ausschüttungspolitik.<sup>176</sup> Ob Kapital bei Finanzintermediären oder am anonymen Kapitalmarkt beschafft wird, ist ebenso irrelevant für den Marktwert des Unter-

---

<sup>168</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 549; Perridon/Steiner (2004), S. 19-25.

<sup>169</sup> Als vollkommen wird ein Kapitalmarkt bezeichnet, wenn der Preis, zu dem ein Zahlungsstrom zu einem bestimmten Zeitpunkt gehandelt wird, für jeden Marktteilnehmer, unabhängig davon, ob er als Käufer oder Verkäufer auftritt, gleich und gegeben ist. Es gibt damit auch niemanden, der den Preis beeinflussen kann. Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 57 und 91.

<sup>170</sup> Als vollständig wird ein Kapitalmarkt bezeichnet, wenn jeder beliebige Zahlungsstrom gehandelt werden kann, unabhängig davon, welche Höhe, welche zeitliche Struktur und welche Unsicherheit er aufweist. Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 57 und 91.

<sup>171</sup> Der Begriff Kapitalmarkt wird in der vorliegenden Untersuchung als Oberbegriff für alle Finanzierungstitelmärkte verstanden. Primär- und Sekundärmärkte zählen hierzu gleichermaßen wie Märkte für derivative Finanzinstrumente. Vgl. Schneider (1992), S. 12; Neus/Hirth (2001), Sp. 1305.

<sup>172</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 551; Perridon/Steiner (2004), S. 21 f.

<sup>173</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 551; Perridon/Steiner (2004), S. 21 f.

<sup>174</sup> Vgl. grundlegend Arrow (1964); Debreu (1965); Varian (1987) sowie allgemein Ross (2005), S. 1 f.

<sup>175</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 268 f. und 273.

<sup>176</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 551; Perridon/Steiner (2004), S. 24.

nehmens wie die Wahl des Verschuldungsgrades.<sup>177</sup> Marktwertsteigerungen sind lediglich über neue realwirtschaftliche Investitionsprojekte erreichbar,<sup>178</sup> da es unerheblich ist, wie die Finanzierung von Investitionen erfolgt.<sup>179</sup> Schon die Finanzintermediäre sind aufgrund vollkommener Markttransparenz, unendlich großer Reaktionsgeschwindigkeit und Präferenzfreiheit der Marktteilnehmer ohne Bedeutung; die neoklassische Finanzierungstheorie ist frei von Institutionen.<sup>180</sup> Das angeführte Beispiel des Irrelevanztheorems führt vor Augen, dass neoklassische Annahmen der Finanzierungstheorie keinen Raum für Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement bieten. Ross hält fest: „The MM Theorem [Modigliani Miller Theorem oder auch Irrelevanztheorem, R. M.] teaches us that in the pristine environment of perfect markets with no frictions and no asymmetries in information, corporate finance is irrelevant.“<sup>181</sup> Diese Ansätze sind nicht dazu geeignet, die Notwendigkeit einer Untersuchung von Rationalitätsdefiziten beziehungsweise der Erarbeitung einer Rationalitätssicherung zu begründen, und stellen somit kein Analysekonstrukt bereit, mit dem die Forschungsfragen der vorliegenden Untersuchung beantwortet werden könnten.

Im Unterschied dazu können die neoinstitutionalistischen Ansätze der Finanzierungstheorie<sup>182</sup>, die auf den gleichgewichtsorientierten, neoklassischen Ansätzen aufbauen,<sup>183</sup> beispielsweise Erklärungen zur Finanzierungspolitik von Unternehmen, zur Existenz und zum Einsatz unterschiedlicher Arten von Finanzierungstiteln oder auch zur Funktionsweise der bestehenden Kapitalmärkte liefern, die mit Erklärungsversuchen auf Basis neoklassischer Finanzierungstheorien ungelöst bleiben.<sup>184</sup> Diese Erklärungsmöglichkeiten liegen darin begründet, dass im Rahmen der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie ökonomische Institutionen<sup>185</sup> – und zwar in

---

<sup>177</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 268 f. und 288; Hax/Hartmann-Wendels/Hinten (1988), S. 692 f.; Rudolph (1991), S. 32 und 38; Franke/Hax (1999), S. 328-342 und 467 f.; Bank (2001), Sp. 839 f.; Rudolph (2002), Sp. 551.

<sup>178</sup> Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 532; Rudolph (2002), Sp. 551.

<sup>179</sup> Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 63-65.

<sup>180</sup> Vgl. Schmidt (1981), S. 136; Schmidt/Terberger (1997), S. 65; Perridon/Steiner (2004), S. 24.

<sup>181</sup> Ross (2005), S. 20. Vgl. ähnlich Butler (2004), S. 408.

<sup>182</sup> Die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie ist in den Theoriekomplex der Neuen Institutionenökonomik eingebettet, der über finanzwissenschaftliche Aussagen hinausgehend die grundlegende Frage thematisiert, warum Unternehmen existieren. Vgl. hierzu stellvertretend für viele Richter (1991), S. 401-415; Richter/Furubotn (2003), S. 394-510.

<sup>183</sup> Vgl. Schmidt (1981), S. 137; Schmidt/Terberger (1997), S. 72.

<sup>184</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 306 f.; Schmidt (1981), S. 136-140; Hax/Hartmann-Wendels/Hinten (1988), S. 692 f. und 704; Rudolph (1991), S. 38; Schmidt/Terberger (1997), S. 72; Franke/Hax (1999), S. 480; Achleitner/Charifzadeh (2002), S. 53; Rudolph (2002), Sp. 552; Perridon/Steiner (2004), S. 24 f.

<sup>185</sup> Institutionen werden als allgemeine Regelsysteme verstanden, die „Akteuren bestimmte Handlungsweisen erlauben, gebieten oder verbieten“ und hierdurch Interaktionen strukturieren. Homann/Suchanek (2000), S. 118.

einem weiteren, auch vertragliche und organisatorische Arrangements einschließenden Sinne – explizit berücksichtigt werden.<sup>186</sup> Sie werden als Reaktionen auf vorwiegend informationsbedingte, marktliche Funktionsprobleme verstanden.<sup>187</sup> Dementsprechend wird beispielsweise berücksichtigt, dass zwischen den Kapitalgebern eines Unternehmens und den Trägern finanzieller Entscheidungen im Unternehmen (Finanzmanager) häufig fundamentale Interessen- und Informationsunterschiede bestehen.<sup>188</sup>

Ein für die vorliegende Untersuchung bedeutender Baustein der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie betrifft die Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>189</sup> Ihren Ausgangspunkt bildet eine Delegationsbeziehung, in der ein Agent im Auftrag eines Prinzipals eine Aufgabe ausführt.<sup>190</sup> Im Zentrum der Analyse stehen insbesondere die unterschiedlichen Interessen der beiden Delegationspartner.<sup>191</sup> Die Operationalisierung dieses Interessenkonflikts erfolgt über die Nutzenfunktionen des Prinzipals und des Agenten.<sup>192</sup> Während der Prinzipal ein möglichst hohes Ergebnis abzüglich der Entlohnungskosten anstrebt, umfasst die Nutzenfunktion des Agenten neben einer möglichst hohen Entlohnung auch noch das „Arbeitsleid“, dessen Ausmaß aus der Sicht des Agenten so gering wie möglich ausfallen sollte. Bei vollständiger Information wäre der Interessenkonflikt unproblematisch, da der Prinzipal das Anstrengungsniveau des Agenten vollständig einschätzen und entsprechend entlohnen könnte. Effizienzverluste in der Delegationsbeziehung treten jedoch auf, wenn eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Prinzipal und

<sup>186</sup> Vgl. Schmidt (1981), S. 137; Schmidt/Terberger (1997), S. 78; Meyer/Heine (2005), S. 11.

<sup>187</sup> Vgl. Schmidt (1981), S. 137; Schmidt/Terberger (1997), S. 66 f.

Unternehmen werden somit nicht mehr als eine ausschließlich mit dem Ziel der Gewinnmaximierung agierende Black Box begriffen, in der beispielsweise die Trennung von Eigentum und Kontrolle ebenso irrelevant ist wie die Unternehmensgröße. Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 306 f.; Jensen (1983), S. 324-328.

<sup>188</sup> Vgl. Rudolph (2002), Sp. 552; Perridon/Steiner (2004), S. 24.

<sup>189</sup> Wesentliche Bausteine der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie sind die Property-Rights-Theorie, die Transaktionskostentheorie und die Prinzipal-Agenten-Theorie (vgl. exemplarisch für diese Einteilung Picot (1991), S. 144; Schmidt/Terberger (1997), S. 396), von denen im Folgenden lediglich die Prinzipal-Agenten-Theorie vorgestellt wird, die – wie noch näher auszuführen sein wird – einen adäquaten Erklärungsansatz darstellt, um Rationalitätsdefizite von Finanzmanagern über deren eigeninteressiertes Handeln zu erklären.

Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit der Property-Rights-Theorie vgl. Coase (1960); Alchian (1965); Demsetz (1967). Vgl. auch Wenger (1993), Sp. 4495-4507.

Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit der Transaktionskostentheorie vgl. Williamson (1973); Williamson (1975); Williamson (1985).

<sup>190</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308; Gerke (2001), Sp. 24; Meyer (2005), S. 17.

<sup>191</sup> Vgl. Meyer (2005), S. 17.

Die adressierte Problematik der Aufgabendelegation ist, im Sinne der einfachst möglichen und damit „atomistischen“ Form einer hierarchischen Beziehung, ein Grundmuster der Betriebswirtschaft und damit in den unterschiedlichsten Kontexten anzutreffen. Vgl. Meyer/Heine (2005), S. 11 f. Eine klassische Anwendung erfährt die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Analyse von Eigentümer-Manager-Verhältnissen. Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305-360.

<sup>192</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Meyer (2005), S. 17.

Agent angenommen wird. Sie beschreibt den Umstand, dass der Prinzipal lediglich das Ergebnis der Handlungen des Agenten, jedoch nicht mehr unmittelbar das Verhalten selbst beobachten kann. Dem Agenten eröffnen sich in dieser Situation Handlungsspielräume, die den Prinzipal annehmen lassen können, dass sich der Agent nicht mehr gemäß den Interessen des Prinzipals verhält (Opportunismusgefahr) und der Prinzipal dies nicht erkennen und somit auch nicht sanktionieren kann.<sup>193</sup>

Im Unterschied zum neoklassischen liefert der neoinstitutionalistische Ansatz in Form der Prinzipal-Agenten-Theorie eine für die Problemstellung der vorliegenden Untersuchung geeignete Basis, die eine Betrachtung von Rationalitätsdefiziten grundsätzlich begründet und gleichzeitig Hinweise bietet, wie diese zu erklären und zu beheben sind. Demnach können Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement aus Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten resultieren, die in der Delegationsbeziehung zum Finanzmanagement auftreten.<sup>194</sup> So sind Instanzen, die einem Finanzmanager überstellt sind (beispielsweise der Vorstandsvorsitzende oder auch der Aufsichtsrat) schlechter über finanzwirtschaftliche Dispositionen informiert als der oberste Finanzmanager.<sup>195</sup> Es besteht die Gefahr, dass der Finanzmanager die bestehende Informationsasymmetrie nutzt, um eigene Interessen zu verfolgen, die im Widerspruch zu den gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen.<sup>196</sup>

Jedoch ist auch das aufgezeigte Erklärungspotential der Prinzipal-Agenten-Theorie begrenzt. Grenzen liegen in den getroffenen Annahmen zu verhaltensbestimmenden Einflussfaktoren begründet, die einen stark vereinfachenden Charakter besitzen.<sup>197</sup> Am Beispiel der theoretischen Behandlung von Wissensdefiziten, die insbesondere in komplexen und dynamischen Entscheidungssituationen eines Finanzmanagers eine hohe Relevanz entfalten, ist demnach der spezifische Zuschnitt der Prinzipal-Agenten-Theorie zu beachten.<sup>198</sup> Wissensdefizite werden lediglich in der Problemexposition in Gestalt der asymmetrischen Informationsverteilung verarbeitet und somit ausschließlich als Ursache von Anreizproblemen betrachtet. Die Annahme eines Wissensdefizits des Prinzipals betrifft lediglich die konkreten „Ausführungshandlungen“ des Finanzmanagers. Mit Ausnahme dieser spezifischen Informationsasymmetrie verfügen beide Parteien hinsichtlich der delegierten Aufgabe gleichermaßen über die vollständige Kenntnis des Ent-

---

<sup>193</sup> Vgl. Meyer/Heine (2005), S. 12; Meyer (2005), S. 17 f.

<sup>194</sup> Vgl. allgemein Jensen/Meckling (1976), S. 306; Breid (1995), S. 822 f.; Franke/Hax (2003), S. 420 f.

<sup>195</sup> Vgl. allgemein Jensen/Meckling (1976), S. 306; Breid (1995), S. 822 f.; Franke/Hax (2003), S. 420 f.

<sup>196</sup> Vgl. allgemein Jensen/Meckling (1976), S. 306; Breid (1995), S. 822 f.; Franke/Hax (2003), S. 420 f.

<sup>197</sup> Vgl. allgemein Gerke (2001), Sp. 34 f.; Rudolph (2002), Sp. 554.

<sup>198</sup> Vgl. hierzu und zum Folgenden ohne konkreten Bezug zum Finanzmanagement Meyer (2005), S. 18.

scheidungsraums.<sup>199</sup> In der Prinzipal-Agenten-Theorie wird – wie schon bei den neoklassischen Ansätzen der Finanzierungstheorie – in aller Regel weiterhin angenommen, dass sich Entscheidungsträger gemäß dem Rationalprinzip verhalten.<sup>200</sup> Für komplexe, dynamische Entscheidungssituationen ist eine derartige Modellierung allerdings nicht mehr ausreichend.<sup>201</sup>

Die Notwendigkeit, der vorliegenden Problemstellung nicht nur einen Erklärungsansatz zugrunde zu legen, in dem das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager reflektiert wird, ergibt sich, wenn beispielsweise Rationalitätsdefizite aus dem Bereich des Managements finanzieller Risiken näher betrachtet werden.<sup>202</sup> Um der Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement nicht zu sehr vorzugreifen, sei hier lediglich erwähnt, dass entsprechend empirischen Evidenzen Finanzmanager teilweise Absicherungsgeschäfte zu Risikopositionen abschließen, obwohl innerhalb des Unternehmens weitere Positionen bestehen, die das vom Finanzmanager abgesicherte Risiko bereits ausgeglichen hätten. Eine derartige Fehlentscheidung zieht nicht nur unnötige Kosten der Absicherung nach sich, sondern kann darüber hinaus statt einer Reduktion sogar die Erhöhung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens bewirken.<sup>203</sup> Allein das Eigeninteresse des Finanzmanagers bietet keine erschöpfende Erklärungsbasis für diese Fehlentscheidung: Zwar lässt sich diese (noch) über die mangelnde Sorgfalt eines Finanzmanagers begründen, unklar bleibt hierbei jedoch die Frage, warum ein Finanzmanager in einer konsequenten Verfolgung dieses Interesses nicht komplett auf die Umsetzung dieser Absicherungsmaßnahme verzichtet, um das Arbeitsleid noch weiter zu reduzieren. Einen fruchtbaren Erklärungsansatz bieten jedoch die Verhaltenswissenschaften, die beispielsweise empirisch nachweisen, dass Individuen unterschiedliche Zahlungsströme häufig separat voneinander wahrnehmen und bewerten (Phänomen des Mental Accountings) und somit Gefahr

---

<sup>199</sup> Dieses Wissen ist eine Voraussetzung zur Ausgestaltung des optimalen Anreizvertrages. Vgl. Meyer/Heine (2005), S. 13 f. sowie 21; Meyer (2005), S. 19, Fußnote 71.

<sup>200</sup> Vgl. Shefrin (2001a), S. 113; Rudolph (2002), Sp. 550; Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 1; Meyer (2005), S. 22.

Auch RICHTER und FURUBOTN geben an, dass die Annahme einer vollkommenen individuellen Rationalität gerade in Arbeiten zur Prinzipal-Agenten-Theorie vorherrschend ist. Vgl. Richter/Furubotn (2003), S. 4.

<sup>201</sup> Vgl. Meyer (2005), S. 19.

Des Weiteren ist anzuzweifeln, ob Interessenkonflikte tatsächlich durchgehend in jener von der Prinzipal-Agenten-Theorie postulierten Radikalität auftreten und ausgetragen werden. Vgl. Gerke (2001), Sp. 35.

In diesem Zusammenhang konstatiert CAMERER: „In experiments, people routinely reject profitable bargains they think are unfair, contribute substantially to public goods and do not take full advantage of others when they can (exhibiting surprisingly little moral hazard).“ Camerer (1997), S. 168.

<sup>202</sup> Als weiteres, bereits genanntes Beispiel zur Notwendigkeit einer Berücksichtigung von Erklärungsansätzen, die über das eigeninteressierte Handeln hinausgehen, vgl. das in Kapitel 1.2 erwähnte Phänomen des Planungsoptimismus.

<sup>203</sup> Beispielsweise in Form von zwei Fremdwährungspositionen mit entgegengesetztem Vorzeichen. Vgl. detailliert Kapitel 3.2.3.2.3.2 und die dort angegebene Literatur.



laufen, bei der komplexen, dynamischen Aufgabe zum Risikomanagement relevante Korrelationen zu übersehen (Virulenz der Wissensdefizite).<sup>204</sup> Deshalb erscheint es notwendig, die strengen Rationalitätsannahmen zu lockern, um auch das sich auf der Basis kognitiver Beschränkungen eröffnende Erklärungspotential zu nutzen und die Voraussetzung dafür zu schaffen, das Handeln von Finanzmanagern umfassender erklären zu können als nur auf der Basis der Prinzipal-Agenten-Theorie. Genau diesem Ansatz folgt die Behavioral Finance, für deren Integration in die Finanzierungstheorie sich gerade in jüngerer Zeit Stimmen häufen, weil sie beobachtbares, mit einem globalen Rationalitätskonzept aber nicht zu vereinbarendes Verhalten modellieren kann.<sup>205</sup>

Während der neoinstitutionalistische Ansatz eine Weiterentwicklung des neoklassischen Ansatzes darstellt, weil institutionelle Arrangements in den Fokus der Betrachtung rücken und in diesem Zusammenhang die Annahme vollkommener und vollständiger Märkte in Frage gestellt wird,<sup>206</sup> ist die Behavioral Finance Ausdruck eines Wandels in den Erklärungsansätzen, weil sie darüber hinaus auch die Annahme des Rationalprinzips in Frage stellt.<sup>207</sup> Ansätze der Behavioral Finance behandeln die Frage nach dem Verhalten und nach der Art, wie Informationen verarbeitet werden.<sup>208</sup> Hierdurch lassen sich Rationalitätsdefizite nicht nur auf der Basis des eigeninteressierten Handelns in Form von Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten (Prinzipal-Agenten-Theorie), sondern auch auf der Basis kognitiver Beschränkungen erklären.<sup>209</sup> Zwei Forschungszweige prägen den Ansatz der Behavioral Finance: der Irrational Investors Approach sowie der Irrational Managers Approach, der auch als Behavioral Corporate Finance bezeichnet wird.<sup>210</sup>

Im Irrational Investors Approach wird die Annahme aufgegeben, dass der auf den Märkten zustande kommende Preis eines Finanzierungstitels das Ergebnis der Entscheidungen rational handelnder Investoren sei, die unverzerrte Prognosen auf der Basis fundamentaler Werte eines

---

<sup>204</sup> Vgl. detailliert Kapitel 3.1.2 und die dort angegebene Literatur.

<sup>205</sup> Vgl. Fromlet (2001), S. 65; Hilton (2001), S. 37; Rudolph (2002), Sp. 550.

In diesem Zusammenhang trifft THALER die folgende Vorhersage: „I predict that in the not-too-distant future, the term ‚behavioral finance‘ will be correctly viewed as a redundant phrase. What other kind of finance is there? In their enlightenment, economists will routinely incorporate as much ‚behavior‘ into their models as they observe in the real world. After all, to do otherwise would be irrational.“ Thaler (1999), S. 16.

<sup>206</sup> Im Gegensatz zur Annahme eines vollkommenen und vollständigen Marktes wird davon ausgegangen, dass nicht alle Beteiligten über den gleichen Informationsstand verfügen. Vgl. Rudolph (2002), Sp. 550.

<sup>207</sup> Vgl. Hilton (2001), S. 37; Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 527.

<sup>208</sup> Vgl. Fromlet (2001), S. 65.

<sup>209</sup> Vgl. Shefrin (2001a), S. 113; Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 542.

Der Forschungsansatz der Behavioral Finance stellt kein neues Paradigma der Finanzwissenschaften dar. Er ist vielmehr als ein Versuch zu verstehen, traditionelle finanzwissenschaftliche Modelle sinnvoll zu erweitern.

<sup>210</sup> Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 1 f., sowie Kapitel 1.2.

Unternehmens widerspiegeln.<sup>211</sup> Die Preise von Finanzierungstiteln können demzufolge Unterbeziehungsweise Überbewertungen aufweisen, die über Rationalitätsdefizite der Investoren erklärt werden.<sup>212</sup> Die Lockerung der Rationalitätsannahme erstreckt sich im Irrational Investors Approach jedoch lediglich auf die Gruppe der Investoren, aber nicht auf die Gruppe der Finanzmanager. Für sie wird nach wie vor rationales Handeln unterstellt.

Spiegelbildlich wird im Irrational Managers Approach (Behavioral Corporate Finance) angenommen, dass die Entscheidungen der Finanzmanager Rationalitätsdefizite aufweisen, während den Investoren auf Finanz- und Kapitalmärkten rationales Handeln unterstellt wird.<sup>213</sup> Somit korrespondiert der Ansatz der Behavioral Corporate Finance genau mit der vorliegenden Forschungsfrage nach der Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanz-

---

<sup>211</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Shefrin (2001a), S. 113 f.; Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 1 f. und 4 f.

Zur hohen Bedeutung, die den nicht fundamentalen Werten eines Unternehmens, wie beispielsweise dessen Image, bei Anlageentscheidungen zukommt, vgl. beispielsweise MacGregor et al. (2000), S. 104-110.

<sup>212</sup> Die Frage, ob Fehlbewertungen auf Kapital- und Finanzmärkten existieren und sich hieraus beispielsweise Strategien ableiten lassen, die zur Realisierung risikofreier Arbitragegeschäfte genutzt werden können, wird in der Literatur intensiv diskutiert. Vgl. beispielsweise Fama (1991) versus Lakonishok/Shleifer/Vishny (1994). Zahlreiche Belege unterstützen die Annahme der grundsätzlichen Möglichkeit von Fehlbewertungen auf den Kapital- und Finanzmärkten. Vgl. Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 529. Für empirische Evidenzen vgl. beispielsweise De Long et al. (1990); Froot/Dabora (1999); Lamont/Thaler (2003).

Diese Diskussionen stehen nicht im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass Kritiker, die die Existenz von Arbitragemöglichkeiten bezweifeln, noch nicht das gesamte Forschungsgebiet der Behavioral Finance in Frage stellen. SHEFRIN äußert sich hierzu wie folgt: „It is important to understand that even behaviorists would not make the jump to conclude from the evidence that markets are generally inefficient.“ Shefrin (2007), S. 76.

STATMAN konstatiert: „Market efficiency is at the center of the battle of standard finance versus behavioral finance versus investment professionals. But the battle is not joined because the term ‚market efficiency‘ has two meanings. One meaning is that investors cannot systematically beat the market. The other is that security prices are rational. Rational prices reflect only utilitarian characteristics, such as risk, not value-expressive characteristics, such as sentiment. Behavioral finance has shown, however, that value-expressive characteristics matter in both investor choices and asset prices. Therefore, the discipline of finance would do well to accept the first meaning of market efficiency and reject the notion that security prices are rational. We could then stop fighting the market efficiency battle and focus on exploring (1) asset-pricing models that reflect both value-expressive and utilitarian characteristics and (2) the benefits, both utilitarian and value expressive, that investment professionals provide to investors.“ [Im Original kursiv], Statman (1999), S. 18.

<sup>213</sup> Vgl. Shefrin (2001a), S. 113; Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 2.

In Abgrenzung zum eigeninteressierten Handeln beschreiben BARBERIS und THALER den Irrational Managers Approach (Behavioral Corporate Finance) wie folgt: „These [irrational managers, R. M.] *think* that they are maximizing firm value, even if in reality, they are not.“ [Hervorhebungen im Original], Barberis/Thaler (2003), S. 1109 f.

management.<sup>214</sup> Wie in der Einleitung der Untersuchung bereits ausgeführt, ist diese Frage bislang nur fragmentarisch bearbeitet worden.<sup>215</sup>

Bemerkenswert ist die Existenz dieses Forschungsdefizits insofern, als zwei allgemein vorgebrachte Einwände gegen Ansätze der Behavioral Finance gerade in Bezug auf die Behavioral Corporate Finance nicht überzeugend erscheinen.<sup>216</sup> So wird zum einen am Forschungsgebiet der Behavioral Finance kritisiert, dass gegebenenfalls vorhandene Rationalitätsdefizite eines Investors auf dem Kapital- und Finanzmarkt über Arbitrageprozesse begrenzt würden. Demzufolge würden rationale Investoren Gewinne erwirtschaften, indem sie Rationalitätsdefizite anderer Investoren ausnutzen.<sup>217</sup> Zum anderen wird die Kritik geübt, dass Rationalitätsdefizite mit zunehmender Erfahrung infolge von Lernprozessen an Bedeutung verlieren müssten. Beide Einwände sind in Bezug auf die Behavioral Corporate Finance allerdings von untergeordneter Bedeutung. So verliert der erste Kritikpunkt an Relevanz, wenn in Betracht gezogen wird, dass viele weitreichende Entscheidungen der Finanzmanager unternehmensintern durchgeführt werden und somit nicht über Arbitrageprozesse der Finanz- und Kapitalmärkte begrenzt werden können. Auch die Bedeutung des zweiten Kritikpunktes wird relativiert, wenn in Betracht gezogen wird, dass Finanzmanager viele Entscheidungen – wie beispielsweise hinsichtlich der Finanzierungspolitik – eher selten treffen und somit nur ein sporadisches Feedback erhalten, das darüber hinaus oftmals verzögert und wenig klar kommuniziert wird. Vor diesem Hintergrund erscheinen die erreichbaren Lerneffekte zur Verminderung potentieller Rationalitätsdefizite nur eingeschränkt gegeben zu sein.<sup>218</sup>

Mit der Darstellung der unterschiedlichen finanzierungstheoretischen Ansätze ist ein weiterer Grundstein der vorliegenden Untersuchung gelegt. Im Hinblick auf die Identifikation, Erklärung

---

<sup>214</sup> Eine besondere Herausforderung bestünde in dem Vorhaben, den Irrational Investors Approach und den Irrational Managers Approach integriert und gesamtheitlich zu bearbeiten. Auch in der vorliegenden Untersuchung treten Verbindungen der beiden idealtypisch voneinander getrennten Ansätze auf, jedoch würde eine gesamtheitlich integrierte Analyse beider Ansätze die Möglichkeiten übersteigen, die auf Grundlage des aktuellen Forschungsstandes gegeben sind. Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 49 f.; Breuer/Perst/Stolz (2005), S. 156.

<sup>215</sup> Vgl. Kapitel 1.2, insbesondere Fußnote 39.

<sup>216</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Heaton (2002), S. 33 f.

GIGERENZER und MILLER sind als wichtige Autoren zu nennen, die Kritik an den Ansätzen der Behavioral Finance üben. Sie gehen davon aus, dass die Existenz kognitiver Beschränkungen lediglich von nachrangiger Bedeutung sei. Vgl. beispielsweise Gigerenzer (1991) und mit Bezug auf die Dividendenpolitik Miller (1986).

<sup>217</sup> Vgl. hierzu die in Fußnote 212 angedeutete Diskussion.

<sup>218</sup> Beide Argumente untermauern die Bedeutung der Problemstellung der vorliegenden Untersuchung. Vgl. Kapitel 1.1.

Zur eingeschränkten Erzielbarkeit von Lerneffekten bei seltenem, verzögertem und unklarem Feedback vgl. Brehmer (1980), S. 223-241.

und Adressierung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement kann die vorliegende Untersuchung zum einen dem neoinstitutionalistisch geprägten Erklärungsansatz der Prinzipal-Agenten-Theorie folgen, um das Erklärungspotential zu nutzen, das sich auf der Basis einer Berücksichtigung des eigeninteressierten Handelns von Finanzmanagern eröffnet. Zum anderen kann die vorliegende Arbeit den Ansatz der Behavioral Corporate Finance aufgreifen, um darüber hinausgehend auch das Erklärungspotential zu erschließen, das sich auf der Grundlage einer Modellierung kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager eröffnet. In Übereinstimmung mit den Grundlagen des Controllings ist somit gleichfalls aus der Perspektive der Finanzforschung eine Analyse des Handelns von Finanzmanagern notwendig, in der sowohl „Wollensprobleme“ als auch „Könnensprobleme“ potentiell Rationalitätsdefizite bedingen und somit das Erfordernis einer Rationalitätssicherung begründen. Die Frage nach der Ausgestaltung dieser Ziele und Eigenschaften und insbesondere die damit zusammenhängende Frage nach der Einbindung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse in eine ökonomisch geprägte Problemstellung kann nur unter Berücksichtigung methodologischer Vorgaben adäquat beantwortet werden. Diese Diskussion wird Gegenstand des Kapitels zum Vorgehen bei der Untersuchung sein (Kapitel 2.5). Zuvor ist jedoch noch auszuarbeiten, welches Verständnis dem Finanzcontrolling in der weiteren Untersuchung zugrunde liegt (Kapitel 2.4).

## 2.4 Konkretisierung des Verständnisses zum Finanzcontrolling

Das der Untersuchung zugrunde liegende Verständnis des Finanzcontrollings ist eine Verknüpfung der bereits erarbeiteten Verständnisse zum Controlling und zum Finanzmanagement. Die Abgrenzung zwischen dem Finanzmanagement und dem Finanzcontrolling soll einen geeigneten Rahmen schaffen, in dem die Ausarbeitung einer expliziten Funktions- und Aufgabenbeschreibung des Finanzcontrollings möglich wird.<sup>219</sup>

Die Ableitung dieses Verständnisses erfolgt über die Nutzung eines Analogieschlusses. Er besteht in einer Übertragung des Controllingverständnisses für das gesamte Unternehmen auf einen bestimmten Bereich, im konkreten Kontext den Finanzbereich.<sup>220</sup> Der Argumentation

---

<sup>219</sup> Zur mangelnden Abgrenzung beider Begriffe in der einschlägigen Literatur vgl. Kapitel 1.2.

<sup>220</sup> Die Durchführung eines solchen Analogieschlusses erfolgt ebenfalls bei anderen Autoren. Vgl. Kuhnert (2000), S. 101.

Die Übertragung der Controllingfunktion auf den Finanzbereich entspricht einer Spezialisierung des Controllings anhand des Verrichtungskriteriums. So sind nach der Standarddifferenzierung der Funktionsbereiche (zur Einteilung der Betriebswirtschaftslehre in spezielle Betriebswirtschaftslehren einzelner Funktionsbereiche vgl. Bellingner (1993), Sp. 77) das Beschaffungs-, Produktions-, Marketing-, Forschungs- und Entwicklungs-, Investitions- und Finanzcontrolling voneinander zu unterscheiden. Vgl. Weber (1993), Sp. 301. Vgl. ähnlich Peemöller (2005), S. 369-416.

folgend, dass der originäre und damit von Funktionen des Managements abgrenzbare Kern des Controllings in einer Rationalitätssicherung der Führung liegt, ist das Finanzcontrolling als Rationalitätssicherung im Finanzmanagement zu verstehen.<sup>221</sup>

Analog zum Controlling ist damit das Finanzcontrolling als eine Funktion zu begreifen, bei der die Rationalität im Finanzmanagement gesichert wird, indem bereits gefundene Lösungen der Finanzmanager kritisch beleuchtet und hinterfragt werden, wie auch Fehler und Rationalitätsdefizite der Finanzmanager schon vor ihrem Wirksamwerden vermindert und nach Möglichkeit frühzeitig vermieden werden.<sup>222</sup> Als mögliche Ursachen für Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement sind sowohl aus der Sicht der Controllingforschung als auch aus der Sicht der Finanzforschung neben dem eigeninteressierten Handeln der Finanzmanager („Wollen“) auch deren kognitive Beschränkungen („Können“) zu berücksichtigen.

Aufbauend auf dem erarbeiteten Verständnis zum Aufgabenspektrum des Finanzmanagements erstreckt sich dieses Verständnis des Finanzcontrollings über alle vier Aufgabenbereiche. Das Finanzcontrolling – verstanden als Rationalitätssicherung im Finanzmanagement – lässt sich demzufolge weiter differenzieren in ein Controlling des Anlagemanagements (auch Investitionscontrolling), des Beschaffungsmanagements (auch Finanzierungscontrolling), des finanziellen Risikomanagements (auch Finanzrisikocontrolling) und des Intermediationsmanagements (auch Intermediationscontrolling).<sup>223</sup> Die in den jeweiligen Aufgabenbereichen des Finanzmanagements zu treffenden Entscheidungen und die in diesem Rahmen zu sichernde Rationalität prägen den spezifischen Charakter des Finanzcontrollings.

Dieser Analogieschluss eröffnet eine Perspektive auf das Thema Finanzcontrolling, die ein umfassendes Verständnis der Identifikation, Erklärung und Adressierung systematisch auftretender Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement ermöglicht. Vor der Erarbeitung dieses Verständnisses in Kapitel 3 und 4 ist jedoch noch eine letzte Grundlage der Untersuchung zu schaffen, in der insbesondere die Frage zu beantworten ist, wie sich die zur Untersuchung der Rationalitätsdefizite notwendigen verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse angemessen in die vorliegende Untersuchung integrieren lassen (Kapitel 2.5).

---

Neben Differenzierungen hinsichtlich der Funktionsbereiche bieten sich zudem spezifische Interpretationen des Controllings an, die sich aus der Gliederung der Planungsphasen, der Produktionsfaktoren, organisatorischer Teileinheiten oder auch des Produktions- und Leistungsprogramms ableiten lassen. Vgl. Weber (1993), Sp. 301-303. Vgl. ähnlich Klenger (2000), S. 41 f.; Peemöller (2005), S. 417-485.

<sup>221</sup> Vgl. Kapitel 2.2.

<sup>222</sup> Wie bereits in Kapitel 1.2 (insbesondere Fußnote 29) erwähnt, folgen einige Autoren bereits in Ansätzen diesem Verständnis.

<sup>223</sup> Vgl. Kapitel 2.3.1.

## 2.5 Ableitung des forschungsmethodischen Vorgehens

Im Folgenden wird das forschungsmethodische Vorgehen fundiert, das der Untersuchung zugrunde liegt und eine adäquate Bearbeitung der gestellten Forschungsfragen erlauben soll. Zunächst ist zu klären, welche grundsätzliche Forschungsmethode in der vorliegenden Untersuchung verfolgt wird (Kapitel 2.5.1). Im Anschluss wird erörtert, wie sich auf Basis der Methode der abnehmenden Abstraktion verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse methodisch kontrolliert in die vorliegende Untersuchung einbinden lassen (Kapitel 2.5.2).

### 2.5.1 Methodologisch-individualistische Forschungsmethode

Mit der Entscheidung für das sachlich-analytische Vorgehen<sup>224</sup> ist die Frage verbunden, mit welcher Methode ein gedanklicher Bezugsrahmen entwickelt werden kann, der fundierte Aussagen über Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement und einer darauf basierenden Rationalitätssicherung erlaubt. Eine Antwort auf diese Frage bietet die Forschungsanweisung des methodologischen Individualismus.<sup>225</sup> Gemäß POPPER ist ihre hohe Bedeutung darin zu sehen, dass „alle sozialen Phänomene, insbesondere das Funktionieren der sozialen Institutionen, immer als das Resultat der Entscheidungen, Handlungen, Entwicklungen menschlicher Individuen verstanden werden sollten.“<sup>226</sup> Im Verständnis methodologisch-individualistischer Forschung sind soziale Zustände als ein Interaktionsergebnis aus dem Zusammenwirken und Zusammenhandeln mehrerer Individuen zu begreifen, die nicht notwendigerweise vom einzelnen Individuum bewusst herbeigeführt wurden.<sup>227</sup> Die vornehmliche Aufgabe der Sozialwissenschaften besteht darin, die Zusammenhänge von Interaktionen genauer zu verstehen, „die unbeabsichtigten sozialen

<sup>224</sup> Vgl. Kapitel 1.3.

<sup>225</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 29 f.

Der Begriff des methodologischen Individualismus wurde geprägt von Schumpeter (1970), S. 88-98. Vgl. auch Albert (1977), S. 183.

Die methodologisch-individualistische sozialwissenschaftliche Forschung differenziert sich insbesondere von holistischen und kollektivistischen Forschungsansätzen der Sozialwissenschaften. Vgl. Vanberg (1975); Schanz (1977), S. 70.

HAYEK betonte sehr früh die Notwendigkeit, soziale Phänomene nicht holistisch oder kollektivistisch, sondern immer unter Rekurs auf das handelnde Individuum zu erklären. Sozialwissenschaftliche Erklärungen sollten seiner Auffassung nach bei den jeweiligen subjektiven Situationswahrnehmungen, Bewertungen und Wissensständen der handelnden Individuen beginnen. Vgl. Hayek (1937/1949), S. 41-60. „That in this effort to reconstruct these different patterns of social relations we must relate the individual's action not to the objective qualities of the persons and things towards which he acts, but that our data must be man and the physical world as they appear to the men whose actions we try to explain, follows from the fact that only what people know or believe can enter as motive into their conscious action.“ Hayek (1937/1949), S. 60.

<sup>226</sup> Popper (1945/2000), S. 348.

<sup>227</sup> Vgl. Meyer (2005), S. 3.

Rückwirkungen absichtlicher menschlicher Handlungen zu analysieren“.<sup>228</sup> Methodologisch-individualistische Forschung stellt einen Versuch dar, Erklärungen für Phänomene auf der Makroebene zu finden, indem der Erklärungsansatz auf der Mikroebene – der Ebene des Individuums – ansetzt.<sup>229</sup> Soziale Phänomene lassen sich demnach über eine „mikrofundierte Makroanalyse“ erklären.<sup>230</sup>

Die Entwicklung dieses konkretisierten Verständnisses methodologisch-individualistischer Forschung ist bedeutsam, da ein Erklärungsansatz im Sinne der Mikrofundierung große Unterschiede zum Erklärungsansatz der Mikrotheorie aufweist. Gemäß ZINTL zielt der Erklärungsansatz der Mikrotheorie darauf ab, Individuen detailliert zu modellieren, um ihr Verhalten möglichst realitätsnah beschreiben zu können.<sup>231</sup> Demgegenüber zielt der Erklärungsansatz der Mikrofundierung darauf ab, die Modellierung von Individuen auf eine Problemstellung zu referentialisieren, die das Verhalten dieser Individuen im Aggregat zu erklären vermag.<sup>232</sup> Ziel der Modellierung auf der Mikroebene ist somit nicht die möglichst realitätsnahe Abbildung eines Individuums, sondern die Wahl eines möglichst einfachen Modells, das es erlaubt, die interessierende Problemstellung durch möglichst einfache, allgemeingültige Zusammenhänge erklären zu können.<sup>233</sup> Dies hat zur Konsequenz, dass Aspekte, die für die jeweils untersuchte Problemstellung keinen systematischen Erklärungswert besitzen, im Hinblick auf eine möglichst sparsame, das heißt komplexitätsreduzierende Modellierung, zu vernachlässigen sind.<sup>234</sup> Diese Empfehlung wird als das Konzept der pragmatischen Reduktion bezeichnet.<sup>235</sup>

Bezogen auf die interessierenden Forschungsfragen der Untersuchung lässt sich gemäß dem Erklärungsansatz methodologisch-individualistischer Forschung die Qualität der Aufgabewahrnehmung im Finanzmanagement über das Handeln der einzelnen Finanzmanager erklären.

<sup>228</sup> Popper (1945/2000), S. 344.

<sup>229</sup> Vgl. Meyer (2005), S. 5; Heine et al. (2006), S. 4-6.

<sup>230</sup> Vgl. Gerecke (1998), S. 158.

<sup>231</sup> Vgl. Zintl (1989), S. 52-69.

<sup>232</sup> Vgl. Coleman (1990), S. 2.

Eine Mikrofundierung, in der Annahmen und Modellierungsentscheidungen über das handelnde Individuum getroffen werden, wird oft auch als handlungstheoretische Fundierung oder kürzer als Handlungstheorie bezeichnet. Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 22 f.

<sup>233</sup> Vgl. Suchanek (1994), S. 100-108.

„Die Ansprüche, die an die Mikrofundierung einer Makrotheorie zu stellen sind, sind anders und vor allem geringer als die Ansprüche, die man an eine für sich allein betrachtete Mikrotheorie stellen muss.“ Zintl (1989), S. 57.

<sup>234</sup> Der Versuch, ein Erklärungsmodell zu formulieren, auf dessen Basis die gesamte Vielfalt möglicher Handlungssituationen präzise erfasst werden könnte, ist wenig realistisch und somit nicht erstrebenswert. Eine solche Universaltheorie oder auch „Megatheorie“ würde „durch die Vielzahl der zu berücksichtigenden Variablen explodieren“. Osterloh/Grand (1995), S. 19.

<sup>235</sup> Vgl. detailliert Suchanek (1994), S. 33-84.

In der Übertragung auf die vorliegende Untersuchung ist dem Konzept der pragmatischen Reduktion Rechnung zu tragen. Dementsprechend ebnet die methodologisch-individualistische Forschungsanweisung den Weg, Entscheidungen des Finanzmanagements über das Handeln des einzelnen Finanzmanagers erklären zu können. Auf der Basis einer Mikrofundierung und des Konzepts der pragmatischen Reduktion wird dieser Rückgriff auf das Handeln eines Finanzmanagers gleichzeitig aber auch in seine Schranken gewiesen. Um Rationalitätsdefizite der Finanzmanager möglichst allgemein identifizieren, erklären und bekämpfen zu können, ist es erforderlich, Finanzmanager nur gerade so spezifisch zu modellieren, dass die interessierenden Rationalitätsdefizite erklärt werden können.

Die Ausführungen zur Konkretisierung des zugrunde liegenden Controllingverständnisses sowie des Verständnisses zum Finanzmanagement haben verdeutlicht, dass ein Erklärungsansatz, der ausschließlich auf das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager in Form der Prinzipal-Agenten-Theorie abzielt, nur teilweise eine Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement zu leisten vermag. Gemäß der Behavioral Corporate Finance ist dieser Erklärungsansatz durch eine Berücksichtigung kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager zu ergänzen, um sowohl das „Wollen“ als auch das „Können“ der Finanzmanager abbilden zu können.<sup>236</sup> Unter der Maßgabe der pragmatischen Reduktion ist somit eine Modellierung der Finanzmanager ausdifferenzieren, in der genau diejenigen Ziele (eigeninteressiertes Handeln) und Eigenschaften (kognitive Beschränkungen) der Finanzmanager Berücksichtigung finden, die relevante Rationalitätsdefizite erklären können.<sup>237</sup> Die Ausdifferenzierung dieses Erklärungsansatzes impliziert eine Einbindung der für das Finanzmanagement relevanten verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse. Im Folgenden wird gezeigt, wie sich über die Methode der abnehmenden Abstraktion diese Erkenntnisse methodologisch-reflektiert und theoriegeleitet einbinden lassen.

---

<sup>236</sup> Vgl. insbesondere Kapitel 2.2.2 und 2.3.2.

<sup>237</sup> Vgl. Meyer (2005), S. 4.



## 2.5.2 Methode der abnehmenden Abstraktion zur kontrollierten Integration verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse (RREEMM-Modell)

Im vorangegangenen Abschnitt wurde argumentiert, dass die methodologisch-individualistische Forschungsmethode grundsätzlich geeignet erscheint, um die Rationalitätsproblematik im Finanzmanagement angemessen zu analysieren. In Verbindung mit der Argumentation der Kapitel 2.2.2 und 2.3.2 ist zudem deutlich geworden, dass hierbei eine möglichst einfache, komplexitätsreduzierende Modellierung der Ziele (eigeninteressiertes Handeln) und Eigenschaften (kognitive Beschränkungen) der Finanzmanager anzustreben ist. Somit wird ein konkretes Vorgehen ausgearbeitet, das eine Einbindung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse erlaubt und im Einklang zum Konzept der pragmatischen Reduktion steht.

Die Einbindung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse ist Ausdruck eines interdisziplinären Forschungsvorgehens. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass eine grenzüberschreitende Forschung grundsätzlich mit der Gefahr eines dilettantischen oder auch eklektischen Vorgehens verbunden ist, da Missverständnisse und Fehldeutungen aufgrund einer Überschreitung von Sprachgrenzen wahrscheinlicher werden oder auch die begrenzten Ressourcen des Forschers eine unvollständige und/oder oberflächliche Art der Forschung zur Folge haben können.<sup>238</sup> Die Betonung dieser Gefahren ist allerdings weniger als ein Verbot grenzüberschreitender Forschung, sondern vielmehr als ein nützlicher Hinweis zu verstehen, dass gerade im Bereich der interdisziplinären Forschung auf ein methodisch kontrolliertes, theoriegeleitetes Vorgehen zu achten ist. So weist beispielsweise CHMIELEWICZ einerseits auf die Dilettantismusgefahr interdisziplinärer Forschung hin, unterstreicht andererseits jedoch explizit, dass jedes Arbeiten auf Grenzbereichen zwischen Disziplinen nicht als verboten, sondern als wünschenswert und förderungswürdig angesehen werden könne, wobei jedoch erhöhte Aufmerksamkeit und Vorsicht geboten sind.<sup>239</sup> Zudem

---

<sup>238</sup> Vgl. Osterloh/Grand (1995), S. 18.

Für einen Hinweis auf die genannten Gefahren speziell im Hinblick auf die Controllingforschung vgl. darüber hinaus Richter (1987), S. 53 f.; Ewert (1992), S. 278.

<sup>239</sup> Vgl. Chmielewicz (1994), S. 21 f.

Auch KÖHLER weist auf Gefahren bei der Integration insbesondere verhaltenswissenschaftlicher Erklärungsansätze in die Betriebswirtschaftslehre hin, nennt aber gleichzeitig erfolgreiche Beispiele eines solchen Vorgehens aus der Vergangenheit, wie beispielsweise die Theorie der kognitiven Dissonanz. Vgl. Köhler (1977), S. 306-308.

RAFFÉE stellt die Zweifel in den Hintergrund und beurteilt die Entwicklung einer zu den Nachbardisziplinen offenen Betriebswirtschaftslehre als eindeutig positiv. Vgl. Raffée (1993), S. 57.

Schließlich unterstreichen KIWIT, MUMMERT und STREIT die allgemeine Notwendigkeit, verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse in die wirtschaftswissenschaftliche Forschung einzubinden: „To summarise, there is a fundamental need for research into the interplay of cognition, rationality, and institutions.“ Kiwit/Mummert/Streit (2000), S. 3.

sollte seiner Ansicht nach ein anwendungsorientiertes, nach integrativen Konzepten zur Bewältigung des Komplexitätsproblems verlangendes Wissenschaftsverständnis neuen Forschungsfragestellungen aufgeschlossen gegenüberstehen.<sup>240</sup>

Das Konzept der pragmatischen Reduktion leistet einen wichtigen Beitrag zur Vermeidung der genannten Gefahren. Die Einbindung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse in die vorliegende Untersuchung kann und soll nicht mit dem Ziel erfolgen, etwa das Theoriegebäude einer interdisziplinären Metawissenschaft aufzubauen. Stattdessen soll eine problemorientierte, wissenschaftliche Behandlung der Rationalitätsproblematik im Finanzmanagement durchgeführt werden, bei der nur diejenigen verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse in die Untersuchung integriert werden, die systematisch auftreten und im Hinblick auf die Problemstellung einen Erklärungswert besitzen.<sup>241</sup>

Eine interdisziplinäre Forschungsmethode, die den genannten Anforderungen gerecht wird, ist die Methode der abnehmenden Abstraktion nach LINDENBERG.<sup>242</sup> Im Vergleich mit anderen

---

Für weitere Beiträge, in denen die große Bedeutung diskutiert wird, die einer Integration kognitiver Beschränkungen in die ökonomische Theorie zukommt, vgl. Minkler (1993); Lindenberg (1998); Bourguine/Nadal (2004); Mantzavinos/North/Shariq (2004); Vanberg (2004).

Zudem ist darauf hinzuweisen, dass speziell die Controllingforschung eine vergleichsweise junge Forschungsrichtung ist, die einen methodologischen und theoretischen Pluralismus voraussetzt. Ein solcher Pluralismus kann davor schützen, möglicherweise voreilige Entschlüsse bezüglich der Dominanz bestimmter Methoden oder Theorien zu ziehen. Zur Bedeutung der pluralistischen Sichtweise vgl. Spinner (1971), S. 30-37.

<sup>240</sup> Vgl. Chmielewicz (1994), S. 22. Vgl. ähnlich Richter (1987), S. 157 f.

<sup>241</sup> Zeitlich begrenzt auftretende kognitive Beschränkungen wie beispielsweise Stimmungen, Erkrankungen oder Müdigkeit oder lediglich vereinzelt, individuell auftretende Beschränkungen werden hierdurch grundsätzlich ausgeschlossen. Zu diesen Phänomenen vgl. detailliert Riesenhuber (2006).

<sup>242</sup> Die Herausarbeitung und beispielhafte Anwendung der Methode der abnehmenden Abstraktion zur Modellierung ökonomischer Akteure mit begrenzten kognitiven Fähigkeiten ist ein zentrales Ergebnis unterschiedlicher, aufeinander aufbauender Forschungspapiere und Beiträge des Lehrstuhls für Controlling und Telekommunikation an der WHU – Otto Beisheim School of Management in Vallendar. Den Ausgangspunkt dieser Forschungsbemühungen bildet ein dynamisches, handlungsorientiertes Führungsmodell, das über einige Jahre hinweg auch kurz als „Akteursmodell“ bezeichnet wurde. Vgl. insbesondere Bach et al. (2001), S. 95-104, sowie Bach et al. (2002), S. 1-10.

Gemäß dem aktuellen Forschungsstand wird weniger die Ausformulierung eines konkreten Modells als vielmehr die Vorgabe konkreter Regeln zur Ausformulierung eines problemspezifischen Erklärungsansatzes verfolgt. Der aktuelle Forschungsstand ist insbesondere in drei Forschungspapieren nachzulesen. Zur Motivation und Einordnung dieser Forschungsbemühungen vgl. Meyer/Heine (2005), S. 1-28; für eine Verhältnisbestimmung zum ökonomischen Ansatz vgl. Meyer (2005), S. 31. Zur intensiven Diskussion der Methode der abnehmenden Abstraktion vgl. Heine et al. (2006), S. 9-23.

Strategien der interdisziplinären Forschung bietet diese Methode besondere Vorzüge.<sup>243</sup> Sie betreffen zum einen die Vorgabe konkreter Regeln<sup>244</sup> zur Integration nicht-ökonomischer Erkenntnisse in einen ökonomisch geprägten und im Einklang mit dem Grundsatz der pragmatischen Reduktion stehenden Kern des Modells.<sup>245</sup> Zum anderen ermöglicht die Methode der abnehmenden Abstraktion eine problemspezifische Präzisierung kognitiver Beschränkungen, wodurch sich die Erklärungskraft des Modells schrittweise bis zu einem Punkt erhöhen lässt, an dem die interessierende Problemstellung hinreichend erklärt werden kann.<sup>246</sup>

LINDENBERG schreibt der ökonomischen Forschung eine hohe analytische Kraft (Analytical Power) und der soziologischen Forschung eine hohe deskriptive Exaktheit (Descriptive Accuracy) zu und unternimmt den Versuch, diese beiden Vorteile im Rahmen der Methode der abnehmenden Abstraktion miteinander zu verbinden.<sup>247</sup> Grundlegend für die Verbindung beider Vorteile ist die Unterteilung des Erklärungsmodells in eine sehr einfache, weitgehend abstrakte und noch stark ökonomisch geprägte Kerntheorie und sie ergänzender, expliziter Brückennahmen, die in das Modell integriert werden, um nicht-ökonomische Erkenntnisse problemspezifisch einzubinden und hiermit die deskriptive Exaktheit des Modells graduell zu erhöhen.<sup>248</sup>

„A core theory consists of a number of guiding ideas that can be made more specific by auxiliary assumptions that bridge the gap between the core and a more or less simplified reality. These auxiliary assumptions therefore are called bridge assumptions.“<sup>249</sup> Die Einbindung von Brückennahmen dient der Überleitung von einer abstrakten Kerntheorie hin zu einem methodologisch reflektiert ausdifferenzierten Modell, mit dem die jeweils zu analysierende Problemstellung bearbeitet werden kann (Methode der abnehmenden Abstraktion).<sup>250</sup>

---

<sup>243</sup> Für einen Vergleich zwischen der Methode der abnehmenden Abstraktion, dem ökonomischen Imperialismus, dem Paralleldiskurs und dem Sequenzverfahren als alternativen Strategien interdisziplinärer Forschung vgl. Heine et al. (2006), S. 9-14.

Die Auswahl dieser vier Strategien basiert auf den Ausführungen von OSTERLOH und GRAND sowie den Ausführungen von HOMANN. Vgl. Homann (2002), S. 71-74; Osterloh/Grand (1995), S. 12-14.

<sup>244</sup> Zur Vorgabe der Regeln vgl. insbesondere Lindenberg (1991), S. 67.

<sup>245</sup> Der ökonomische Ansatz bildet den natürlichen Referenzpunkt der methodologisch-individualistischen Erklärungsstrategie, da er eine hohe Erklärungskraft besitzt, die im Rahmen der Modellbildung und Analyse aufrechtzuerhalten ist. Vgl. Heine et al. (2006), S. 6.

Die Arbeiten von SIMON und HAYEK stellen prominente Beispiele dar, in denen es gelungen ist, die Integration wichtiger kognitiver Wirkmechanismen im Bereich der kognitiven Dimension in den erfolgreichen ökonomischen Ansatz zu integrieren. Für eine kurze Darstellung dieser Beispiele vgl. Heine et al. (2006), S. 7 f.

<sup>246</sup> Vgl. Heine et al. (2006), S. 12 f.

<sup>247</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 29-31; Lindenberg (1992), S. 3 f.

<sup>248</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 51; Lindenberg (1992), S. 3 und 6.

<sup>249</sup> Lindenberg (1992), S. 6.

<sup>250</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 49-52; Lindenberg (1992), S. 6.

Hinsichtlich der Kerntheorie bietet die Methode der abnehmenden Abstraktion eine große Flexibilität. Verschiedene Handlungstheorien lassen sich als Kerntheorie einsetzen, wobei allerdings der Zusammenhang zu beachten ist, dass die Eignung einer Handlungstheorie in dem Maße steigt, in dem die über ein Individuum benötigten Informationen abnehmen.<sup>251</sup> Daneben sollte die einzusetzende Handlungstheorie eine flexible Erweiterung durch Brückenannahmen erlauben.<sup>252</sup> LINDENBERG selbst spricht die Empfehlung aus, das Analysekonstrukt des Homo Oeconomicus in der Formulierung des RREEMM (Resourceful, Restricted, Evaluating, Expecting, Maximizing Man) als Kerntheorie der Methode der abnehmenden Abstraktion zu verwenden.<sup>253</sup> Diese Empfehlung begründet er wie folgt: „[N]ot every core theory allows this stepwise development as well as any other. [...] By contrast, RREEMM offers an immediate guide to bridge assumptions: an analysis of the action situation (the ‚logic of the situation‘, as Popper would say).“<sup>254</sup>

Das Modell des RREEMM ist noch weitgehend abstrakt und inhaltsleer, enthält somit wenig Annahmen über das Handeln von Individuen. LINDENBERG definiert das Modell wie folgt: „Die erste Annahme (‚resourceful‘) bedeutet, daß der Mensch aktiv und intelligent nach Möglichkeiten der Zielrealisierung sucht. Die zweite Annahme besagt, daß Güter knapp sind, wodurch die Wahlmöglichkeiten beschränkt sind. Die dritte Annahme bezieht sich auf die Tatsache, daß Menschen (frühere, jetzige, zukünftige) Zustände und Geschehnisse bewerten. Zukünftige Zustände und Geschehnisse werden, viertens, vom Menschen mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit erwartet. Angesichts der Beschränkung der Möglichkeiten und angesichts der Tatsache, daß der Mensch erfinderisch ist, versucht er, fünftens, aus den beschränkten Möglichkeiten noch das Beste zu machen.“<sup>255</sup>

---

<sup>251</sup> Entsprechend der ökonomischen Ausrichtung liegt das Ziel in der Erklärung von Makrophänomenen. Das verwendete Modell soll auf eine möglichst große Gruppe von Individuen anwendbar sein. Vgl. Lindenberg (1991), S. 53; Lindenberg (1992), S. 7 f.

<sup>252</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 54; Lindenberg (1992), S. 8.

<sup>253</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55; Lindenberg (1992), S. 8.

Das Akronym des RREEMM ist eine Erweiterung des von MECKLING vorgestellten REMM-Modells (Resourceful, Evaluating, Maximizing Man). Vgl. Lindenberg (1985), S. 100, beziehungsweise Meckling (1976), S. 548 f.

Synonym zu diesem Modell werden in der Literatur auch die Begriffe Homo Oeconomicus-Modell, Rational Choice Theory, REMM, (Subjective) Expected Utility Theory, Chicago Man oder auch Savage Paradigm verwendet. Zu den jeweiligen Begriffen vgl. Becker (1993), S. 403, als Beispiel einer weitreichenden Anwendung der Rational Choice Theory; McFadden (1999), S. 76; Jost (2000), S. 330 f.; Radner (2000), S. 624; Tversky/Kahneman (2002), S. 210-212.

<sup>254</sup> Lindenberg (1992), S. 8 f.

<sup>255</sup> Lindenberg (1991), S. 55. Vgl. auch Lindenberg (1985), S. 100.

In einer streng am ökonomischen Rationalprinzip orientierten Interpretation ist das RREEMM-Modell so zu deuten, dass ein Individuum stets den gesamten Entscheidungsraum und dessen Konsequenzen überblickt und somit auch die objektiv beste Alternative findet (resourceful-Annahme).<sup>256</sup> Restriktionen würden lediglich in Form von Einkommensrestriktionen bestehen (restricted-Annahme) und die von einem Individuum vorgenommene Bewertung ließe sich über eine einfache Nutzenfunktion bestimmen (evaluating-Annahme). Infolge der ersten Annahme wäre zudem die Annahme hinsichtlich der Erwartungen des Individuums entproblematisiert (expecting-Annahme) und in Bezug auf die letzte Annahme würde unterstellt, dass das Individuum eine Maximierung durchführt, bei der es das mathematisch feststellbare Optimum wählt, in dem die marginalen Kosten dem marginalen Nutzen entsprechen (maximizing-Annahme).

Entsprechend der Methode der abnehmenden Abstraktion lässt sich die Kerntheorie des RREEMM-Modells auf der Basis dieser strengen Interpretation im Rahmen der Modellierung des zu untersuchenden Individuums – im vorliegenden Kontext des Finanzmanagers – schrittweise lockern und erweitern, um Abweichungen vom ökonomischen Rationalprinzip in verschiedener Richtung und Stärke zu konkretisieren und gleichzeitig verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse in die Analyse zu integrieren. Basis dieser Konkretisierung ist die Strukturierung des RREEMM-Modells in die fünf verschiedenen Komponenten, die eine strukturierte Modellierung der Finanzmanager erlauben.

Die noch auf hohem Abstraktionsniveau getroffenen Ausführungen zum RREEMM-Modell bilden die Grundlage zur Modellierung der Finanzmanager. Wie die Annahmen zum eigeninteressierten Handeln und zu seinen kognitiven Beschränkungen in das RREEMM-Modell eingebunden werden, wird im folgenden Kapitel 3.1 konkretisiert. Diese Ausführungen zeigen auf, welche Lockerungen einer streng am ökonomischen Rationalprinzip orientierten Interpretation des RREEMM-Modells vorzunehmen sind, um Rationalitätsdefizite der Finanzmanager erklären zu können. Gemäß dem Konzept der pragmatischen Reduktion werden in diesen Ausführungen nur die Erweiterungen berücksichtigt, die im weiteren Verlauf der Untersuchung für eine Begründung der identifizierten Defizite herangezogen werden müssen. Das Kapitel 3.1 ist gleichermaßen als Einführung in das Spektrum grundsätzlich möglicher Ursachen wie auch als Ergebnis einer Selektion zu verstehen, bei der alle weiteren verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse, die keinen Erklärungswert für Rationalitätsdefizite der Finanzmanager besitzen, bereits aussortiert wurden. Die Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten ist somit durch ein iteratives Vorgehen geprägt.

---

<sup>256</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Lindenberg (1991), S. 55 f.

### **3. Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement**

Die folgenden Ausführungen sind in zwei Abschnitte eingeteilt. Zunächst werden grundlegende Formen der Ursachen von Rationalitätsdefiziten aufgezeigt (Kapitel 3.1). Im Anschluß folgt die detaillierte Identifikation und Erklärung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement (Kapitel 3.2). Dabei bilden die grundlegenden Formen der Ursachen eine notwendige Basis, auf die bei der Erklärung identifizierter Rationalitätsdefizite zurückzugreifen sein wird.

#### **3.1 Grundlegende Formen der Ursachen von Rationalitätsdefiziten**

Die Grundlagen der Untersuchung verdeutlichen, dass eine Berücksichtigung sowohl von Zielen (eigeninteressiertem Handeln) als auch Eigenschaften (kognitiven Beschränkungen) der Finanzmanager grundsätzlich erforderlich ist, um Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements erklären zu können. Auf der Basis der Methode der abnehmenden Abstraktion wird diese Modellierung in den beiden folgenden Kapiteln konkretisiert. Die Modellierung der Ziele eines Individuums (eigeninteressiertes Handeln), die Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement hervorrufen, erfolgt in Kapitel 3.1.1. Eine Erweiterung des RREEMM-Modells ist hierbei nicht notwendig, da die Annahme eigeninteressierten Handelns bereits im Kern des RREEMM-Modells verankert ist. Die Modellierung der Eigenschaften eines Individuums (kognitive Beschränkungen), die sich ebenfalls in Rationalitätsdefiziten des Finanzmanagements niederschlagen, wird in Kapitel 3.1.2 vorgestellt. Diese Ausführungen werden nach den einzelnen Komponenten des RREEMM-Modells strukturiert, da die zu berücksichtigenden kognitiven Beschränkungen zu einzelnen Erweiterungen der unterschiedlichen Komponenten führen.

Die konkrete Ausgestaltung des RREEMM-Modells folgt zweierlei Maßgaben. Zum einen erklärt sie sich durch bestehende Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlichen Literatur. Alle im Folgenden zu treffenden Annahmen repräsentieren systematisch auftretende Muster menschlichen Handelns. Wissenschaftliche Evidenzen, auf die sich diese Aussage stützen lässt, sind in die weiteren Ausführungen von Kapitel 3.1 integriert. Zum anderen erklärt sich die konkrete Ausgestaltung des RREEMM-Modells aus dem iterativen Vorgehen, das Ende des letzten Kapitels erörtert wurde. Demnach enthalten die folgenden Ausführungen zur konkreten Ausgestaltung des RREEMM-Modells – korrespondierend mit dem Konzept der pragmatischen Reduktion – lediglich diejenigen systematisch auftretenden Muster menschlichen Handelns, die im Hinblick auf die Rationalitätsproblematik im Finanzmanagement einen Erklärungswert besitzen. Im Anschluss an die Erörterung der grundlegenden Formen von Ursachen für Rationalitätsdefizite wird dieser Erklärungswert in Kapitel 3.2 noch detailliert aufzuzeigen sein. In diese

Ausführungen sind auch Evidenzen integriert, auf deren Grundlage sich die Relevanz der einzelnen Ursachemöglichkeiten speziell im Hinblick auf das Finanzmanagement stützen lässt.<sup>257</sup>

### 3.1.1 Rationalitätsdefizite aufgrund eigeninteressierten Handelns (Kern des RREEMM-Modells)

Das Modell des RREEMM folgt im Kern der Annahme, dass ein Individuum eigene Ziele und Interessen verfolgt.<sup>258</sup> Diese Annahme wird schon im Modell des Homo Oeconomicus<sup>259</sup> und der Prinzipal-Agenten-Theorie<sup>260</sup> getroffen. Die Verfolgung eigener Ziele und Interessen erklärt sich aus der grundsätzlich angenommenen Motivation<sup>261</sup> und dem als gegeben anzusehenden Wunsch nach der Befriedigung eigener Bedürfnisse.<sup>262</sup>

Im Einklang mit der Prinzipal-Agenten-Theorie kann die Verfolgung eigener Ziele und Interessen in der Interaktion mit anderen Individuen, die sich in einem Unternehmen zusammengeschlossen haben, zu Zielkonflikten führen,<sup>263</sup> wenn eigene Ziele im Widerspruch zu gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen.<sup>264</sup> Handelt ein Individuum zu Gunsten seiner eigenen und zu Lasten der gemeinsamen Ziele des Unternehmens, dann weicht sein Handeln vom rationalen

---

<sup>257</sup> Mit dem Phänomen des Mental Accountings wurde bereits in Kapitel 2.3.2 ein Beispiel für eine Ursachemöglichkeit gegeben, das gerade im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements eine große Virulenz entfalten kann. Neben vielen weiteren systematisch auftretenden Mustern menschlichen Handelns findet sich diese Ursache für Rationalitätsdefizite in den folgenden Ausführungen zu Kapitel 3.1. Die Relevanz aller Ursachemöglichkeiten – speziell im Hinblick auf das Finanzmanagement – ist Gegenstand des sich anschließenden Kapitels 3.2.

<sup>258</sup> Vgl. Lindenberg (1985), S. 100; Lindenberg (1991), S. 55.

<sup>259</sup> Vgl. Kapitel 2.1.

<sup>260</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.

<sup>261</sup> Die Motivation bezeichnet die in einer Handlung zum Ausdruck kommenden hypothetischen, aktivierenden und richtunggebenden Vorgänge, die das individuelle Verhalten auf ein Ziel hin bestimmen und regulieren. Vgl. Tewes/Wildgrube (1999), S. 233.

Zur Erklärung motivatorischen Verhaltens bietet die Psychologie zahlreiche Theorien an: Instinkttheorien, Triebtheorien, Triebreduktionstheorien, Anreiz-(Incentive-)theorien oder auch Verstärkertheorien. Vgl. Tewes/Wildgrube (1999), S. 235 f.

Für eine Darstellung von Motivationstheorien, denen speziell in der Betriebswirtschaftslehre eine hohe Bedeutung eingeräumt wird, vgl. detailliert Rosenstiel (1993b); Berthel (1997), S. 19-36; Scholz (2000), S. 877-923.

<sup>262</sup> In der Ökonomik wird nach einer allgemein akzeptierten Definition unter einem Bedürfnis das Gefühl eines Mangels verstanden, verbunden mit dem Streben, ihn zu beseitigen. Die Existenz von Bedürfnissen wird als exogen gegeben angenommen. Vgl. Harbrecht (1993), Sp. 266 f.

<sup>263</sup> Vgl. Jost (2000), S. 481-487.

Konflikte treten auf, sobald Individuen einander widersprechende Ziele verfolgen oder Mittel anwenden und in der Absicht miteinander interagieren, die jeweils anderen Individuen zu beeinflussen, zu unterdrücken oder zu besiegen, um die eigenen Interessen besser durchsetzen zu können. Vgl. Titscher (1995), Sp. 1330; Staehle (1999), S. 389 f.; Rosenstiel (2003), S. 301.

Zur differenzierten Darstellung von Konfliktbegriffen vgl. Kirsch (1977b), S. 71-73.

<sup>264</sup> Zur Prinzipal-Agenten-Theorie vgl. Kapitel 2.3.2.

gemeinsamen Handeln der übrigen Organisationsteilnehmer ab.<sup>265</sup> Spielräume hierfür ergeben sich, wenn die aus der Sicht des Individuums bestehenden Anreize und die von ihm zu erbringenden Beiträge im Ungleichgewicht zueinander stehen.<sup>266</sup> Die potentielle Nutzung dieser Spielräume zur Verfolgung eigener Ziele resultiert aus Informationsasymmetrien und damit verbundenen Lücken in den Sanktionsmechanismen.<sup>267</sup> Eine Ausnutzung dieser Spielräume wird als eigeninteressiertes oder auch opportunistisches Handeln bezeichnet.<sup>268</sup> Opportunismus ist eine situationsabhängige Reaktion auf Anreizbedingungen,<sup>269</sup> die aus der Sicht des Unternehmens zu Rationalitätsdefiziten führen.

Von den gemeinsamen Zielen des Unternehmens abweichende individuelle Ziele und Interessen besitzen unterschiedliche Ausprägungen. Für die weitere Untersuchung relevant sind das arbeitsscheue Verhalten sowie abweichende Konsum-, Karriere-, Risiko- und Zeitpräferenzen.<sup>270</sup> Diese Formen werden im Folgenden näher vorgestellt, bevor deren Relevanz dann konkret im Rahmen des Kapitels 3.2 ausgeführt wird.

**Arbeitsscheues Verhalten** tritt in der Ausprägung des sozialen Faulenzens (Social Loafing) sowie des Trittbrettfahrens (Free-Riding) auf.<sup>271</sup> Soziales Faulenzen bezeichnet das Phänomen, dass sich mit zunehmender Größe einer Gruppe die Bereitschaft eines individuellen Gruppenmitglieds zur Anstrengung für die Gruppe vermindert, was insbesondere auf die subjektiv empfundene mangelnde Identifizierbarkeit des Einzelbeitrags zurückzuführen ist.<sup>272</sup> Unter der Bezeichnung des Trittbrettfahrens wird ein Phänomen verstanden, demzufolge ein Individuum

---

<sup>265</sup> Aus der Perspektive des handelnden Individuums erscheint diese Handlung weiterhin (individuell) rational, sofern das Individuum die Zielerreichung durch effektive und effiziente Mittelwahl verwirklicht. Aus der sozialen beziehungsweise organisationalen Perspektive handelt es hingegen nicht rational, da sein Handeln der Verwirklichung gemeinsamer Ziele des Unternehmens entgegensteht. Vgl. Florissen (2005), S. 124, Fußnote 615.

<sup>266</sup> Vgl. March/Simon (1993), S. 128.

<sup>267</sup> Die Existenz asymmetrisch verteilter Information und das Problem der adäquaten Ausgestaltung von Anreizstrukturen sind Kerninhalte der Prinzipal-Agenten-Theorie. Vgl. Kapitel 2.3.2.

<sup>268</sup> Unter Opportunismus versteht WILLIAMSON ein auf die Verfolgung von Eigeninteressen unter Anwendung von Arglist abzielendes Verhaltensmuster. Vgl. Williamson (1985), S. 47. Vgl. ähnlich Jost (2000), S. 482. MARCH und SIMON definieren Opportunismus wie folgt: „[O]pportunism is an alternative to leaving the organization that may be evoked when satisfaction is low.“ March/Simon (1993), S. 129.

<sup>269</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2000), S. 428-430.

<sup>270</sup> Zur Einteilung der Zielkonflikte vgl. Lambert (2001), S. 5 f.

<sup>271</sup> Vgl. Schäffer (2001), S. 99; Schäffer (2002), S. 87.

Die Reduktion des Arbeitsleids ist auch schon im Zusammenhang mit der Prinzipal-Agenten-Theorie genannt worden. Vgl. Kapitel 2.3.2 sowie Jensen/Meckling (1976), S. 313.

<sup>272</sup> Vgl. Latané/Williams/Harkins (1979), S. 822 f. und 829 f.; Wilke/Knippenberg (1996), S. 470 f.; Nitzsch (2002), S. 68.



an der Leistung einer Gruppe partizipiert, ohne einen eigenen Beitrag hierzu zu leisten.<sup>273</sup> Aus der Perspektive des Unternehmens entstehen durch arbeitsscheues Verhalten Rationalitätsdefizite, da mögliche und sinnvolle Leistungen entweder gar nicht oder mit mangelnder Sorgfalt erbracht werden.<sup>274</sup> Zudem wird bei dieser Form eigeninteressierten Handelns nicht davon ausgegangen, dass die durch das arbeitsscheue Verhalten eingesparte Zeit zur Erledigung – im Sinne der Ziele des Unternehmens – dringenderer Aufgaben genutzt wird.

Eine weitere Form möglicher Zielkonflikte lässt sich auf **abweichende Konsumpräferenzen** zurückführen. Demnach verfolgen Individuen persönliche Konsumziele zur Erlangung eines hohen Status oder eines großen Prestiges, die aus der Sicht des Unternehmens nachteilig sind, wenn sie nur zusätzliche Kosten verursachen, die für Produktivitätssteigerungen oder auch für Repräsentationszwecke nicht erforderlich wären.<sup>275</sup>

**Abweichende Karrierepräferenzen** aufgrund des individuellen Strebens nach Selbstverwirklichung, Vermögen, Einfluss und/oder Autorität sind eine weitere Form möglicher Zielkonflikte, aus welchen Rationalitätsdefizite resultieren.<sup>276</sup> Das Ausmaß des Erreichens von Karrierezielen spiegelt sich beispielsweise in der Größe der zu leitenden Abteilung oder dem Ausmaß an Budgetverantwortung wider. So strebt der Manager eines Unternehmens beispielsweise danach, die Zahl der ihm unterstellten Mitarbeiter zu erhöhen, um dadurch unmittelbar einen Einflussgewinn und mittelbar auch Selbstverwirklichungs-, Einkommens- und Sicherheitsziele realisieren zu können.<sup>277</sup>

---

<sup>273</sup> Vgl. Kerr (1983), S. 820; Wilke/Knippenberg (1996), S. 469; Nitzsch (2002), S. 68 f.

Das Trittbrettfahren einzelner Mitglieder der Gruppe wirkt sich negativ auf die Leistungsbereitschaft der gesamten Gruppe aus. KERR bezeichnet diesen Effekt als Sucker Effect. Vgl. Kerr (1983), S. 820 und 825-827.

<sup>274</sup> Jensen/Meckling (1976), S. 313.

Das arbeitsscheue Verhalten steht in engem Zusammenhang zur Arbeitszufriedenheit: „Die organisationale Interessenlage ist davon [von der individuellen Arbeitszufriedenheit, R. M.] insofern betroffen, als unzufriedene Mitarbeiter in stärkerem Umfang zu *Fluktuation* und *Absentismus* neigen bzw. *Tendenzen zur inneren Kündigung* in dem Sinn aufweisen, daß ihr Leistungsniveau hinter ihren Leistungsmöglichkeiten zurückbleibt.“ [Hervorhebungen im Original], Schanz (1993), Sp. 4529-4530.

GREENBERG weist beispielsweise nach, dass arbeitsscheues Verhalten und Arbeitsunzufriedenheit auftreten, wenn Mitarbeiter die eigene Entlohnung im Vergleich mit dem Entgeltniveau von Kollegen als ungerecht empfinden. Vgl. Greenberg (1982).

<sup>275</sup> Vgl. Williamson (1964), S. 33; Jensen/Meckling (1976), S. 313; Schäffer (2001), S. 100 f.

<sup>276</sup> Es ist davon auszugehen, dass der Einfluss abweichender Karrierepräferenzen umso größer ist, je jünger der jeweils Handelnde ist. Vgl. Gibbons/Murphy (1992), S. 468-470.

<sup>277</sup> Vgl. Williamson (1964), S. 34; Jost (2000), S. 24.

Aus der Verfolgung individueller Karriereziele in Unternehmen erwächst die Gefahr hierarchiebedingter Informationspathologien. So geben Vorgesetzte wichtige Informationen nicht oder nur verkürzt an untergeordnete Hierarchieebenen weiter, um ihren Vorsprung an Autorität zu sichern. Umgekehrt halten Mitarbeiter aus untergeordneten Hierarchieebenen Probleminformationen vor ihren Vorgesetzten zurück, um die eigene berufliche Karriere nicht zu gefährden. Vgl. Wilensky (1967), S. 42-47; Scholl (1992), Sp. 907.

Zielkonflikte zwischen dem handelnden Individuum und dem Unternehmen erwachsen ferner aus **abweichenden Risikopräferenzen**.<sup>278</sup> Das von einem Individuum präferierte Ziel der Sicherung des eigenen Arbeitsplatzes führt dazu, dass bei guter wirtschaftlicher Lage des Unternehmens übermäßig risikoscheue Handlungsalternativen bevorzugt werden, um Fehlentscheidungen zu vermeiden, die die Arbeitsplatzsicherheit gefährden könnten.<sup>279</sup> Analog resultiert aus einer schlechten wirtschaftlichen Lage des Unternehmens ein übermäßig risikosuchendes Verhalten, da das Individuum ohnehin nicht mehr viel zu verlieren hat. In beiden Fällen entstehen aus der Sicht des Unternehmens Rationalitätsdefizite.<sup>280</sup>

Ferner führen **abweichende Zeitpräferenzen** zu Zielkonflikten, wenn ein Individuum Entscheidungen aus der Perspektive des für ihn relevanten Zeithorizonts trifft, der durch seine Verweildauer im Unternehmen oder in der Position geprägt ist und in der Regel kurzfristiger ausfällt als der für das Unternehmen relevante Zeithorizont.<sup>281</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die aufgezeigten Zielkonflikte durch Mängel in den organisationalen Ziel- und Anreizsystemen verstärkt werden. Eine aus der Sicht des Individuums unzureichende Operationalisierung der Organisationsziele und die mangelnde Überprüfbarkeit der Zielerreichung gefährden die Akzeptanz der Ziele des Unternehmens und begünstigen die Verfolgung abweichender Individualziele.<sup>282</sup>

### 3.1.2 Rationalitätsdefizite aufgrund kognitiver Beschränkungen (Erweiterungen des RREEMM-Modells)

Wie bereits in den Kapiteln 2.2.2 und 2.3.2 allgemein zum Ausdruck gebracht, bietet eine strikt am ökonomischen Rationalprinzip orientierte Interpretation des RREEMM-Modells mit strengen Rationalitätsannahmen keine geeignete Grundlage für eine umfassende Analyse der Rationalitätsproblematik im Finanzmanagement. Demzufolge sind strenge Rationalitätsannahmen – wie gezeigt – nicht nur in Form des eigeninteressierten Handelns, sondern entsprechend dem zugrunde liegenden Controllingverständnis und dem Ansatz der Behavioral Corporate Finance auch im Hinblick auf kognitive Beschränkungen aufzulockern.

Diese Auflockerung wird entsprechend der von LINDENBERG empfohlenen Strukturierung nach dem RREEMM-Modell ausformuliert, um verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse in die Analyse zu integrieren, die im Hinblick auf die Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanz-

---

<sup>278</sup> Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 31 f.

<sup>279</sup> Vgl. Williamson (1964), S. 32.

<sup>280</sup> Vgl. Schäffer (2001), S. 101.

<sup>281</sup> Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 32. Vgl. ähnlich Schäffer (2001), S. 101 f.

<sup>282</sup> Vgl. March/Simon (1993), S. 61, 81 und 146.

management relevant sind. Diese Erkenntnisse bilden einen umfassenden Rahmen für potentielle Rationalitätsdefizite, die in der eingeschränkten Informationsverarbeitungsfähigkeit begründet liegen und in zahlreichen Untersuchungen belegt werden.<sup>283</sup> Tieferliegend ist diese Einschränkung dadurch zu begründen, dass die menschliche Informationsverarbeitung selektiv abläuft und beschränkt ist.<sup>284</sup> Die menschliche Informationsverarbeitung folgt einem ökonomischen Prinzip:<sup>285</sup> Mit möglichst geringem Aufwand werden Schlussfolgerungen gezogen, die zwar für die meisten Lebenssituationen ein hinreichend zufrieden stellendes Ergebnis generieren, bei denen jedoch der Bestand an Wissen grundsätzlich beschränkt ist und Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion die menschliche Informationsverarbeitung bestimmen. Neben diesen Grenzen bezüglich der Repräsentation (Gedächtnisleistungen) und der Anwendung von Wissen (Denkprozesse, Entscheidungen und Handlungen) zeigt sich die Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung auch in einer dynamischen Perspektive in Form begrenzter Fähigkeiten zum Erwerb von Wissen (Lernprozesse). Auf diesen allgemeinen Erkenntnissen aufbauend, werden im Folgenden die einzelnen Komponenten des RREEMM-Modells um verhaltenswissenschaftlich nachgewiesene Effekte und Phänomene erweitert.

### ***Resourceful-Annahme***

Die erste Komponente des RREEMM-Modells betrifft die resourceful-Annahme. Sie besagt, dass ein Individuum aktiv und intelligent nach Möglichkeiten der Zielrealisierung sucht.<sup>286</sup> Eine streng ökonomische, im Sinne des Homo Oeconomicus erfolgende Interpretation dieser Annahme würde festlegen, dass ein Individuum bei dieser Suche immer den gesamten Alternativenraum überblickt und somit auch immer die objektiv beste Alternative findet.<sup>287</sup>

Auf der Grundlage der Erkenntnisse zur menschlichen Informationsverarbeitung erfolgt eine Erweiterung und Auflockerung dieser restriktiven Interpretation. Sie besteht in der Annahme, dass die Identifikation der objektiv besten Entscheidungsalternative durch die Berücksichtigung der Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung erschwert oder sogar verhindert wird.<sup>288</sup> Wie näher auszuführen sein wird, begründet sich die Erweiterung und Auf-

---

<sup>283</sup> Vgl. Nitzsch (2002), S. 1-7 sowie Fußnote 73.

<sup>284</sup> Vgl. Kirsch (1977b), S. 84-86; Kluwe (2001), S. 354; Müsseler (2001), S. 155; Nitzsch (2002), S. 2 f., sowie Fußnote 73.

„It needs some way of focusing attention – of avoiding distraction (or at least too much distraction) and focusing on the things that need attention at a given time.“ Simon (1983), S. 20 f.

<sup>285</sup> Vgl. Kanning (2001b), S. 372.

<sup>286</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

<sup>287</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

<sup>288</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 56; Heine et al. (2006), S. 29.

lockerung auf die genannten Aspekte der Wissensbeschränkungen, der Wirksamkeit von Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion sowie der gegebenen Begrenzungen im Rahmen des Lernens. Konkret sind hierdurch Wissensbeschränkungen, mentale Modelle, Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts- und Verankerungsheuristiken, Bestätigungsverzerrungen sowie Begrenzungen des Lernens in die Analyse der vorliegenden Untersuchung zu integrieren.<sup>289</sup>

Der grundsätzlich anzunehmende begrenzte Bestand an Wissen führt in einer Entscheidungssituation allgemein zu **Wissensbeschränkungen**, die zur Folge haben, dass ein Individuum zwangsläufig keinen vollständigen Überblick über alle sich in einer Situation bietenden Alternativen und die mit einer Alternative verbundenen Konsequenzen besitzt. Das Ausmaß der Wissensbeschränkungen hängt sowohl vom Handlungskontext (insbesondere der Komplexität und Dynamik) als auch den Erfahrungen des Individuums ab.<sup>290</sup> Dementsprechend können objektive und subjektive Wissensbeschränkungen voneinander unterschieden werden.<sup>291</sup> Objektive Wissensbeschränkungen sind umso höher, je größer die Unsicherheit im jeweiligen Handlungskontext ist. Subjektive Wissensbeschränkungen sind umso höher, je seltener ein Individuum mit Handlungskontexten ähnlicher Art konfrontiert ist und je kleiner infolgedessen das Erfahrungswissen ist, auf das es bei der jeweiligen Entscheidungsfindung zurückgreifen kann.

Neben grundsätzlichen Wissensbeschränkungen sind einer Identifikation der objektiv besten Alternative infolge der Anwendung von Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion Grenzen gesetzt. Ein hier bedeutsames, auf die Repräsentation von Wissen bezogenes Konzept ist das von der kognitiven Psychologie entwickelte Konzept **mentaler Modelle**, das Wissensstrukturen abzubilden versucht.<sup>292</sup> „The mental models are the internal representations that individual cognitive systems create to interpret the environment [...]“<sup>293</sup> Neben der Strukturierung des internen Wissensbestandes können mentale Modelle insbesondere Zustände intern simulieren, antizipieren und Effekte von Eingriffen bewerten.<sup>294</sup> Die Entwicklung mentaler

---

<sup>289</sup> Im Rahmen der weiteren Ausarbeitung des RREEMM-Modells wird deutlich, dass diese kognitiven Beschränkungen auch einen Einfluss auf die Ableitung von Werturteilen (evaluating-Annahme) und Wahrscheinlichkeitsurteilen (expecting-Annahme) ausüben.

<sup>290</sup> Vgl. Simon (1957), S. 81-84.

<sup>291</sup> Vgl. Herzog (1999), S. 69.

<sup>292</sup> Neben der Wissensrepräsentation in Form mentaler Modelle sind auch die Repräsentation in Form semantischer Netzwerke oder auch in Form von Produktionsregeln (Bedingungs-Aktions-Verknüpfungen) in der kognitiven Psychologie von Bedeutung. Vgl. Kluge (2001), S. 353 f.

Mentale Modelle werden in der Literatur auch synonym als interne, innere oder auch kognitive Modelle bezeichnet. Vgl. Kirsch (1977a), S. 76-83.

<sup>293</sup> Denzau/North (1994), S. 4.

<sup>294</sup> Vgl. Kluge (2001), S. 354; May (2001), S. 49 f. Vgl. grundlegend Johnson-Laird (1980); Johnson-Laird (1983).

Modelle erfordert eine Vereinfachung und Reduktion real existierender Komplexität, um sie bewältigen und die eigene Handlungsfähigkeit aufrechterhalten zu können.<sup>295</sup> Dabei werden Abstraktionsprozesse in Gang gesetzt und fehlende Informationen durch Hypothesen ersetzt, die im Wesentlichen über Analogiebildungen zwischen bekannten und als ähnlich eingestuften Zusammenhängen generiert werden.<sup>296</sup>

So wichtig mentale Modelle zur Beherrschung realer Komplexität sind, so groß sind auch die Gefahren, wenn dabei unzulässige Verallgemeinerungen oder falsche Hypothesen gebildet werden. Die eigentliche Gefahr besteht nicht in der Vereinfachung realer Zusammenhänge an sich, sondern in dem unbewussten Ablauf mentaler Modelle und dem impliziten Einfluss auf das Handeln eines Individuums.<sup>297</sup> Bei der Beurteilung von Ereignissen auf der Basis quasikausaler Zusammenhänge zu Vergangenheitsdaten in Form mentaler Modelle ist die Fähigkeit zur Identifikation von Änderungen bisher gültiger Gesetzmäßigkeiten oder auch zur Identifikation von Überlagerungen durch stochastische Effekte eingeschränkt.<sup>298</sup> Auch wenn Teile eines Handlungskontextes sich derart verändern, dass eine Anpassung implizit getroffener Verallgemeinerungen und Hypothesen erforderlich wäre, bleiben mentale Modelle unverändert bestehen.

Mentale Modelle beeinflussen die kognitiven Fähigkeiten eines Individuums.<sup>299</sup> Sie führen zu einer kognitiven Rahmumgebung, einem Framing bei der Einschätzung der jeweils interessierenden Entscheidungssituation.<sup>300</sup> Da sie zudem aus subjektiven Lernprozessen und Erfahrungen gebildet werden, reflektieren sie einen Handlungskontext aufgrund von Pfadabhängigkeiten oder mangelnden Feedbackinformationen nicht immer angemessen. „Je komplexer und je weniger transparent ein Sachverhalt ist, desto größere Bedeutung erlangt das mentale Modell, das sich ein Individuum von diesem macht, für die Erklärung seiner Entscheidungen und Eingriffe.“<sup>301</sup>

---

<sup>295</sup> Vgl. Ambrosini/Bowman (2001), S. 813; Lubit (2001), S. 166.

<sup>296</sup> Vgl. Johnson-Laird (1980), S. 108; Holyoak (1984), S. 206 f.

<sup>297</sup> Vgl. Senge (1990), S. 176; Ambrosini/Bowman (2001), S. 813.

Der implizite Charakter mentaler Modelle verhindert die automatische Anpassung an geänderte Handlungskontexte.

<sup>298</sup> Vgl. Adam (1996), S. 194 f.

<sup>299</sup> WESSLING führt aus: „[J]edes für eine Handlung notwendige Wissen des Individuums [wird, R. M.] als subjektiv verzerrt angenommen.“ Wessling (1991), S. 119.

<sup>300</sup> Den Zusammenhang zwischen mentalen Modellen und Framing verdeutlicht SENGE: „Mental models are the images, assumptions, and stories which we carry in our minds of ourselves, other people, institutions, and every aspect of the world. Like a pane of glass framing and subtly distorting our vision, mental models determine what we see.“ Senge et al. (1994), S. 235 f.

Zum Phänomen des Framing vgl. Tversky/Kahneman (1981), S. 453; Russo/Schoemaker (1989), S. 15; Lindenberg (2000), S. 16-21; Tversky/Kahneman (2002), S. 212-223; Eisenführ/Weber (2003), S. 368; Shefrin (2007), S. 10.

<sup>301</sup> Kluwe (2000), S. 220.

Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion prägen nicht nur die Repräsentation, sondern auch die Anwendung von Wissen. Dabei bedient sich die menschliche Informationsverarbeitung sogenannter Heuristiken, Such- und Handlungsanweisungen, die durch eine Verkürzung kognitiver Operationen gekennzeichnet sind.<sup>302</sup> Demzufolge besitzen Heuristiken – wie auch mentale Modelle – einen ambivalenten Charakter. Auf der einen Seite dienen Heuristiken der Verkürzung und Vereinfachung kognitiver Operationen, weil bei Schlussfolgerungen auf die Anwendung komplizierter und vergleichsweise langwieriger Algorithmen verzichtet wird.<sup>303</sup> Der Vorzug von Heuristiken liegt darin, dass ressourcensparend Schlussfolgerungen abgeleitet werden, die in den meisten Situationen eine hinreichende Güte besitzen.<sup>304</sup> Durch die Anwendung von Heuristiken vereinfacht ein Individuum die Komplexität des jeweiligen Handlungskontextes.<sup>305</sup> Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass gerade in komplexen, dynamischen Entscheidungssituationen voreilige und systematisch verzerrte Schlüsse gezogen werden. Die Anwendung von Heuristiken macht somit menschliche Fehltritte erklärbar, die ohne Bezug zu irrationalen Beweggründen des Handelns erfolgen.<sup>306</sup>

Bislang existiert keine Theorie, die Heuristiken vollständig beschreiben und einordnen kann.<sup>307</sup> Zu den bereits intensiver erforschten und empirisch nachgewiesenen Formen von Heuristiken<sup>308</sup> zählen die Verfügbarkeits-, die Repräsentativitäts- sowie die Verankerungs- und Anpassungsheuristik.<sup>309</sup> Entsprechend der *Verfügbarkeitsheuristik* werden Ereignisse, die im Gedächtnis einer Person besonders leicht verfügbar sind, bevorzugt zur Schlussfolgerung herangezogen.<sup>310</sup>

<sup>302</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Tversky/Kahneman (1986), S. 38; Russo/Schoemaker (1989), S. 81; Kanning (2001a), S. 202 f.; Nitzsch (2002), S. 19 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 497; Zimmer (2004), S. 400.

<sup>303</sup> ZIMBARDO und GERRIG bezeichnen Heuristiken auch als „informelle Daumenregeln“ oder auch „Abkürzungen im Denkprozess“. Zimbardo/Gerrig (2004), S. 385.

<sup>304</sup> Für eine Darstellung der Vorzüge von Heuristiken vgl. beispielsweise Gigerenzer (1991), S. 83-115.

<sup>305</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 38; Russo/Schoemaker (1989), S. 81; Jost (2000), S. 188-194; Nitzsch (2002), S. 20.

<sup>306</sup> Vgl. Gilovich/Griffin (2002), S. 1.

<sup>307</sup> Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 493 f.

<sup>308</sup> Vgl. Kanning (2001a), S. 202.

<sup>309</sup> Für einen Überblick vgl. Swieringa et al. (1976), S. 160; Tversky/Kahneman (1986), S. 39, 46 und 49; Auer-Rizzi (1998), S. 131 f.; McFadden (1999), S. 84-97; Jost (2000), S. 256-283; Kanning (2001a), S. 202; Nitzsch (2002), S. 19-37.

<sup>310</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 46; Bazerman (1998), S. 18; Jost (2000), S. 267; Kanning (2001a), S. 202; Nitzsch (2002), S. 13-19; Connolly/Ordóñez (2003), S. 497 f.; Eisenführ/Weber (2003), S. 176; Shefrin (2007), S. 9.

Beispielsweise berücksichtigt ein Rettungssanitäter sehr viel eher die Möglichkeit eines Verkehrsunfalls als Vertreter anderer Berufsgruppen, da Rettungssanitäter häufig mit Verkehrsunfällen zu tun haben. Vgl. Kanning (2001a), S. 202. Ebenso wird im Allgemeinen sehr viel eher das Auftreten einer mit dramatischen Ereignissen verbundenen Todesursache in Erwägung gezogen als das Auftreten gewöhnlicher Todesursachen. Vgl. Slovic/Fischhoff/Lichtenstein (1979), S. 15.

Bei der **Repräsentativitätsheuristik** wird eine singuläre Information als repräsentativ für eine ganze Klasse von Informationen angesehen, sodass auf der Grundlage einer einzigen Information Aussagen über viele Ereignisse getroffen werden.<sup>311</sup> Gemäß der **Verankerungs- und Anpassungsheuristik** wird auf der Basis einer einzelnen Information zunächst ein Beurteilungsanker gesetzt und alle nachfolgenden Informationen wiederum dazu in Beziehung gesetzt. Dadurch erfolgt eine Verzerrung der Urteilsbildung im Sinne einer Anpassung der später verarbeiteten Information in Richtung auf den Anker.<sup>312</sup>

Neben den genannten Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion zeigen sich diese auch in Form von **Bestätigungsverzerrungen** (auch Confirmation Bias oder Confirming-Evidence Trap genannt),<sup>313</sup> die über die kognitive Dissonanztheorie nach FESTINGER erklärt werden kann.<sup>314</sup> Eine Bestätigungsverzerrung liegt vor, wenn sich die Informationssuche lediglich auf meinungskonforme, konsonante Informationen beschränkt, die in bestehende Kognitionen eines Individuums (Überzeugungen, Gedankengänge, Meinungen, Werthaltungen, Einstellungen) passen.<sup>315</sup> So bleiben andere, dem eigenen Glaubens- und Gedankensystem widersprechende dissonante Informationen unberücksichtigt.<sup>316</sup> Eine in dieser Weise vorgenommene Selektion von Informationen unterstützt das Streben, aufwändige Revisionen der eigenen Glaubens- und Gedankensysteme und damit der eigenen mentalen Modelle nach Möglichkeit zu vermeiden.<sup>317</sup> Das Phänomen der Bestätigungsverzerrung tritt nicht nur im Vorfeld, sondern auch im Anschluss an eine bereits getroffene Entscheidung auf, die sich als nachteilig herausgestellt hat. In diesem Fall streben Individuen nach der Aufnahme solcher Informationen, die

<sup>311</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 39; Auer-Rizzi (1998), S. 134; Kanning (2001a), S. 202; Nitzsch (2002), S. 28 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 498; Eisenführ/Weber (2003), S. 177; Shefrin (2007), S. 8.

Beispielsweise erscheint vielen Menschen, die in einer Lotterie mitspielen, die Zahlenfolge 10, 4, 8, 32, 36, 23 als repräsentativ für übliche Ergebnisse einer Ziehung. Die Zahlenfolge 1, 2, 3, 4, 5, 6, die objektiv mit gleicher Wahrscheinlichkeit auftreten kann, gilt demgegenüber als nicht zu erwartendes Ergebnis. Vgl. Kanning (2001a), S. 202.

<sup>312</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 49; Russo/Schoemaker (1989), S. 88-92; Bolger/Harvey (1993), S. 779; Kanning (2001a), S. 203; Nitzsch (2002), S. 22 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 497; Eisenführ/Weber (2003), S. 179 f.; Epley/Gilovich (2005), S. 199-201; Shefrin (2007), S. 9.

Beispielsweise wird die Urteilsbildung über eine Person von dem ersten Eindruck geprägt, den diese Person hinterlässt. Vgl. Kanning (2001a), S. 203.

<sup>313</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (1989), S. 75 f.; Auer-Rizzi (1998), S. 154 f.; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 52; Hilton (2001), S. 38 f.; Shefrin (2001a), S. 116; Nitzsch (2002), S. 10 f.; Shefrin (2007), S. 7 f.

<sup>314</sup> Vgl. grundlegend Festinger (1957). Vgl. darüber hinaus Irlé (1971), S. 145-152; Wenninger (2001), S. 330.

<sup>315</sup> Vgl. Staehle (1999), S. 202.

<sup>316</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (1989), S. 75 f.; Auer-Rizzi (1998), S. 154 f.; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 52; Nitzsch (2002), S. 52; Bazerman/Chugh (2006), S. 90 und 92.

<sup>317</sup> Vgl. Staehle (1999), S. 202.

Das Streben nach Bestätigung dient dem ökonomischen Prinzip menschlicher Informationsverarbeitung.

nachträglich den getroffenen Entschluss rechtfertigen und die mit der Fehlentscheidung einhergehenden Dissonanzen reduzieren.<sup>318</sup>

Über Wissensbeschränkungen und Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion hinausgehend stehen auch gegebene **Beschränkungen im Hinblick auf Lernprozesse** einer Identifikation der objektiv besten Alternative im Wege. So lassen sich zwar die eingangs des Kapitels genannten subjektiven Wissensbeschränkungen grundsätzlich durch Lernprozesse reduzieren.<sup>319</sup> Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich die Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung auch in Form begrenzter Fähigkeiten zum Erwerb von Wissen (Lernprozesse) niederschlägt.<sup>320</sup> In Abhängigkeit vom Zeitpunkt des stattfindenden Lernprozesses können die beiden Formen des Ex-ante- und Ex-post-Lernens voneinander unterschieden werden.

Das Ex-ante-Lernen beschreibt eine Verbesserung kognitiver Strukturen im Vorfeld einer Entscheidung.<sup>321</sup> Aufgrund der Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung kann ein Individuum die Konsequenzen einer Entscheidung jedoch nur unzureichend antizipieren und dementsprechend nur in eingeschränktem Umfang Erfolge in Form des Ex-ante-Lernens erzielen.

Das Ex-post-Lernen beschreibt einen Lernprozess, der im Anschluss an eine bereits vollzogene Handlung stattfindet. Ex-post-Lernen wird auch als Kontrolle bezeichnet.<sup>322</sup> Der potentielle Lernerfolg resultiert aus einem Abgleich zwischen dem intendierten und dem tatsächlichen Ergebnis einer Handlung. Im Falle der Übereinstimmung wird ein Individuum zukünftig in subjektiv vergleichbaren Situationen nach dem gleichen mentalen Modell handeln. Im Falle einer Abweichung besteht zunächst die Gefahr, dass ein Individuum Kontrollhandlungen unterlässt, um aufwändige Revisionen mentaler Modelle zu vermeiden.

Das Unterlassen der Kontrollhandlung kann durch den sogenannten Nachhinein-Effekt (auch Hindsight Bias genannt) bedingt sein.<sup>323</sup> Die Durchführung einer Kontrollhandlung wird dadurch erschwert, dass ein Geschehnis in der Retrospektive verzerrt erscheint. Es besteht eine Tendenz zu dem Glauben, über alle Faktoren Bescheid gewusst zu haben, die das jeweils interessierende

---

<sup>318</sup> Vgl. Irle (1971), S. 150; Russo/Schoemaker (1989), S. 76; Nitzsch (2002), S. 11.

<sup>319</sup> Das charakteristische Merkmal von Lernprozessen besteht in der Bildung von Erfahrungen, die die zukünftigen Aktivitäten eines Individuums beeinflussen. Vgl. Edelman (2001), S. 451.

<sup>320</sup> Vgl. Eichenberger (1992), S. 49 f.; Schäffer (2001), S. 65 f.

<sup>321</sup> Vgl. Schäffer (2001), S. 33.

<sup>322</sup> Vgl. Schäffer (2001), S. 33.

<sup>323</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Fischhoff/Beyth (1975), S. 1; Yates (1990), S. 100 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 499.



Ereignis bestimmt haben. Dieser Effekt lässt sich tiefergehend über Erkenntnisse der Attributionstheorie von Individuen erklären.<sup>324</sup> Demnach attribuieren Individuen Ursachen von Handlungsergebnissen derart, dass positive Ergebnisse bevorzugt eigenen Eigenschaften und Fähigkeiten zugewiesen werden, während negative Ergebnisse als Folge externer Faktoren interpretiert werden. Dieses Vorgehen dient der Erhaltung eines positiven Selbstbildes.<sup>325</sup>

Führt ein Individuum bei Abweichungen zwischen intendiertem und tatsächlichem Ergebnis jedoch eine Kontrollhandlung durch, können zum einen allgemein kognitive Beschränkungen (Wissensbeschränkungen und Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion) die Ergründung von Abweichungsursachen verhindern. Zum anderen basieren Kontrollhandlungen auf dem Feedback über die Zusammenhänge zwischen der Handlung des Individuums und dem Handlungsergebnis. Dieses Feedback kann gemäß den geschilderten Grenzen menschlicher Informationsverarbeitung systematisch verzerrt sein oder zum Schutz des Selbstbildes ignoriert werden (Bestätigungsverzerrungen). In der Folge weisen die sich anschließenden Lernprozesse Defizite auf oder finden gar nicht erst statt.<sup>326</sup>

Zusammenfassend resultiert aus den einzelnen in der resourceful-Annahme relevanten Unzulänglichkeiten, dass ein Individuum das notwendige Problembewusstsein gegebenenfalls gänzlich vermissen lässt, beziehungsweise, dass das von ihm zur Lösung angewandte Wissen lediglich eine inadäquate Teilsicht auf das Problem widerspiegelt. Relevante Aspekte bezüglich der Ziele, Handlungsalternativen, Handlungsbedingungen oder auch Handlungskonsequenzen einer Entscheidungssituation bleiben in dieser Teilsicht unberücksichtigt.<sup>327</sup> „The individual cannot assign values to options about which he has no knowledge, nor can such options logically be included in his opportunity set.“<sup>328</sup> Die vorgestellte Erweiterung und Auflockerung der resourceful-Annahme erfolgt im Sinne LINDENBERGS und MECKLINGS.<sup>329</sup> Letzterer führt aus: „[E]conomists must (and implicitly do) endow the individual with knowledge, ingenuity, and intelligence. [...] The individual, however, is *not* endowed with perfect knowledge [...].“<sup>330</sup> Bei der Identifikation und Begründung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement werden

---

<sup>324</sup> Der Begriff der „Attribution“ bezeichnet die Gesamtheit der Prozesse, die in Gang gesetzt werden, wenn ein Individuum die Frage ergründet, warum ein bestimmtes Ergebnis eingetreten ist. Attributionsprozesse sind Prozesse der Ursachenergründung. Vgl. Bierhoff (2001), S. 145.

Die Attributionstheorie geht auf HEIDER zurück. Vgl. Heider (1977).

<sup>325</sup> Vgl. Jost (2000), S. 295 f.; Nitzsch (2002), S. 39.

<sup>326</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (1989), S. 194-210; Eichenberger (1992), S. 50.

<sup>327</sup> Vgl. Gettys/Fisher (1979); Russo/Schoemaker (1989), S. 16; Lindenberg (2000), S. 16 f.

<sup>328</sup> Meckling (1976), S. 549.

<sup>329</sup> Vgl. Meckling (1976), S. 549; Lindenberg (1991), S. 56.

<sup>330</sup> [Hervorhebungen im Original], Meckling (1976), S. 549.

Wissensbeschränkungen und Mechanismen der Vereinfachung und Komplexitätsreduktion (mentale Modelle, Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts- und Verankerungsheuristiken sowie Bestätigungsverzerrungen) zu berücksichtigen sein, um relevante Defizite zu erklären (Kapitel 3.2). Die dynamische Perspektive im Hinblick auf die Beschränkung von Lernprozessen bildet hier eine Ausnahme. Da das Auftreten einer beliebigen kognitiven Beschränkung stets als das Ergebnis ausgebliebener Lernprozesse zur Überwindung dieser Beschränkung begriffen werden kann, besitzt diese dynamische Perspektive einen übergreifenden Charakter, der erst im Rahmen der gesamtheitlichen Betrachtung relevanter Ursachen von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement aufgegriffen wird (Kapitel 3.2.5.2).

### ***Restricted-Annahme***

Die restricted-Annahme ist Inhalt der zweiten Komponente des RREEMM-Modells. Sie besagt, dass Güter knapp sind, wodurch die Wahlmöglichkeiten in einer Entscheidungssituation beschränkt sind.<sup>331</sup> Die einfache, üblicherweise von Ökonomen vorgenommene Interpretation bestimmt, dass Restriktionen in Form von Einkommensbeschränkungen vorliegen.<sup>332</sup> Eine explizite Berücksichtigung kognitiver Aspekte bietet sich – im Gegensatz zu den anderen Komponenten des RREEMM-Modells – im Rahmen der restricted-Annahme jedoch nicht an.<sup>333</sup> Diese Annahme soll daher im weiteren Verlauf der Untersuchung nicht näher berücksichtigt werden.

### ***Evaluating-Annahme***

Die dritte Komponente des RREEMM-Modells behandelt die evaluating-Annahme, die besagt, dass Individuen (frühere, jetzige, zukünftige) Zustände und Geschehnisse bewerten.<sup>334</sup> Die einfache, von Ökonomen vorgenommene Interpretation dieser Annahme sieht vor, dass die Bewertung von Zuständen und Geschehnissen rational erfolgt.<sup>335</sup> Eine im Sinne der ökonomischen Theorie rationale Bewertung liegt vor, wenn die von einem Individuum gezeigten Präferenzen eine konsistente Präferenzordnung besitzen.<sup>336</sup> Diese Präferenzen müssen demnach bestimmten Anforderungen wie Vollständigkeit, Vergleichbarkeit oder Transitivität – alle

---

<sup>331</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

<sup>332</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

In einer Erweiterung hierzu könnte angenommen werden, dass Wahlmöglichkeiten nicht nur aufgrund von Einkommensbeschränkungen, sondern beispielsweise auch aufgrund sozialer Beschränkungen vorliegen können, die bestimmte Alternativen teurer oder günstiger machen. Vgl. Becker (1976), S. 253; Lindenberg (1991), S. 56; Heine et al. (2006), S. 25-27.

<sup>333</sup> Vgl. Lindenberg (1992), S. 8.

<sup>334</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55 und Kapitel 2.5.2.

<sup>335</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55 f. und Kapitel 2.5.2.

<sup>336</sup> Vgl. Becker (2003), S. 41; Connolly/Ordóñez (2003), S. 500.

Alternativen lassen sich in eine konsistente Reihenfolge bringen – genügen und sich mittels einer (linearen) Nutzenfunktion darstellen lassen.<sup>337</sup>

Die Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung steht der Erfüllung der genannten Anforderungen entgegen. Zahlreiche Studien belegen Verstöße gegen die in der Ökonomik üblicherweise unterstellte Konsistenz von Präferenzordnungen.<sup>338</sup> So sind gleichermaßen Verletzungen des Kriteriums der Vollständigkeit (Individuen überblicken nicht alle Alternativen)<sup>339</sup>, der Vergleichbarkeit (Individuen können nicht jeder Präferenz beispielsweise eine monetäre Größe zuordnen)<sup>340</sup> sowie der Transitivität (Bewertungen von Individuen ergeben keine konsistente Reihenfolge)<sup>341</sup> identifiziert worden. Die Fähigkeit zur Bildung rationaler Werturteile ist nur begrenzt gegeben.<sup>342</sup> Hinsichtlich der evaluating-Annahme soll die Erweiterung eingeführt werden, dass die von Individuen gebildeten Werturteile systematische Verzerrungen aufweisen, sodass die Beschreibung von Nutzenfunktionen nicht auf der Grundlage linearer, sondern komplexerer Zusammenhänge erfolgt.<sup>343</sup> In der konkreten Erweiterung der evaluating-Annahme um kognitive Beschränkungen bedeutet dies, dass Erkenntnisse der Prospect Theory, der Effekt der Verlustaversion, der Status Quo-Effekt, der Immediately-Effekt, der Sunk Cost-Effekt, das Phänomen des Mental Accountings sowie Erkenntnisse der Regret Theory in das Modell integriert werden.<sup>344</sup>

---

<sup>337</sup> Vgl. Varian (1991), S. 32 f.; Eichenberger (1992), S. 7 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 500.

<sup>338</sup> Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 500 f.

Zur detaillierten Darstellung vgl. Allais (1953); Ellsberg (1961); Tversky (1969).

<sup>339</sup> Vgl. die Ausführungen im Abschnitt zur resourceful-Annahme, Beginn des Kapitels 3.1.2.

<sup>340</sup> Im wirtschaftswissenschaftlichen Kontext ist die monetäre Bewertung qualitativer Kriterien ein klassisches Beispiel dafür, dass die Transformation von Entscheidungsalternativen in die Dimension einer Zielgröße nicht immer gelingt. Vgl. Adam (1996), S. 12 f.

<sup>341</sup> Vgl. insbesondere den folgenden Abschnitt zur Prospect Theory.

<sup>342</sup> Vgl. Eichenberger (1992), S. 10 f.; Jost (2000), S. 197-256.

<sup>343</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 56; Heine et al. (2006), S. 30 f.

<sup>344</sup> Zur Relevanz dieser kognitiven Beschränkungen im Hinblick auf die interessierende Problemstellung vgl. detailliert Kapitel 3.2.

Neben den genannten kognitiven Beschränkungen ist darauf hinzuweisen, dass auch alle bereits im Rahmen der Erweiterung der resourceful-Annahme erörterten kognitiven Beschränkungen die Ableitung von Werturteilen bedingen, die im Sinne der ökonomischen Theorie nicht rational sind. Insbesondere die Anwendung der Verankerungs- und Anpassungsheuristik birgt die Gefahr der Bildung verzerrter Werturteile, da das Individuum seine Werturteile von einem durch eine vorherige Entscheidung zufällig determinierten Anker situativ abhängig macht. Die Nähe zwischen einer zu wählenden Größe und dem gesetzten Anker wird hierbei zum Maßstab der Beurteilung der Wertigkeit von Entscheidungsalternativen. Dies kann die konsistente Bewertung von Entscheidungsalternativen erschweren, da die Nähe einer Alternative zum Anker nicht zwangsläufig den Präferenzen des Individuums entsprechen muss. Vgl. Heine et al. (2006), S. 31.

Systematische Verzerrungen bei der Bildung von Werturteilen offenbaren sich in der von KAHNEMAN und TVERSKY entwickelten *Prospect Theory*.<sup>345</sup> Im Kern beschreibt sie eine S-förmige Nutzenfunktion, die im Vergleich zu den einfachen, linearen und von der klassischen Ökonomik unterstellten Nutzenfunktionen komplexere Zusammenhänge bei der Bildung von Werturteilen unterstellt. Die S-förmige Nutzenfunktion verläuft im Gewinnbereich konkav (risikoavers) und weniger steil, im Verlustbereich hingegen konvex (risikosuchend) und steiler.<sup>346</sup> Dieser Verlauf spiegelt zum einen die abnehmende Sensitivität von Individuen gegenüber zunehmenden Gewinnen und Verlusten wider. Zum anderen offenbart der Verlauf die asymmetrische Bewertung von Gewinnen und Verlusten. Demnach werden betragsmäßig gleiche Verluste stärker gewichtet als Gewinne. Dieses Phänomen wird als *Verlustaversion* (Loss Aversion) bezeichnet. Die Verlustaversion besagt, dass, ausgehend von einem neutralen Bezugspunkt (Reference Point oder auch Reference Level), den das Individuum aufgrund seiner Situationswahrnehmung festlegt, das Individuum eine größere Sensitivität für die Dimension besitzt, die im Vergleich mit dem gewählten Bezugspunkt Verluste darstellt.<sup>347</sup> Da identische Entscheidungsalternativen in unterschiedlichen Kontexten beschrieben werden können und somit Einfluss auf die Wahl des Bezugspunktes nehmen, können allein durch die Art der Beschreibung einer Handlungsalternative risikosuchendes in risikoaverses Handeln beziehungsweise risikoaverses in risikosuchen-

---

<sup>345</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Kahneman/Tversky (1979), S. 277-280; Tversky/Kahneman (1991); Camerer (1999), S. 10575 f.; Jost (2000), S. 206 f.; Nitzsch (2002), S. 103-126; Connolly/Ordóñez (2003), S. 503 f.

Die Prospect Theory stellt eine Alternative zum klassischen Erwartungswert-Varianz-Prinzip dar, das die Grundlage aller modernen Portfoliotheorien bildet (zur Portfoliotheorie vgl. grundlegend Markowitz (1952); Markowitz (1959)). Eine Abgrenzung beider Ansätze kann auf vier Kernunterschiede zurückgeführt werden. (1) Während im Erwartungswert-Varianz-Prinzip unterstellt wird, dass Individuen eine Auswahl zwischen Entscheidungsalternativen treffen, indem sie die absolute Höhe der jeweils zu erwartenden Ergebnisse bewerten, liegt der Prospect Theory der Ansatz zugrunde, dass die Alternativenauswahl maßgeblich durch die Veränderungen bestimmt wird, die die einzelnen Alternativen relativ zu einem Referenzpunkt hervorrufen. (2) Des Weiteren unterstellt das Erwartungswert-Varianz-Prinzip, dass sich Individuen generell risikoavers verhalten, während der Prospect Theory die Annahme zugrunde liegt, dass die Entscheidungen der Individuen im Gewinnbereich einen risikoaversen, im Verlustbereich hingegen einen risikosuchenden Charakter haben. Gleichzeitig sagt die Prospect Theory voraus, dass Veränderungen im Verlustbereich stärker bewertet werden als gleich hohe Veränderungen im Gewinnbereich. (3) Ein dritter Kernunterschied liegt darin begründet, dass Individuen gemäß der Erwartungswert-Varianz-Theorie Wahrscheinlichkeiten objektiv beurteilen, während die Prospect Theory von einer Überschätzung kleiner Wahrscheinlichkeiten ausgeht. (4) Schließlich bleiben beim Erwartungswert-Varianz-Prinzip Framing-Effekte unberücksichtigt, während ihnen im Rahmen der Prospect Theory eine große Bedeutung beigemessen wird. Vgl. Shefrin/Statman (2003), S. 54.

<sup>346</sup> Zur Darstellung der S-förmigen Nutzenfunktion vgl. Kahneman/Tversky (2000), S. 149. Vgl. auch Jost (2000), S. 206 f.; Nitzsch (2002), S. 105.

<sup>347</sup> Eine potentielle Erklärung der Verlustaversion liefert die bereits weiter oben genannte kognitive Dissonanztheorie. Demnach kann das Phänomen der Verlustaversion als die Antizipation von Dissonanzen für den Verlustfall erklärt werden. Vgl. Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 50; Nitzsch (2002), S. 106 f.

des Handelns wechseln.<sup>348</sup> Der Wahl des Bezugspunktes kommt bei dieser relativen Bewertung von Handlungsalternativen eine entscheidende Bedeutung zu: „[T]he important notion of a stable preference order must be abandoned in favor of a preference order that depends on the current reference level.“<sup>349</sup>

Die Forschergruppe um KAHNEMAN und TVERSKY hat eine Reihe von Urteilstendenzen näher untersucht, die im Zusammenhang mit der Prospect Theory und somit im Widerspruch zur Bildung rationaler Werturteile stehen. Eine dieser Tendenzen ist der *Status Quo-Effekt*. Er beschreibt die Neigung eines Individuums zur Fortschreibung eines Status Quo. Den Nachteilen und Risiken des Verlassens eines Status Quo wird größere Bedeutung beigemessen als den Vorteilen.<sup>350</sup> Die Fähigkeit zur Bildung von Werturteilen ist auch in Situationen begrenzt, in denen die zeitliche Nähe von Ereignissen zu bewerten ist. Wie durch die Prospect Theory vorhergesagt, erfolgt auch diese Bewertung auf der Basis von Bezugspunkten, in deren Umgebung eine abnehmende Sensitivität vorliegt. Entsprechend beschreibt der *Immediately-Effekt* die Bewertung von Geschehnissen, die sich zu unterschiedlichen Zeitpunkten ereignen. Auf der

---

<sup>348</sup> Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 504.

Dieser Zusammenhang zielt auf die bereits im Rahmen der Beschreibung mentaler Modelle erwähnten Framing-Effekte ab, die ein übergeordnetes Phänomen menschlicher Informationsverarbeitung darstellen, das – wie im Rahmen der Prospect Theory erörtert – sowohl zu einer verzerrten Bildung von Werturteilen, als auch – wie im Rahmen der Erörterung der expecting-Annahme noch darzustellen – zu einer verzerrten Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen führt. Vgl. detailliert Kahneman/Tversky (2000), S. 150-153 und 156 f. Vgl. auch Jost (2000), S. 198 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 504.

Im Kontext der Bildung von Werturteilen bewirken Framing-Effekte, dass die Präferenzen eines Individuums keine allgemeine Gültigkeit für alle Entscheidungssituationen besitzen, sondern in Abhängigkeit vom jeweiligen Kontext einer Entscheidungssituation variieren können. Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 500 f.

Hierdurch ergibt sich ein Widerspruch zur ökonomischen Theorie, die annimmt, dass die Beschreibung einer Entscheidungssituation und ihrer Komponenten keinen Einfluss auf die Präferenzen eines Individuums ausübt. Vgl. Jost (2000), S. 250-253.

Einen Nachweis von Framing-Effekten liefern beispielsweise MCNEIL, PAUKER und TVERSKY. Sie zeigen, dass Präferenzen hinsichtlich einer bestimmten Medikation lediglich durch den Wechsel von der Angabe einer Sterberate und der Angabe einer Überlebensrate beeinflusst werden. Vgl. McNeil/Pauker/Tversky (1988), S. 562-568.

Ein weiteres Beispiel für die Kontextspezifität von Präferenzen liefert SIMONSON. Er weist nach, dass Individuen unterschiedliche Kaufentscheidungen für Nahrungsmittel treffen, je nachdem, ob diese Entscheidungen zu einem Zeitpunkt oder sequentiell, zu unterschiedlichen Zeitpunkten, getroffen werden. Vgl. Simonson (1990), S. 150-162.

<sup>349</sup> Kahneman/Knetsch/Thaler (2002), S. 170.

<sup>350</sup> Vgl. Samuelson/Zeckhauser (1988), S. 8-11; Tversky/Kahneman (1991), S. 1042-1044; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 48-50; Nitzsch (2002), S. 118 f.

Der Status Quo-Effekt wird synonym auch als Besitztumseffekt bezeichnet. Vgl. Thaler (1980), S. 43-47; Kahneman/Tversky (2000), S. 160-163; Eisenführ/Weber (2003), S. 365.

Basis des gegenwärtigen Zeitpunktes als Bezugspunkt werden Ergebnisse, die in zeitlicher Nähe liegen, höher bewertet als Ergebnisse, die mit zeitlicher Verzögerung eintreten.<sup>351</sup>

Verzerrungen in der Bildung von Werturteilen lassen sich auch in Abhängigkeit von Entscheidungen erklären, die in der Vergangenheit getroffen wurden.<sup>352</sup> So beschreibt der **Sunk Cost-Effekt** das Phänomen, dass Individuen das Festhalten an einer in der Vergangenheit getroffenen Entscheidung tendenziell damit begründen, dass dafür bereits Investitionen getätigt wurden. Da Sunk Costs unwiederbringlich verloren sind, sollten sie bei aktuellen Entscheidungen jedoch nicht relevant sein. Das Festhalten an vergangenen Entscheidungen ist mit weiteren Investitionen verbunden, die zukünftig wieder zu Sunk Costs werden. Dadurch tritt eine selbstverstärkende Eskalation des Sunk Cost-Effekts ein (Escalation of Commitment).<sup>353</sup>

In engem Zusammenhang zum Phänomen des Sunk Cost-Effekts steht das Phänomen des **Mental Accounting**. Mental Accounting besagt, dass Individuen mentale Konten führen, auf denen die mit einer getroffenen Entscheidung verbundenen Gewinne und Verluste isoliert voneinander verbucht werden.<sup>354</sup> Bezogen auf das Festhalten an einer vergangenen Entscheidung, für die bereits Investitionen getätigt wurden, bedeutet dies beispielsweise, dass das entsprechende mentale Konto geöffnet bleibt, um die Chance zu wahren, Verluste nicht endgültig realisieren zu müssen.

Verzerrungen bei der Bildung von Werturteilen ergeben sich schließlich auch aus der Erkenntnis, dass Bewertungen nicht isoliert für einzelne Alternativen, sondern im Vergleich zwischen verschiedenen Alternativen vorgenommen werden.<sup>355</sup> Entsprechend der **Regret Theory** hängt das Werturteil über eine risikobehaftete Alternative nicht nur von der Erfolgswahrscheinlichkeit und dem Ergebnis, sondern auch vom Vergleich zwischen den Ergebnissen der gewählten und den nicht gewählten Alternativen ab.<sup>356</sup> Demzufolge berücksichtigt ein Individuum bei der Bildung

---

<sup>351</sup> Vgl. Kleindorfer/Kunreuther/Schoemaker (1993), S. 173; Nitzsch (2002), S. 125 f.

<sup>352</sup> Vgl. Jost (2000), S. 212-221.

<sup>353</sup> Vgl. Brockner/Shaw/Rubin (1979), S. 492-503; Thaler (1980), S. 47-50; Arkes/Blumer (1985), S. 124-140; Russo/Schoemaker (1989), S. 24; Staw/Ross (1989), S. 216-220; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 50-52; Jost (2000), S. 217 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 507.

Für einen umfassenden Literaturüberblick zu Erklärungsansätzen der Escalation of Commitment vgl. Brockner (1992), S. 39-61.

In engem Zusammenhang zur Escalation of Commitment steht die Foot-In-The-Door Technique. Diese Technik beschreibt den Versuch, durch die Bewilligung eines anfänglich kleinen Vorhabens die spätere Bewilligung eines großen Vorhabens zu erreichen. Vgl. Freedman/Fraser (1966), S. 195-202.

<sup>354</sup> Vgl. Thaler (1985), S. 199-214; Nitzsch (2002), S. 21 f.; Eisenführ/Weber (2003), S. 369.

<sup>355</sup> Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 501.

<sup>356</sup> Vgl. Bell (1982), S. 961-981; Loomes/Sugden (1982), S. 805-824.

von Werturteilen die antizipierte Enttäuschung beziehungsweise Freude über nicht gewählte Alternativen.<sup>357</sup>

Alle kognitiven Beschränkungen, die zu einer begrenzt rationalen Ableitung von Werturteilen führen, sind im Hinblick auf die Ursachenergründung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement relevant. Demgemäß können sowohl die Prospect Theory, die Verlustaversion, der Status Quo-Effekt, der Immediately-Effekt, der Sunk Cost-Effekt, das Phänomen des Mental Accountings sowie Erkenntnisse der Regret Theory konkrete Rationalitätsdefizite von Finanzmanagern begründen.<sup>358</sup>

### ***Expecting-Annahme***

Gegenstand der vierten Komponente des RREEMM-Modells ist die expecting-Annahme. Sie besagt, dass Individuen zukünftige Zustände und Geschehnisse mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit erwarten.<sup>359</sup> Entsprechend der ökonomischen Theorie wird unterstellt, dass das Verhalten unter Unsicherheit auf drei zentralen Elementen beruht. Das erste Element behandelt die Einstellung von Individuen gegenüber Unsicherheit. Der ökonomischen Theorie zufolge können Individuen diese Einstellung mittels Risikopräferenzen abbilden. Das zweite Element betrifft die Annahme, dass Individuen die Fähigkeit besitzen, mit Risiko im Sinne der Wahrscheinlichkeitsrechnung umzugehen. Das dritte Element bezieht sich auf die Vorgabe, dass Individuen die für ihre Handlungen relevanten Risiken beziehungsweise Wahrscheinlichkeiten rational einschätzen können.<sup>360</sup> Individuen sind demnach in der Lage, mit unsicheren Geschehnissen umzugehen und diese so in ein Nutzenkalkül zu integrieren, dass die Nutzenerwartung eines Individuums mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten der unterschiedlichen Ereignisse gewichtet werden kann.

Die Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung steht den genannten Annahmen der ökonomischen Theorie wiederum entgegen. Die Fähigkeit zur Bildung stets konkreter Wahrscheinlichkeitsurteile ist eingeschränkt, was zur Auswahl von Handlungsalterna-

---

<sup>357</sup> Vgl. Connolly/Ordóñez (2003), S. 501.

SIMONSON erarbeitete auf der Basis der Regret Theory beispielsweise einen Versuch zur Erklärung des Kaufs hochpreisiger Güter bekannter Marken. Vgl. Simonson (1992), S. 105-118.

Der Regret Theory sehr ähnlich ist die Disappointment Theory. Vgl. Thaler (1980), S. 52; Bell (1985), S. 1-27; Loomes/Sugden (1986), S. 271-282; Jost (2000), S. 202; Connolly/Ordóñez (2003), S. 501; Eisenführ/Weber (2003), S. 368.

<sup>358</sup> Vgl. Kapitel 3.2.

<sup>359</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

<sup>360</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 56; Eichenberger (1992), S. 15, und Kapitel 2.5.2.

Die genannten Vorgaben werden bereits implizit durch die im Sinne der ökonomischen Theorie vorgenommene Interpretation der resourceful-Annahme getroffen. Vgl. auch die Ausführungen im Abschnitt zur resourceful-Annahme, Beginn des Kapitels 3.1.2.

tiven führen kann, die ex post betrachtet nicht optimal sind.<sup>361</sup> Dementsprechend ist hinsichtlich der expecting-Annahme die Erweiterung einzuführen, dass Individuen zukünftige Zustände und Geschehnisse mit bestimmten Eintrittswahrscheinlichkeiten erwarten, die Unter- oder auch Überschätzungen enthalten können.<sup>362</sup>

Eine Argumentation, über die das Zustandekommen von Unter- oder auch Überschätzungen bei der Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen erklärt werden kann, lässt sich auf der Grundlage dreier zentraler Verarbeitungsschritte strukturieren, die ein Individuum durchläuft, um Wahrscheinlichkeitsurteile zu bilden. Diese Schritte bestehen aus der Erfassung der Datenbasis, auf deren Grundlage Wahrscheinlichkeiten ermittelt werden, der eigentlichen Ableitung der Wahrscheinlichkeiten sowie der eigenen Kritik an den abgeleiteten Wahrscheinlichkeitsurteilen.<sup>363</sup>

Die hierbei speziell für die expecting-Annahme zu berücksichtigenden kognitiven Beschränkungen umfassen das Phänomen der Kontrollillusion, den Overconfidence-Effekt sowie den Optimismus-Effekt.

Die im ersten Verarbeitungsschritt zur Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen zu erfassende Datenbasis kann Defizite aufweisen. Diese lassen sich alle auf die bereits im Rahmen der Erweiterung der resourceful-Annahme genannten kognitiven Beschränkungen zurückführen. Am Beispiel mentaler Modelle soll dieser Zusammenhang illustriert werden. Demnach führen Unzulänglichkeiten in der Anwendung mentaler Modelle dazu, dass der jeweilige Handlungskontext von dem Individuum nicht angemessen reflektiert wird, sodass die einem Wahrscheinlichkeitsurteil zugrunde liegende Datenbasis unvollständig oder vollkommen ungeeignet ist. Mentale Modelle repräsentieren das erworbene Wissen eines Individuums. Überraschende Einflüsse oder auch die Änderung von Gesetzmäßigkeiten bleiben bei der Bildung eines Wahrscheinlichkeitsurteils notwendigerweise unberücksichtigt.

An die Erfassung der Datenbasis schließt sich der zweite Verarbeitungsschritt an, bei dem die eigentliche Ableitung von Wahrscheinlichkeitsurteilen erfolgt. Auch in diesem Schritt treten Verzerrungen auf, die sich auf der Basis aller bereits vorgenommenen Erweiterungen der resourceful-Annahme erklären lassen. Insbesondere am Beispiel der Anwendung von Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristiken kann dies verdeutlicht werden. Im Kontext der Ableitung von Wahrscheinlichkeitsaussagen lassen sich diese beiden Heuristiken noch feiner detaillieren als im Rahmen der resourceful-Annahme.

---

<sup>361</sup> Vgl. Swieringa et al. (1976), S. 176.

<sup>362</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 56; Heine et al. (2006), S. 31 f.

<sup>363</sup> Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 175-181.



Dementsprechend sind im Zusammenhang mit der Verfügbarkeitsheuristik sogenannte Verfügbarkeitsverzerrungen menschlicher Informationsverarbeitung zu erwähnen. Der Grundgedanke einer Verfügbarkeitsverzerrung liegt darin, dass systematische Urteilsverzerrungen vorliegen, wenn der Umstand einer leichteren Verfügbarkeit und Abrufbarkeit bestimmter Informationen von anderen Faktoren beeinflusst wird als der Häufigkeit und Wahrscheinlichkeit des jeweiligen Ereignisses (Availability Biases). „We rely on the most available information rather than the most valuable, especially when information is available because it was acquired recently or in a particularly vivid experience.“<sup>364</sup> In Abhängigkeit von der Ursache für die verzerrte Wahrnehmung der tatsächlichen Wahrscheinlichkeit leicht verfügbarer Informationen lassen sich unterschiedliche Formen von Verfügbarkeitsverzerrungen unterscheiden.<sup>365</sup> Der Primacy-Effekt bezeichnet das Phänomen, dass Informationen, die zuerst wahrgenommen werden, ein ungleich höheres Gewicht erhalten als später wahrgenommene.<sup>366</sup> Gegenläufig hierzu bezeichnet der Recency-Effekt das Phänomen, dass zuletzt wahrgenommenen Informationen ein größeres Gewicht beigemessen wird und diese besser im Gedächtnis behalten werden als länger zurückliegende.<sup>367</sup> Ein Halo-Effekt (auch Hof-Effekt genannt) liegt vor, wenn lediglich ein hervorstechendes Merkmal wahrgenommen und verarbeitet wird, während andere Merkmale der jeweiligen Situation unberücksichtigt bleiben.<sup>368</sup> Der Vividness-Effekt beschreibt das Phänomen, dass die Informationsverarbeitung auf lebhaften Erinnerungen basiert, die in einem bestimmten Kontext leichter ins Gedächtnis gerufen werden können.<sup>369</sup>

Ebenso folgt aus einer Anwendung der Repräsentativitätsheuristik die Ableitung verzerrter Wahrscheinlichkeiten. Hierbei werden Wahrscheinlichkeiten aus Referenzpunkten abgeleitet, die ohne entsprechende Fundierung als repräsentativ erachtet werden.<sup>370</sup> In diesem Zusammenhang beschreibt das Gesetz der kleinen Zahlen ein Phänomen, Wahrscheinlichkeiten auf der Grundlage unzureichend großer Stichproben abzuleiten, die als repräsentativ angesehen werden.<sup>371</sup> Die Regression zur Mitte bezeichnet ein Phänomen, demzufolge Eintrittswahrscheinlichkeiten künftiger Ereignisse so eingeschätzt werden wie die bisheriger Ereignisse, sodass frühere

---

<sup>364</sup> Russo/Schoemaker (1989), S. 92.

<sup>365</sup> Die vier im Folgenden aufgeführten Formen von Verfügbarkeitsverzerrungen werden häufig in der Literatur genannt. Darüber hinaus finden sich in der Literatur noch weitere Verfügbarkeitsverzerrungen, wie beispielsweise der Kontext-Effekt. Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 47; Nitzsch (2002), S. 16 f.

<sup>366</sup> Vgl. Staehle (1999), S. 203; Jost (2000), S. 251 f.

<sup>367</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (1989), S. 85 f.; Staehle (1999), S. 204; Jost (2000), S. 251 f.; Nitzsch (2002), S. 14.

<sup>368</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 47; Staehle (1999), S. 203; Jost (2000), S. 252.

<sup>369</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (1989), S. 86 f.; Nitzsch (2002), S. 14.

<sup>370</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1973), S. 237 und 249-251; Tversky/Kahneman (1986), S. 39, sowie die in Fußnote 311 angegebene Literatur.

<sup>371</sup> Vgl. Tversky/Kahneman (1986), S. 41; Jost (2000), S. 262 f.

Beobachtungen als repräsentativ angesehen werden.<sup>372</sup> Der Basisrateneffekt ist ein weiteres Phänomen, das dem Mechanismus der Repräsentativitätsheuristik folgt und auf dessen Grundlage ebenfalls Über- beziehungsweise Unterschätzungen von Wahrscheinlichkeiten erklärt werden können. Der Basisrateneffekt drückt aus, dass bei der Ableitung eines Wahrscheinlichkeitsurteils eine Vernachlässigung der Apriori-Wahrscheinlichkeit erfolgt, mit der ein Ereignis überhaupt zu erwarten ist. Die grundlegende Häufigkeitsverteilung (Basisrate) wird dadurch missachtet.<sup>373</sup>

Der dritte Verarbeitungsschritt bei der Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen besteht in einer kritischen Reflexion der eigenen Schlussfolgerungen. Hierbei wären Über- oder Unterschätzungen von Wahrscheinlichkeitsurteilen zu revidieren. Einer Revision stehen jedoch unterschiedliche Phänomene und Effekte entgegen, die bisher noch nicht in das RREEMM-Modell integriert wurden und somit eine Erweiterung der expecting-Annahme bedingen, auf die im Rahmen der Ursachenergründung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement zurückzugreifen ist.<sup>374</sup>

Beim Phänomen der *Kontrollillusion* erliegt das Individuum der Illusion, den Ausgang einer mit Unsicherheiten behafteten Situation unter Kontrolle zu haben.<sup>375</sup> Aus diesem Grund verzichten Individuen auf eine Korrektur von Wahrscheinlichkeitsurteilen, obwohl hierbei die Möglichkeit des Scheiterns systematisch unterschätzt wird. Die kritische Reflexion eines Wahrscheinlichkeitsurteils findet auch unter dem Einfluss des *Overconfidence-Effekts* nicht statt. Dieser bringt zum Ausdruck, dass Individuen ihr eigenes Wissen beziehungsweise ihre Fähigkeiten zur genauen Vorhersage von Ereignissen überschätzen.<sup>376</sup> Aufgrund dieser Selbstüberschätzung verzichten

---

<sup>372</sup> Vgl. Kleindorfer/Kunreuther/Schoemaker (1993), S. 93 f.; Auer-Rizzi (1998), S. 136 f.; Jost (2000), S. 263-265.

Das Phänomen der Regression zur Mitte kann als ein Zusammenspiel der Repräsentativitätsheuristik und der Verankerungs- und Anpassungsheuristik begriffen werden. Demnach können Wahrscheinlichkeiten vergangener Ereignisse auch als Ankerpunkte zur Vorhersage von Eintrittswahrscheinlichkeiten zukünftiger Ereignisse verstanden werden. Aufgrund mentaler Modelle ist ein Individuum nicht in der Lage, diese Ankerpunkte hinreichend an aktuelle Trends und Entwicklungen anzupassen. Vgl. Auer-Rizzi (1998), S. 140; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 48; Nitzsch (2002), S. 24 f.

<sup>373</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1973), S. 249-251; Bar-Hillel (1980), S. 211; Kleindorfer/Kunreuther/Schoemaker (1993), S. 87-91; Jost (2000), S. 259 f.

Für eine anschauliche Beschreibung des Basisrateneffekts vgl. zudem detailliert Connolly/Ordóñez (2003), S. 498.

<sup>374</sup> Vgl. Kapitel 3.2.

<sup>375</sup> Vgl. Kleindorfer/Kunreuther/Schoemaker (1993), S. 95 f.; Nitzsch (2002), S. 55-58.

<sup>376</sup> Vgl. Camerer/Lovaglio (1999), S. 306 f.; Kirchler/Maciejovsky (2002), S. 67 f.; Connolly/Ordóñez (2003), S. 498 f.; Shefrin (2007), S. 6.

Der Overconfidence-Effekt lässt sich in vielen Bereichen nachweisen. Für einen Überblick vgl. Yates (1990), S. 94-99.

KLAYMAN, SOLL, GONZALEZ-VALLEJO und BARLAS weisen den Overconfidence-Effekt beispielsweise hinsichtlich der Beantwortung von Fragen zur Allgemeinbildung nach. Vgl. Klayman et al. (1999), S. 216-247.

Individuen auf die Generierung weiterer Daten, anhand derer die eigenen Urteile validiert oder angepasst werden müssten.<sup>377</sup> Ein mit der Kontrollillusion und dem Overconfidence-Effekt in engem Zusammenhang stehendes Phänomen betrifft den **Optimismus-Effekt**. Demgemäß neigen Individuen systematisch zu dem Glauben, dass sie in ihrem zukünftigen Leben vorwiegend mit positiven Ereignissen konfrontiert sein werden, während negative Ereignisse in der Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen deutlich unterrepräsentiert sind.<sup>378</sup>

Den kognitiven Beschränkungen in Form der Kontrollillusion, des Overconfidence-Effekts und des Optimismus-Effekts kommt ebenso wie allen anderen bereits in das RREEMM-Modell integrierten kognitiven Beschränkungen für die Begründung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement eine hohe Bedeutung zu.<sup>379</sup>

---

Ein anderes Beispiel für den Overconfidence-Effekt betrifft die Selbsteinschätzung hinsichtlich der Fähigkeiten beim Autofahren. SVENSON weist nach, dass 82 % der Befragten der Meinung sind, im Hinblick auf die Fahrsicherheit zu den besten 30 % der Autofahrer zu zählen. Vgl. Svenson (1981), S. 145 f. Diese Facette des Overconfidence-Effekts wird auch als Better-Than-Average-Effect bezeichnet. Vgl. Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 536.

Hinsichtlich der Relevanz des Overconfidence-Effekts urteilen GRIFFIN und TVERSKY: „The significance of overconfidence to the conduct of human affairs can hardly be overstated.“ Griffin/Tversky (1992), S. 432. Darüber hinaus unterstreichen GRIFFIN und TVERSKY, dass in Situationen, die im Kontext (besonders) hoher Unsicherheiten stehen, gerade Experten eine stärkere Disposition zu Overconfidence-Effekten aufweisen als beispielsweise Anfänger oder Laien. Vgl. Griffin/Tversky (1992), S. 430.

<sup>377</sup> Vgl. Lichtenstein/Fischhoff/Phillips (1982), S. 306-333; Russo/Schoemaker (1989), S. 70-75; Kleindorfer/Kunreuther/Schoemaker (1993), S. 97 f.; Hammond/Keeney/Raiffa (1998), S. 56; Jost (2000), S. 279 f. und 305; Nitzsch (2002), S. 55-58.

<sup>378</sup> Vgl. Langer/Roth (1975), S. 951-955; Weinstein (1980), S. 806-820; Hilton (2001), S. 39; Shefrin (2007), S. 3. Den Zusammenhang zwischen dem Optimismus- und dem Overconfidence-Effekt verdeutlicht das folgende Zitat: „Yet, empirical and experimental evidence in social psychology indicates that these personality traits [overconfidence and optimism, R. M.] tend to go hand in hand with each other.“ Hackbarth (2004a), S. 19. Overconfidence- und Optimismus-Effekte konnten in zahlreichen Studien nachgewiesen werden, die sich speziell auf Manager beziehen. Vgl. hierzu Larwood/Whittaker (1977); March/Shapira (1987); Ben-David (2004).

Die hohe Bedeutung von Overconfidence- und Optimismus-Effekten bringt beispielsweise auch CAMERER zum Ausdruck: „Dozens of studies show that people generally overrate the chance of good events, underrate the chance of bad events and are generally overconfident about their relative skill or prospects.“ Camerer (1997), S. 173.

Des Weiteren weist der Optimismus-Effekt einen engen Zusammenhang zum Phänomen der Kontrollillusion auf. Demnach rechnen Individuen insbesondere dann mit dem positiven Ausgang eines Ereignisses, wenn sie glauben, dass sie es unter Kontrolle haben. Vgl. Hilton (2001), S. 39; Heaton (2002), S. 33; Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 536; Shefrin (2007), S. 8 und 46.

<sup>379</sup> Abschließend sei erwähnt, dass den drei genannten Beschränkungen in der Psychologie auch wichtige positive Wirkungen zugeschrieben werden: „[R]esearch in psychology finds a strong correlation between the absence of positive self-illusions and subjective distress.“ Hackbarth (2004a), S. 6.

### ***Maximizing-Annahme***

Die fünfte und letzte Komponente des RREEMM-Modells behandelt die maximizing-Annahme. Ihrzufolge versuchen Individuen, noch das Beste aus der jeweiligen Entscheidungssituation zu machen, obgleich sie in ihren Möglichkeiten beschränkt sind.<sup>380</sup> Eine streng im Sinne der ökonomischen Theorie erfolgende Interpretation dieser Annahme würde unterstellen, dass Individuen bei der Entscheidungsfindung immer das mathematisch feststellbare Optimum finden und auswählen, bei dem die marginalen Kosten dem marginalen Nutzen entsprechen.<sup>381</sup>

Im Einklang mit den vorgenommenen Erweiterungen der resourceful-, evaluating- und expecting-Annahme ist im Folgenden zu erwarten, dass Individuen nicht zwangsläufig die Entscheidungsalternative auswählen, bei der ein mathematisch feststellbares Optimum vorliegt. Vielmehr ist anzunehmen, dass Individuen lediglich aus der subjektiv wahrgenommenen Situation heraus die beste Alternative auswählen. So ist anzunehmen, dass sich Individuen nicht an marginalen, sondern beispielsweise auch an durchschnittlichen Kosten und Nutzen orientieren<sup>382</sup> oder sich beispielsweise mit der Erfüllung bestimmter Mindestziele zufrieden geben (Satisfizierung statt Maximierung oder Optimierung).<sup>383</sup> Eine Erweiterung der maximizing-Annahme um kognitive Beschränkungen ist nicht erforderlich, da sie als Zusammenfassung der vorgenannten Komponenten des RREEMM-Modells verstanden werden kann.

### ***Gesamtheitliche Betrachtung der Ausgestaltung des RREEMM-Modells***

Die Lockerung strenger Rationalitätsannahmen wird den Ausführungen zu den theoretischen und methodischen Grundsatzentscheidungen der vorliegenden Untersuchung gerecht, wonach aktuelle Ergebnisse der Controlling- und Finanzforschung es grundsätzlich geboten erscheinen lassen, Rationalitätsdefizite im Handeln von (Finanz-)Managern zuzulassen und zu analysieren.<sup>384</sup> Inwiefern die einzelnen Formen der grundlegenden Ursachen von Rationalitätsdefiziten (vgl. Abbildung 4) dazu beitragen, konkrete Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement zu erklären, wird im folgenden Kapitel 3.2 detailliert behandelt.

---

<sup>380</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 55, und Kapitel 2.5.2.

<sup>381</sup> Vgl. Lindenberg (1991), S. 56, und Kapitel 2.5.2.

<sup>382</sup> Vgl. Herrnstein/Mazur (1987), S. 40-47.

<sup>383</sup> Vgl. Simon (1955), S. 110; Simon (1979), S. 500 f. und 502 f.; Simon (1992), S. 36 f. Vgl. auch Heine et al. (2006), S. 32; Schmitz/Wehrheim (2006), S. 18 f.

Wenn sich ein Individuum in einer Entscheidungssituation bewusst mit einem aus der Sicht des Unternehmens (sehr) niedrigen Zielerreichungsgrad zufrieden gibt, dann kommt dadurch das bereits in Kapitel 3.1.1 erörterte eigeninteressierte Handeln zum Ausdruck.

<sup>384</sup> Vgl. insbesondere Kapitel 2.2.2 und 2.3.2.

RREEMM-Modell			
Eigeninteressiertes Handeln (Kern des Modells)	Kognitive Beschränkungen (Erweiterung des Modells)		
	Resourceful-Annahme	Evaluating-Annahme	Expecting-Annahme
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arbeitsscheues Verhalten</li> <li>• Abweichende Konsumpräferenzen</li> <li>• Abweichende Karrierepräferenzen</li> <li>• Abweichende Risikopräferenzen</li> <li>• Abweichende Zeitpräferenzen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wissensbeschränkungen</li> <li>• Mentale Modelle</li> <li>• Heuristiken</li> <li>• Bestätigungsverzerrungen</li> <li>• Begrenzungen des Lernens (dynamische Perspektive)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prospect Theory</li> <li>• Verlustaversion</li> <li>• Status Quo-Effekt</li> <li>• Immediately-Effekt</li> <li>• Sunk Cost-Effekt</li> <li>• Mental Accounting</li> <li>• Regret Theory</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kontrollillusion</li> <li>• Overconfidence-Effekt</li> <li>• Optimismus-Effekt</li> </ul>

Abbildung 4: Einteilung grundlegender Formen der Ursachen von Rationalitätsdefiziten

### 3.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen in den verschiedenen Aufgabenbereichen des Finanzmanagements

Zur Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement werden entsprechend dem gewählten, sachanalytischen Vorgehen im Folgenden alle nach Wissen des Verfassers relevanten Quellen der Literatur herangezogen, welche in Form von konzeptionellen Arbeiten, Handlungsempfehlungen, formal-analytischen Modellen sowie empirischen Studien vorliegen. Auf dieser Basis wird eine strukturierte Identifikation und Erklärung besonders relevanter Defizite herausgearbeitet.<sup>385</sup> Von einer hohen Relevanz wird ausgegangen, wenn sich insbesondere auf Grundlage empirischer Erkenntnisse Evidenzen verdichten lassen, die unmittelbar für die Existenz des jeweiligen Defizits sprechen oder wenn sich auf Grundlage dieser Erkenntnisse Rückschlüsse ziehen lassen, auf deren Basis mittelbar die Annahme gerechtfertigt erscheint, dass der jeweilige Sachverhalt ein relevantes Rationalitätsdefizit in der Praxis des Finanzmanagements darstellt.

Im Hinblick auf die Identifikation von Rationalitätsdefiziten lassen sich jedoch nicht alle identifizierten Defizite gleichgewichtig mit empirischen Studienergebnissen belegen und fundieren. Während ein Teil der als relevant identifizierten Defizite bereits explizit – in zum Teil zahlreichen – Studien empirisch überprüft wurde, sind andere Defizite das Ergebnis von Schlussfolgerungen zu bestehenden (empirischen) Erkenntnissen, die mittelbar für die Relevanz eines Defizits sprechen. Bei dieser Art der Fundierung erfolgt nach dem Wissen des Verfassers die erstmalige Explikation des jeweils identifizierten Defizits. Analog wird auch im Hinblick auf die

<sup>385</sup> Vgl. Kapitel 1.3.

Ursachenergründung eine möglichst umfassende Fundierung relevanter Ursachen durch – möglichst empirische – Studienergebnisse verfolgt. Zwar sind diese Belege weniger zahlreich als die vorhandenen Belege zur reinen Identifikation eines relevanten Defizits, doch zumindest das noch recht junge Forschungsgebiet der Behavioral Corporate Finance hält einige empirisch abgesicherte Erkenntnisse bereit, die an unterschiedlichen Stellen der Ursachenergründung speziell für die hohe Relevanz kognitiver Beschränkungen im Handeln von Finanzmanagern sprechen.<sup>386</sup> Im Vergleich zur Fundierung bei der Identifikation relevanter Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements ist somit anzumerken, dass große Teile der Ursachenergründung neu sind.

Die folgenden Ausführungen zur Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement weisen für alle Aufgabenbereiche und alle Defizite die gleiche Struktur auf. Zunächst wird für jeden Aufgabenbereich ein Überblick über die von Finanzmanagern wahrzunehmenden Aufgaben gegeben. Im Anschluss folgt eine nach den zu erfüllenden Teilaufgaben eines Aufgabenbereichs gegliederte Darstellung relevanter Defizite. Zunächst wird das Defizit erklärt und fundiert, daran schließen sich jeweils Ursachenergründungen der Kategorie eigeninteressierten Handelns und der Kategorie kognitiver Beschränkungen an. Diese behandeln zunächst relevante Erweiterungen der resourceful-, danach der evaluating- und schließlich der expecting-Annahme des RREEMM-Modells. Ein kurzes Fazit schließt die Darstellung der jeweiligen Defizite ab.

### 3.2.1 Aufgabenbereich Anlagemanagement

#### 3.2.1.1 Überblick über die im Anlagemanagement wahrzunehmenden Aufgaben

Im Aufgabenbereich des Anlagemanagements wird über die Verwendung finanzieller Mittel entschieden. Neben der Gewährleistung der Durchführbarkeit laufender Produktions- und Leistungsprozesse umfasst die Finanzmittelverwendung (1) die Umsetzung rentabler Realinvesti-

---

<sup>386</sup> Vgl. Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 527, sowie Kapitel 2.3.2 zur Darstellung der Behavioral Corporate Finance.

Für die vorliegende Untersuchung ist insbesondere der Zweig des Irrational Managers Approach (Behavioral Corporate Finance) von Interesse, bei dem Rationalitätsdefizite von Finanzmanagern im Fokus der Analyse stehen. Der Irrational Investors Approach, bei dem Rationalitätsdefizite von Investoren auf den Finanz- und Kapitalmärkten untersucht werden, ist lediglich dann von Interesse, wenn ein Finanzmanager in der Rolle eines Investors agiert. Dies ist im Aufgabenbereich des Anlagemanagements der Fall. Hier – speziell im Teilbereich der Gestaltung von Finanzinvestitionen – treffen Finanzmanager Entscheidungen über die Investition in finanzielle Anlagen auf den Finanz- und Kapitalmärkten. Empirische Evidenzen zu Rationalitätsdefiziten und ihren Ursachen für die (allgemeine) Gruppe der Investoren können somit in die Ausführungen zu diesem Teil der Aufgaben des Finanzmanagements integriert werden.

tionen sowie (2) die rentable Anlage von Finanzmitteln außerhalb des Unternehmens in Form von Finanzinvestitionen.<sup>387</sup>

Die **Realinvestitionen** setzen sich aus der Beschaffung materieller Realgüter (beispielsweise Grundstücke, Gebäude, maschinelle Anlagen oder auch die Betriebs- und Geschäftsausstattung) und der Beschaffung immaterieller Realgüter (beispielsweise Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte oder auch Lizenzen) zusammen.<sup>388</sup> Realinvestitionen stellen aus der Sicht der Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche den wesentlichen Anteil des Einsatzes finanzieller Mittel dar. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Träger von Finanzierungsentscheidungen und die Träger von Investitionsentscheidungen meist nicht identisch sind. Im Regelfall werden Entscheidungen über Realinvestitionen von Entscheidungsinstanzen des operativen Bereichs initiiert und letztlich auch durchgesetzt.<sup>389</sup> Da jedoch Entscheidungen über die Durchführung von Realinvestitionen in hohem Maße den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens bestimmen und darüber hinaus die Wirkungen von Realinvestitionen auf die Zukunft des Unternehmens komplex sind, ist es unerlässlich, dass insbesondere Investitionsrechenverfahren zum Einsatz kommen, um die Vorteilhaftigkeit einer geplanten Realinvestition angemessen beurteilen zu können. Wird eine Realinvestition durch Zahlungsströme beschrieben, so befassen sich Investitionsrechenverfahren im Kern mit der Errechnung des Saldos der antizipierten Zahlungen. Eine hohe Bedeutung besitzen insbesondere dynamische Verfahren, die die Konsequenzen von Alternativen über den gesamten Investitionszeitraum bis zur Desinvestition beschreiben, und zwar durch Erfassung der Einzahlungs- und Auszahlungsströme.<sup>390</sup> Der diskontierte Saldo der Zahlungsströme kann entweder absolut (als Kapitalwert oder Annuität) oder auch relativ zum eingesetzten Kapital (als interner Zinsfuß) ermittelt werden.<sup>391</sup>

Der Einsatz von Investitionsrechenverfahren ist eine wichtige Aufgabe des Finanzmanagements.<sup>392</sup> Die Ergebnisse dieser Rechnungen stellen Finanzmanager in der Regel in Investitions-

---

<sup>387</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 14, 132 und 238; Perridon/Steiner (2004), S. 29.

<sup>388</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 132.

Einige Autoren rechnen immaterielle Investitionen nicht dem Bereich der Realinvestitionen zu, sondern behandeln sie als eigenständige dritte Investitionsart neben Real- und Finanzinvestitionen. Vgl. beispielsweise Wöltje (2002), S. 30, oder auch Weber et al. (2006), S. 14.

Zur Abgrenzung von Investitionen in Real- versus Nominalgüter vgl. Bösl (1997a), S. 118; Küpper (2001), S. 452.

<sup>389</sup> Vgl. Troßmann (1990), S. 34 f.

<sup>390</sup> Vgl. Perridon/Steiner (2004), S. 38.

<sup>391</sup> Vgl. Perridon/Steiner (2004), S. 38 f.; Zantow (2004), S. 297.

Für eine Darstellung unterschiedlicher Investitionsrechenverfahren vgl. beispielsweise Däumler (2003); Olfert/Reichel (2006).

<sup>392</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 140; Olfert (2003), S. 23 f. und 29 f.

ausschüssen vor.<sup>393</sup> Die finanzwirtschaftliche Expertise der Finanzmanager soll nicht zuletzt die Gefahr minimieren helfen, dass die von den Verantwortlichen der operativen Bereiche vorgenommene Beurteilung einer Realinvestition beispielsweise ausschließlich unter technischen Gesichtspunkten erfolgt. Techniker könnten versucht sein, die Anschaffung einer Anlage vorzuschlagen, die in Bezug auf Leistungsvermögen, Ausstattung und sonstige Details dem neuesten Stand der Technik entspricht, während der Finanzmanager dieser Beurteilung wirtschaftliche Entscheidungskalküle entgegenhält.<sup>394</sup> Eine wesentliche Aufgabe des Finanzmanagements besteht somit darin, insgesamt zu einer verbesserten Identifikation und Umsetzung rentabler Realinvestitionen beizutragen.

Die **Finanzinvestitionen** beschreiben den Teil des Einsatzes finanzieller Mittel, bei dem Finanzmanager Entscheidungen über den Erwerb beziehungsweise Verkauf von Finanztiteln (beispielsweise in Form von festverzinslichen Wertpapieren oder auch Beteiligungspapieren) treffen.<sup>395</sup> Finanzinvestitionen sind alle Investitionen, die in keinem Zusammenhang zum Leistungsbereich stehen, sondern bei denen die Absicht im Vordergrund steht, verfügbare finanzielle Mittel vorübergehend anzulegen, langfristige Reserven zu schaffen oder auch strategische Beteiligungen einzugehen.<sup>396</sup> Hierbei werden insbesondere in größeren Unternehmen über kurzfristig nicht benötigte Liquiditätsspitzen hinaus zum Teil hohe Bestände finanzieller Mittel einer Anlage in finanzielle Aktiva zugeführt,<sup>397</sup> um sie bei höchstmöglicher Rendite zum geplanten Bedarfszeitpunkt abrufen zu können.<sup>398</sup> Mitunter wird der Bestand an finanziellen Mitteln dadurch erweitert, dass zusätzlich, etwa zu Zeiten niedriger Kapitalmarktzinsen, (längerfristig) Fremdkapital aufgenommen wird, obwohl diese Mittel erst zu einem späteren Zeitpunkt für eine realinvestive Verwendung eingeplant sind.<sup>399</sup>

---

<sup>393</sup> Vgl. Seicht (1997), S. 415 und 423.

Finanzmanager bezeichnen die Verantwortlichen der finanziellen Unternehmensführung. Vgl. Fußnote 1.

<sup>394</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 140.

<sup>395</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 132.

<sup>396</sup> Vgl. Franke/Hax (2003), S. 13.

<sup>397</sup> Vgl. Jensen (1986a), S. 328; Perlitz (1988), S. 309, 326 und 330; Jacob (1993), S. 108 sowie Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 3.

DAHLHAUSEN stellt fest, dass deutsche Unternehmen seit den 60er Jahren ihren Bestand an Geldvermögen (Beteiligungen, Wertpapieren, Kassenmitteln, sonstigen zinstragenden Forderungen) deutlich erhöht haben. Vgl. Dahlhausen (1996), S. 54-56. Zu einer tiefergehenden Erörterung dieser Aussage vgl. Kapitel 3.2.4.2.3.

<sup>398</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 85.

<sup>399</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 85 f.

Der Rahmen des Anlagemanagements wird verlassen, wenn Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche Kredite allein aus dem Grund aufnehmen, um Finanzanlagen zu tätigen. Vgl. Giddy/Smith (1994), S. 75, 83 und 87. Dies kann dann vorteilhaft sein, wenn aufgrund eigener hoher Bonität Mittel zu günstigen Konditionen am Kapitalmarkt beschafft und dann an Schuldner geringerer Bonität mit einem Risikoaufschlag und zu höheren Zinssätzen weitergereicht werden. Vgl. Crabbe (1986), S. 24.



Wie bei Realinvestitionen ist auch bei Finanzinvestitionen zu prüfen, ob die zur Wahl stehende Alternative vorteilhaft ist, also insbesondere finanzwirtschaftlichen Zielen entspricht.<sup>400</sup> In diesem Zusammenhang könnten auch die genannten Investitionsrechenverfahren für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen zum Einsatz kommen. Da es sich jedoch bei Finanzinvestitionen um Anlagen in Finanztitel (wie beispielsweise Beteiligungen, Schuldverschreibungen, Investmentanteile oder auch Unternehmenskäufe) handelt, die keine Realgüter darstellen, empfiehlt sich zur Beurteilung der Einsatz spezifisch finanzwirtschaftlicher Verfahren, die insbesondere der Risikoeinstellung des Finanzmanagers Rechnung tragen. Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das Capital Asset Pricing Model (CAPM), das eine wichtige Hilfe bei der Beurteilung von Finanzanlagen beziehungsweise von Investitionen in Form einer Unternehmungsakquisition leistet.<sup>401</sup> Da mit der Anwendung des CAPM gleichzeitig auch eine Aussage über die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens abgeleitet werden kann, ergibt sich hierdurch eine Verbindung zu den genannten Rechenverfahren zur Beurteilung von Realinvestitionen. Der in diesen Rechnungen einzusetzende Kalkulationszinsfuß wird oftmals über die Berechnung der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital oder auch WACC) bestimmt.<sup>402</sup> Neben den mit dem Anteil des Eigenkapitals gewichteten Eigenkapitalkosten (Berechnung auf der Basis des CAPM) fließen in die Berechnung der gewogenen Kapitalkosten die mit dem Anteil des Fremdkapitals gewichteten Fremdkapitalkosten ein, die sich aus dem gewogenen durchschnittlichen Kostensatz der einzelnen Fremdkapitalarten ergeben.<sup>403</sup>

Nach einem Überblick über die im Anlagemanagement von einem Finanzmanager wahrzunehmenden Aufgaben sollen Rationalitätsdefizite und deren Ursachen identifiziert und strukturiert wiedergegeben werden. Diese Ausführungen fokussieren wesentliche und allgemeingültige Aspekte des Anlagemanagements. So werden beispielsweise spezifische Verfahren zur Bewertung von Investitionsprogrammen oder auch zur Unternehmensbewertung ausgeblendet. Es erfolgt eine Strukturierung nach Defiziten, die in den einzelnen Teilaufgaben des Anlagemanagements der Identifikation und Umsetzung rentabler Investitionen im Wege stehen. Die Strukturierung der Defizite richtet sich nach der vorgenannten Aufgabenbeschreibung des Anlagemanagements. Demnach werden auf oberer Ebene Rationalitätsdefizite und deren

---

<sup>400</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Eilenberger (2003), S. 212.

<sup>401</sup> Vgl. Betsch/Groh/Lohmann (2000), S. 95; Eilenberger (2003), S. 236, sowie detailliert beispielsweise Schäfer/Kruschwitz/Schwake (1998), S. 145-226; Kruschwitz (2004), S. 169-236; Spremann (2005), S. 103-124.

Vgl. grundlegend zum CAPM Sharpe (1964); Lintner (1965); Mossin (1966); Sharpe (1970); Mossin (1973).

<sup>402</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 165.

<sup>403</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 219.

Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Anlagemanagements, der Gestaltung von Realinvestitionen sowie der Gestaltung von Finanzinvestitionen dargestellt. Auf unterer Ebene behandeln die vorzustellenden Rationalitätsdefizite alle Sachverhalte, die sich auf der Basis der vorhandenen Erkenntnisse und im Einklang mit dem gewählten Vorgehen ableiten lassen. Dabei werden zunächst die Defizite einer ökonomisch nicht zu rechtfertigenden Überinvestition, einer unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen sowie unangemessener Fristigkeiten bei der Planung und Durchführung von Investitionsvorhaben erörtert (Kapitel 3.2.1.2.1). Anschließend werden wenig rentable Realinvestitionen vor dem Hintergrund des Einsatzes von Investitionsrechenverfahren erklärt und Fragen bezüglich der Fehlanwendung der insbesondere in den Finanzwissenschaften zur Beurteilung von Realinvestitionen geforderten Kapitalwertmethode behandelt (Kapitel 3.2.1.2.2). Die vorzustellenden Defizite zur Gestaltung von Finanzinvestitionen betreffen unangemessene Haltedauern von Finanztiteln, die übermäßige Anzahl getätigter Kauf- und Verkaufstransaktionen von Finanztiteln sowie die Erklärung wenig rentabler Finanzinvestitionen im Kontext einer Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten (Kapitel 3.2.1.2.3). An einigen Stellen der zu behandelnden Rationalitätsdefizite ergeben sich Anknüpfungspunkte zum Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements, worauf explizit hingewiesen wird.

### 3.2.1.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Aufgabenwahrnehmung im Anlagemanagement

#### **3.2.1.2.1 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Anlagemanagements**

##### 3.2.1.2.1.1 Überinvestition

###### **Defizit**

Die Praxis des Anlagemanagements bietet vielfältige Beispiele fehlerhafter Investitionsentscheidungen. LOVALLO und KAHNEMAN konstatieren: „Most large capital investment projects come in late and over budget, never living up to expectations. More than 70 % of new manufacturing plants in North America, for example, close within their first decade of operation. Approximately three-quarters of mergers and acquisitions never pay-off – the acquiring firm’s shareholders lose more than the acquired firm’s shareholders gain. And efforts to enter new markets fare no better; the vast majority end up being abandoned within a few years.“<sup>404</sup> Das Zitat veranschaulicht, dass Finanzmanager nicht selten Investitionen befürworten, die einen negativen Kapitalwert aufweisen und somit unrentabel sind. Entgegen der Annahme rationalen Handelns

---

<sup>404</sup> Lovallo/Kahneman (2003), S. 58.

treiben sie demnach auch Investitionen voran, die über ein ökonomisch zu rechtfertigendes Maß hinausgehen. Neben dem einleitenden Zitat sprechen Evidenzen unterschiedlicher empirischer Studien für die Existenz dieses Defizits.<sup>405</sup> Zur Fundierung der relevanten Zusammenhänge ist zunächst auf den ambivalenten Charakter freier Cash Flows einzugehen. Sie repräsentieren denjenigen Teil finanzieller Mittel, der über den Finanzmittelbedarf hinausgeht, der in einem Unternehmen zur Finanzierung des bestehenden Investitionsprogrammes eingesetzt wird.<sup>406</sup>

Entsprechend der Argumentation von JENSEN sind freie Cash Flows negativ zu bewerten, da sie allgemein Manager in die Lage versetzen, losgelöst von Restriktionen und Auflagen der Finanz- und Kapitalmärkte vorhandene finanzielle Mittel zur Finanzierung verlustreicher Investitionen einzusetzen (Überinvestition). JENSEN führt aus, dass Manager und Aktionäre in einem Interessenkonflikt zueinander stehen. Demnach sind Manager daran interessiert, freie Cash Flows einzubehalten, um möglichst viele Investitionen durchzuführen, während Aktionäre an einer Auszahlung freier Cash Flows interessiert sind. JENSEN warnt vor der hohen Gefahr eines unrentablen Einsatzes freier Cash Flows und plädiert dafür, dass Manager diese an Aktionäre auszahlen sollten.<sup>407</sup>

Eine entgegengesetzte Sichtweise ergibt sich auf der Basis der Argumentation von MYERS und MAJLUF. Sie beurteilen die Existenz freier Cash Flows positiv, da Manager Informationen besitzen, die dem Markt nicht vorliegen. Der Kerngedanke ihrer Argumentation besteht darin, dass Manager teilweise tatsächlich rentable Investitionen nicht finanzieren und durchführen können, wenn zur Finanzierung beispielsweise erst Wertpapiere auf dem Markt emittiert und die genauen Vorteile einer geplanten Investition kommuniziert werden müssten. Da diese Anstrengungen zum Abbau von Informationsasymmetrien mit Kosten verbunden sind, ist es gemäß MYERS und MAJLUF unter Umständen sinnvoll, die geplante Investition erst gar nicht durchzuführen. Den Autoren zufolge schafft die Existenz freier Cash Flows somit finanziellen Spielraum, der dazu beiträgt, tatsächlich aussichtsreiche Investitionsvorhaben zu finanzieren.<sup>408</sup>

---

<sup>405</sup> Das Defizit der Überinvestition bezieht sich gleichermaßen auf die Durchführung von Real- als auch Finanzinvestitionen. Auf die unterschiedlichen Bedeutungen beider Investitionsarten wird im weiteren Verlauf des Kapitels 3.2.1.2 noch einzugehen sein.

<sup>406</sup> Vgl. Jensen (1986a), S. 323; Heaton (2002), S. 34.

<sup>407</sup> Gemäß JENSEN kann die Auszahlung freier Cash Flows zu einer Linderung der zwischen Managern und Aktionären bestehenden Konflikte beitragen und den verlustreichen Einsatz finanzieller Mittel verhindern. Vgl. Jensen (1986a), S. 323-329.

<sup>408</sup> Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 219 f. Dieser Sichtweise folgend stellt weniger die Überinvestition als vielmehr die Unterinvestition die von den Finanzmanagern maßgeblich zu bewältigende Herausforderung dar. Dieses Defizit wird noch im Rahmen des Aufgabenbereichs zum Beschaffungsmanagement detailliert zu diskutieren sein. Vgl. Kapitel 3.2.2.2.1.

Ohne die Frage nach der Beurteilung freier Cash Flows endgültig beantworten zu können, sprechen die Ergebnisse verschiedener Studien für die Relevanz der Argumentation von JENSEN.<sup>409</sup> So beschäftigen sich BLANCHARD, LOPEZ-DE-SILANES und SHLEIFER in einer empirischen Untersuchung mit Cash Windfalls eines Unternehmens. Ein Cash Windfall bezeichnet im Kontext dieser Studie finanzielle Mittel, die einem Unternehmen zur freien Verfügung stehen und aus dem positiven Ausgang eines Gerichtsverfahrens resultieren.<sup>410</sup> Die Autoren zeigen, dass Manager Cash Windfalls investieren, anstatt diese den Eigen- und Fremdkapitalgebern des Unternehmens auszuzahlen.<sup>411</sup> Dies ist insofern bemerkenswert, als das Ereignis, das den jeweiligen Cash Windfall hervorgerufen hat, keine Auswirkungen auf die Investitionsmöglichkeiten

---

<sup>409</sup> Neben der im Folgenden behandelten Studie von BLANCHARD, LOPEZ-DE-SILANES und SHLEIFER liefert ein empirischer Beitrag von HARFORD einen Beleg für die Annahme, dass freie Cash Flows speziell zur Finanzierung wenig rentabler Akquisitionen verwandt werden: „Cash-rich firms are more likely than other firms to attempt acquisitions. Stock return evidence shows that acquisitions by cash-rich firms are value decreasing. [...] Consistent with the stock return evidence, mergers in which the bidder is cash-rich are followed by declines in operating performance.“ Harford (1999), S. 1969. Für eine detaillierte Darstellung der Untersuchung vgl. Harford (2000).

<sup>410</sup> Vgl. Blanchard/Lopez-De-Silanes/Shleifer (1994), S. 337.

<sup>411</sup> Auszahlungen an die Eigenkapitalgeber betreffen den Aufgabenbereich der Gestaltung von Dividendenzahlungen. Als Einflussfaktoren auf Entscheidungen dieser Art gelten der verfügbare Gewinn, gesetzliche und satzungsmäßige Restriktionen, steuerliche Rahmenbedingungen, die Rentabilität für den Aktionär, die angestrebte Kapitalstruktur, die Liquiditätssituation, der Zusammenhang mit dem Börsenkurs, Branchenvergleiche sowie die in der Vergangenheit geleisteten Dividendenzahlungen. Vgl. Schulte (2006), S. 115.

Aus verhaltenswissenschaftlicher Perspektive betrachtet ist in diesem Zusammenhang insbesondere auf eine empirische Untersuchung von LINTNER hinzuweisen, die zu dem Ergebnis kommt, dass die Gestaltung der Dividendenzahlung einfachen Regeln folgt, die von Finanzmanagern aufgestellt werden. LINTNER führte im Rahmen seiner Untersuchung Interviews mit 30 Finanzmanagern großer, US-amerikanischer Unternehmen. Aus den Interviews leitet LINTNER ein Erklärungsmodell zur Vorhersage von Dividendenzahlungen ab. Demnach legen Finanzmanager eine anzustrebende Ziel-Dividende fest. Diese basiert auf einer Vorstellung darüber, wie hoch der an die Aktionäre zurückzuzahlende Anteil des Gewinns ausfallen muss, sodass die Aktionäre diese Zahlung als fair erachten. Wenn die Gewinne steigen, erhöhen Finanzmanager nur dann die Dividende, wenn sie davon ausgehen, dass sie in dieser Höhe auch zukünftig noch bezahlt werden könne. Vgl. Lintner (1956). Für eine empirische Bestätigung des Modells von LINTNER – knapp 50 Jahre nach der Publikation seines Beitrags – vgl. Brav et al. (2004).

Viele Hinweise sprechen dafür, dass Finanzmanager bei Entscheidungen über Dividendenzahlungen den Bedürfnissen der Aktionäre große Beachtung schenken. Dieses Entscheidungsmuster wird als Catering Theory of Dividends bezeichnet. Für eine Erarbeitung und empirische Bestätigung dieses Ansatzes vgl. Baker/Wurgler (2004).

Im Hinblick auf die Problemstellung der vorliegenden Arbeit kann jedoch keine Schlussfolgerung gezogen werden, derzufolge die von Finanzmanagern gebildeten Regeln einer Dividendenzahlung ein Rationalitätsdefizit darstellen. Ein Rationalitätsdefizit in Bezug auf Dividendenzahlungen besteht – den empirischen Evidenzen zufolge – nicht auf Seiten der Finanzmanager, sondern auf Seiten der Investoren. So zeigt beispielsweise SHEFRIN auf, dass die Bedürfnisse der Aktionäre in einem engen Zusammenhang mit dem Phänomen des Mental Accounting stehen. Vgl. Shefrin (2007), S. 110-126 und die dort angegebene Literatur.

Zusammenfassend besteht somit in der vorliegenden Untersuchung keine Notwendigkeit, die Gestaltung von Dividendenzahlungen weiter zu vertiefen.

des betrachteten Unternehmens besitzt.<sup>412</sup> Die getätigten Investitionen führen in der überwiegenden Mehrzahl der betrachteten Fälle zu Verlusten.<sup>413</sup> Ein Überschuss finanzieller Mittel wird demnach eher für die Durchführung unattraktiver Anlagen verwendet als für die Ausschüttung an Kapitalgeber des Unternehmens.<sup>414</sup>

### **Ursachen**

Im Folgenden werden mögliche Ursachen einer Überinvestition diskutiert. Hierbei wird sich zeigen, dass dieses Defizit nicht nur – wie bereits durch die Argumentation von JENSEN zum Ausdruck gebracht – auf der Basis eigeninteressierten Handelns von Finanzmanagern,<sup>415</sup> sondern gleichermaßen unter Rückgriff auf kognitive Beschränkungen von Finanzmanagern erklärt werden kann.<sup>416</sup>

Im Bereich **eigeninteressierten Handelns** basiert die Erklärung eines übermäßigen Einsatzes finanzieller Mittel auf dem Erklärungsmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie.<sup>417</sup> Demnach ist davon auszugehen, dass Finanzmanager bei der Gestaltung von Investitionen auch Vorhaben unterstützen, die aus Unternehmenssicht nicht zweckmäßig sind, sofern sie damit zugleich ihre persönlichen Ziele verfolgen können.<sup>418</sup>

Anhand der von den Zielen des Unternehmens abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen von Finanzmanagern wird erklärbar, dass diese auch wenig rentable Investitionen befürworten, wenn sie dadurch den eigenen Einfluss vergrößern (Empire Building), das eigene Vermögen ausbauen und persönliche Karriereziele umsetzen.<sup>419</sup> Im Streben nach der Verwirklichung

---

<sup>412</sup> Vgl. Blanchard/Lopez-De-Silanes/Shleifer (1994), S. 339.

<sup>413</sup> Vgl. Blanchard/Lopez-De-Silanes/Shleifer (1994), S. 357.

<sup>414</sup> Auch SHEFRIN führt Belege an, die insbesondere bei der Existenz freier Cash Flows für die Annahme sprechen, dass speziell Finanzmanager das Defizit der Überinvestition aufweisen. Vgl. Shefrin (2007), S. 101 f. Gemäß SHEFRIN steht diese Annahme nicht nur im Einklang mit den weiter oben genannten empirischen Evidenzen, sondern korrespondiert zudem mit dem empirischen Beleg, demzufolge das Investitionsverhalten positiv mit der Entwicklung von Cash Flows korreliert (sensitivity of investment to cash flow) ist. Vgl. Shefrin (2007), S. 99 f. und die dort angegebene Literatur.

<sup>415</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 312 f.; Jensen (1986a), S. 323-329.

<sup>416</sup> Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 41-44.

<sup>417</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.

<sup>418</sup> Zum allgemeinen Problem einer übertrieben positiven Darstellung von Investitionsvorhaben, die dem Zweck der Verfolgung persönlicher Interessen von Managern dienlich ist, vgl. detailliert Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft (1994).

<sup>419</sup> Vgl. allgemein Buckley (2004), S. 43; Spremann (2005), S. 27; Brealey/Myers/Allen (2006), S. 304 f.

Eine empirische Bestätigung speziell zur Relevanz des Empire Buildings präsentieren HENNESSY und LEVY auf Grundlage von 2.482 Datensätzen zu Jahresabschlüssen US-amerikanischer Industrieunternehmen im Zeitraum von 1969 bis 1994. Vgl. detailliert Hennessy/Levy (2002).

Darüber hinaus lässt sich die Relevanz abweichender Konsum- und Karrierepräferenzen insbesondere im Hinblick auf die Durchführung von Unternehmensübernahmen tiefergehend fundieren.

eigener Karriereziele befürworten Finanzmanager bei der Existenz entsprechender Handlungsspielräume auch nicht immer die im Sinne des Unternehmens aussichtsreichsten Investitionsvorhaben, sondern bevorzugt Vorhaben, die ihren persönlichen Fähigkeiten entsprechen. Dadurch stärken Finanzmanager die Bindung an das Unternehmen (Sicherung des Arbeitsplatzes) und erreichen Vorteile gegenüber konkurrierenden Managern.<sup>420</sup>

Ebenso wie die Annahme abweichender Konsum- und Karrierepräferenzen erklärt die Annahme abweichender Risikopräferenzen der Finanzmanager das Defizit der Überinvestition. Demnach gibt die Vorstellung, dass sich Finanzmanager in wirtschaftlich schlechten Zeiten risikosuchend verhalten, Aufschluss darüber, weshalb in der Unternehmenspraxis nicht selten immer neue Investitionen mit zweifelhaften Erfolgsaussichten vorangetrieben werden, anstatt ein bestehendes Investitionsprogramm schlanker zu gestalten und Ausgaben zu senken.

Neben abweichenden Konsum-, Karriere- und Risikopräferenzen bietet auch die Annahme arbeitsscheuen Verhaltens eine geeignete Basis, um den übermäßigen Einsatz finanzieller Mittel zu begründen. Um möglichst viele und möglichst umfassende Investitionen zu tätigen, lassen – eventuell noch zeitlich überlastete – Finanzmanager teilweise die notwendige Sorgfalt vermissen, die zur kritischen Prüfung von Investitionsvorhaben eigentlich erforderlich wäre.

Ein möglichst umfassendes Investitionsprogramm, das im Einzelfall nicht immer einer kritischen Bewertung unterzogen wird, kommt somit den persönlichen Interessen von Finanzmanagern entgegen. Die Umsetzung möglichst vieler und möglichst umfangreicher Investitionen bietet Finanzmanagern die Chance, eigene Ziele zu verwirklichen. Die Chance zur Verwirklichung eigener Ziele bietet sich insbesondere dann, wenn die zur Finanzierung der Investitionen erforderlichen finanziellen Mittel entweder vorhanden sind oder beschafft werden können, und sich aufgrund bestehender Informationsasymmetrien den Finanzmanagern Handlungsspielräume eröffnen, die eine Durchführung suboptimaler Investitionen möglich machen.<sup>421</sup>

---

Zum einen präsentieren MORCK, SCHLEIFER und VISHNY eine empirische Studie zu 326 Akquisitionen US-amerikanischer Unternehmen für den Zeitraum von 1975 bis 1987. Die Ergebnisse dieser Studie unterstützen die Annahme, dass persönliche Präferenzen der Manager die Umsetzung verlustreicher Akquisitionen bewirken. Mit einer Erörterung unterschiedlicher Motive vgl. detailliert Morck/Shleifer/Vishny (1990) und die dort angegebene Literatur.

Zum anderen führt LAUGHLIN unterschiedliche Beispiele an, aus denen deutlich wird, dass Manager insbesondere bei der Durchführung von Unternehmensübernahmen hohe monetäre Zuwendungen erhalten. Vgl. Laughlin (2005), S. 7-10.

<sup>420</sup> Vgl. Grinblatt/Titman (1998), S. 613 f.; Brealey/Myers/Allen (2006), S. 304.

<sup>421</sup> Gerade die an der Spitze eines Konzerns stehenden CFO besitzen einen großen Einfluss im Unternehmen und könnten – unter vorgenannten Voraussetzungen – versucht sein, diesen Einfluss zur Durchsetzung persönlicher Interessen auszunutzen.

Das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern kann demnach das Defizit einer Überinvestition erklären. Im Gegensatz zum eigeninteressierten Handeln wird **kognitiven Beschränkungen** als Erklärungsmöglichkeit der Durchführung verlustreicher Investitionen in der finanzwissenschaftlichen Literatur deutlich weniger Beachtung geschenkt. Wie im Folgenden auszuführen sein wird, stellen jedoch auch diese eine fruchtbare Grundlage zur Ergründung relevanter Ursachen der Überinvestition dar.

Im Hinblick auf die in der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells** vorgenommenen Erweiterungen ist in Betracht zu ziehen, dass das Defizit der Überinvestition potentiell aus bestehenden Wissensbeschränkungen resultiert. Gerade in Zeiten dynamischer Entwicklungen, die unterschiedlichste Technologiebrüche und Diskontinuitäten hervorrufen, ist es begreiflich, dass aufgrund von Wissensbeschränkungen und der durch komplexitätsreduzierende mentale Modelle bestehenden Repräsentation dieses Wissens die sachlich gebotenen Fähigkeiten eines Finanzmanagers zur ständigen Anpassung von Vorhersagen und zur permanenten Erzielung von Lernerfolgen nicht Rechnung tragen kann. Überinvestition ist dadurch erklärbar, dass ein zwangsläufig in seinem Wissen beschränkter Finanzmanager auf der Grundlage festgefahrener und erfahrungsabhängig gebildeter mentaler Modelle über den Einsatz finanzieller Mittel entscheidet.<sup>422</sup> Auch systematische Verzerrungen infolge der Anwendung von Verfügbarkeits- oder Repräsentativitätsheuristiken sowie der Wirksamkeit von Bestätigungsverzerrungen beleuchten mögliche Ursachen der Überinvestition. Werden lediglich die gerade verfügbaren oder als vermeintlich repräsentativ erachteten Informationen zur Entscheidungsfundierung herangezogen oder nur Informationen, die im Einklang mit den Ansichten und einem positiven Selbstbild des Finanzmanagers stehen, dann resultiert hieraus eine inadäquate Teilsicht auf das zu lösende Problem einer ökonomisch sinnvollen Disposition finanzieller Mittel.

In Bezug auf kognitive Beschränkungen, die in die **evaluating-Annahme des RREEMM-Modells** integriert wurden, ist insbesondere die Relevanz der im Zusammenhang mit der Prospect Theory stehenden Phänomene zu bedenken. Aus der Prospect Theory folgt, dass in

---

<sup>422</sup> Anknüpfend an die Ausführungen über die von einem Finanzmanager im Anlagemanagement wahrzunehmenden Aufgaben, ist insbesondere mit Blick auf Realinvestitionen davon auszugehen, dass Finanzmanagern Grenzen bezüglich ihrer Fähigkeiten zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen gesetzt sind. Der Aufgabenbeschreibung entsprechend halten Finanzmanager der beispielsweise zu stark von technischen Gesichtspunkten geprägten Beurteilung einer von Verantwortlichen des operativen Bereichs initiierten Realinvestition ein finanzwirtschaftliches Entscheidungskalkül entgegen. Hierbei gilt es, die Gefahren zu minimieren, die aus der Distanz eines im operativen Bereich arbeitenden Managers zu finanzwirtschaftlichen Vorgaben resultieren. Spiegelbildlich ist jedoch zu bezweifeln, dass Finanzmanager aufgrund der Ferne zum operativen Bereich über das Wissen verfügen, um die beispielsweise in technischer Hinsicht bestehenden Vorteile in eine angemessene Vorhersage zu erwartender Zahlungsströme zu übersetzen. Vgl. Kapitel 3.2.1.1.

Abhängigkeit von der Position aus der ein Investor agiert (Gewinn- beziehungsweise Verlustbereich), sich das Investitionsverhalten verändert. Am Beispiel von Finanzinvestitionen weisen WEBER, KEPPE und MEYER-DELIUS diese Abhängigkeit in einer experimentellen Untersuchung nach, in der Investitionsentscheidungen auf einem fiktiven Kapitalmarkt simuliert werden. Die Untersuchung zeigt, dass diejenigen Investoren, die zu Beginn einer Periode aus einem Verlustbereich heraus agieren, eine höhere Zahlungsbereitschaft für Wertpapiere aufweisen als die Investoren, die aus einem Gewinnbereich heraus Anlageentscheidungen treffen, obwohl der Erwartungswert und das Risiko der jeweils zur Wahl gestellten Wertpapiere identisch sind.<sup>423</sup> Dieses zentrale experimentelle Ergebnis spricht insbesondere für die Wirksamkeit der Verlustaversion. Investoren, die im Eindruck von Verlusten stehen, sind in der Hoffnung auf eine Verbesserung der Ausgangslage eher zur Zahlung eines höheren Preises bereit als die Investoren, die aus einem Gewinnbereich heraus agieren.<sup>424</sup>

Die Übertragung dieses Ergebnisses auf das Defizit der Überinvestition bedeutet, dass Finanzmanager nicht nur in Zeiten hoher Cash Flows (vergangener Gewinne), sondern womöglich auch in wirtschaftlich schlechten Zeiten Investitionen vorantreiben, die über das ökonomisch zu rechtfertigende Maß hinausgehen, um weitere Verluste zu verhindern. Diese Ursache ist ein Pendant zu den eingangs des Kapitels erwähnten Risikopräferenzen. Während jedoch die erstgenannte Ursache eine kognitive Beschränkung darstellt, die unbewusst abläuft, impliziert die letztgenannte, dass der Finanzmanager willentlich die Umsetzung übermäßig riskanter Investitionen unterstützt, um eigene Ziele zu erreichen.

Die Annahme, dass eine Überinvestition nicht nur in Zeiten auftritt, in denen hohe freie Cash Flows zur Verfügung stehen, lässt sich darüber hinaus anhand einer Studie von HOTCHKISS fundieren, die dafür spricht, dass Manager verlustreiche Investitionen aufgrund der Wirksamkeit des Sunk Cost-Effekts vorantreiben. HOTCHKISS analysiert 197 US-amerikanische Unternehmen, die finanzielle Engpässe zu bewältigen haben. Er stellt fest, dass Bemühungen zur Überwindung von Zahlungsschwierigkeiten und zur Reorganisation angeschlagener Unternehmen beim Großteil der untersuchten Stichprobe nicht zum gewünschten Erfolg führen. Angesichts dieser schlechten Performance wird die Frage adressiert, welche Ursachen dafür verantwortlich sind.

---

<sup>423</sup> Vgl. Weber/Keppe/Meyer-Delius (2000), S. 159 und 174 f.

<sup>424</sup> Eine weitere Untersuchung, in deren Fokus die Prospect Theory zur Erklärung von Anlageentscheidungen steht, wird von OLSEN vorgestellt. Der Autor kann unterschiedliche Rationalitätsdefizite bezüglich der von Portfoliomanagern getroffenen Investitionsentscheidungen nachweisen, die im Einklang mit den Voraussagen der Prospect Theory stehen. Die Studie von OLSEN belegt zum einen, dass die Sensibilität von Portfoliomanagern gegenüber Verlusten größer ist als gegenüber Gewinnen. Zum anderen sind die Investitionsentscheidungen von Portfoliomanagern im Kontext von Verlusten durch ein risikosuchendes und im Kontext von Gewinnen durch ein risikoaverses Verhalten geprägt. Vgl. Olsen (1997), S. 225, 227, 229 und 231.



Eine Antwort liefert die Erkenntnis, dass insbesondere die Investitionen derjenigen Unternehmen fehlschlagen, in denen weiterhin die gleichen Manager an der Planung und Umsetzung einer Reorganisation beteiligt sind, die auch schon bei dem betrachteten Unternehmen beschäftigt waren, als erste finanzielle Engpässe auftraten.<sup>425</sup> Das Ergebnis spricht somit für die Annahme, dass nicht notwendige, verlustreiche Investitionen auch in Zeiten eines finanziellen Engpasses vorangetrieben und durchgeführt werden. Manifestiert sich das Scheitern eines wenig rentablen Investitionsvorhabens einmal in negativen Entwicklungen von Zahlungsströmen, so erklären die Verlustaversion und der Sunk Cost-Effekt in Verbindung mit Bestätigungsverzerrungen aus der resourceful-Annahme, warum Finanzmanager diese Warnzeichen nicht wahrnehmen und angemessen in die Bewertung der entsprechenden Investition einbeziehen. Das Defizit einer Überinvestition wird somit nicht behoben, sondern führt gemäß der Escalation of Commitment sogar zu einer Mehrung der Verluste. Mit diesem Argumentationsmuster korrespondiert zudem die Regret Theory, derzufolge Finanzmanager davor zurückschrecken, eine in der Vergangenheit getroffene Entscheidung bereuen zu müssen und den begangenen Fehler in Form des Projektabbruches – für alle Beteiligten transparent – zu manifestieren.

Die eingangs der Ursachenergründung angekündigte Relevanz kognitiver Beschränkungen zur Erklärung der Überinvestition lässt sich jedoch nicht nur auf der Basis von Erweiterungen der resourceful- und evaluating-, sondern auch anhand der Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* begründen. So verdeutlichen die beiden folgenden Zitate die hohe Bedeutung der Kontrollillusion sowie der Overconfidence- und Optimismus-Effekte.

KAHNEMAN und RIEPE fassen das Zusammenwirken dieser Effekte im finanzwirtschaftlichen Kontext wie folgt zusammen: „The combination of overconfidence and optimism is a potent brew, which causes people to overestimate their knowledge, underestimate risks, and exaggerate their ability to control events.“<sup>426</sup> Diese Aussage wird durch ein zentrales Ergebnis unterstützt, das KAHNEMAN und LOVALLO in ihrer Studie ableiten: „[T]heir [decision makers, R. M.] forecasts of future outcomes are often anchored on plans and scenarios of success rather than on past

---

<sup>425</sup> Vgl. Hotchkiss (1995), S. 3 f. und 19 f.

<sup>426</sup> Kahneman/Riepe (1998), S. 54. Vgl. ähnlich Kahneman/Lovallo (1993), S. 27.

In ihrem Beitrag weisen KAHNEMAN und RIEPE noch auf die hohe Bedeutung des Zusammenwirkens von Overconfidence- und Optimismus-Effekten mit dem Nachhinein-Effekt (Hindsight Bias) hin: „Hindsight errors are pernicious in two ways. First, hindsight tends to promote overconfidence, by fostering the illusion that the world is a more predictable place than it is. Second – and this is a lesson that financial advisers often learn painfully – hindsight often turns reasonable gambles into foolish mistakes in the minds of investors.“ Kahneman/Riepe (1998), S. 55.

results, and are therefore overly optimistic [...].<sup>427</sup> Auch in der bereits genannten Studie von HOTCHKISS findet sich ein Beleg, der für die Annahme spricht, dass unrentable Investitionen durchgeführt werden, weil Entscheidungsträger übertrieben positive Erfolgsaussichten unterstellen. Über einen Vergleich zwischen den zum Zeitpunkt der Reorganisation vorhergesagten und den im Anschluss tatsächlich realisierten Cash Flows belegt HOTCHKISS, dass die von den Finanzmanagern angestellten Prognosen deutlich zu hoch ausfallen.<sup>428</sup> Entgegen der üblicherweise von Ökonomen unterstellten rationalen Ableitung von Wahrscheinlichkeitsurteilen kann entsprechend den vorgenommenen Erweiterungen der expecting-Annahme des RREEMM-Modells und im Einklang mit zahlreichen Studienergebnissen<sup>429</sup> angenommen werden, dass Entscheidungsträger aufgrund der Kontrollillusion sowie aufgrund von Overconfidence- und Optimismus-Effekten den zukünftigen Erfolg des eigenen Handelns überschätzen und daher systematisch das Defizit der Überinvestition aufweisen.<sup>430</sup>

---

<sup>427</sup> Kahneman/Lovallo (1993), S. 17.

Viele Hinweise sprechen dafür, dass insbesondere Overconfidence- und Optimismus-Effekte einen erheblichen Einfluss auf Entscheidungen über den Einsatz finanzieller Mittel ausüben. Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 36 und 41; Shefrin (2007), S. 2, 44 f. für eine detaillierte Darstellung unterschiedlicher Beispiele sowie 101 f.

<sup>428</sup> Vgl. Hotchkiss (1995), S. 19 f.

Eine empirische Untersuchung von KAPLAN und RUBACK zeigt, dass Manager Gefahr laufen, zukünftige Entwicklungen von Cash Flows verzerrt einzuschätzen. Der Beitrag bezieht sich nicht auf das gesamte Anlagemanagement, sondern speziell auf Finanzinvestitionen in Form von Unternehmensakquisitionen. Für 51 analysierte Akquisitionen, die in den Jahren zwischen 1983 und 1989 durchgeführt wurden, können die Autoren nachweisen, dass die zum Zeitpunkt der Durchführung einer Akquisition getroffenen Cash Flow-Prognosen zu optimistisch ausfallen. Vgl. Kaplan/Ruback (1995), S. 1059-1062 und 1087. Mit ähnlicher Aussage vgl. Arnold (2005), S. 280.

<sup>429</sup> Zahlreiche empirische Studien belegen die Annahme, dass Manager systematisch zu positive Erwartungen bezüglich der Erfolgswahrscheinlichkeit von Investitionsvorhaben besitzen.

MARSHALL und MECKLING sowie PECK und SCHERER weisen bereits 1962 am Beispiel militärischer Projekte systematisch zu niedrige Kostenerwartungen nach. Vgl. Marshall/Meckling (1962); Peck/Scherer (1962).

Unterschätzungen der zu erwartenden Kosten sowie Überschätzungen der zu erwartenden Umsätze belegt MEADOWS am Beispiel von Projekten in vier Entwicklungslaboren. Vgl. Meadows (1968).

Des Weiteren können ALLEN und NORRIS am Beispiel von Projekten eines Entwicklungslabors im Bereich der Stromerzeugung durchgängige Kosten- sowie Zeitüberschreitungen aufzeigen. Vgl. Allen/Norris (1970).

<sup>430</sup> Für die enge Verwandtschaft von Overconfidence- und Optimismus-Effekten mit dem Phänomen der Kontrollillusion spricht die Erkenntnis, dass sie insbesondere bei Entscheidungsträgern auftreten, die in dem Glauben sind, Geschehnisse kontrollieren zu können (vgl. Fußnote 378). Im Einklang hierzu stehen zahlreiche Untersuchungen, die für die Annahme sprechen, dass Manager bestehende Unsicherheiten zukünftiger Geschehnisse herunterspielen und davon ausgehen, eine große Kontrolle über die Performance des eigenen Unternehmens zu besitzen. Vgl. beispielsweise March/Shapira (1987), S. 1414 f.

Für die Relevanz der genannten kognitiven Beschränkungen spricht zudem, dass Entscheidungsträger insbesondere gegenüber denjenigen Erfolgsgrößen Overconfidence- und Optimismus-Effekte aufweisen, für die sie sich in besonderem Maße verantwortlich fühlen. Dieser Zusammenhang ist vor allem für Finanzmanager relevant, für die eine positive Entwicklung der von ihnen verantworteten Erfolgskennzahlen des Unternehmens in vielerlei Hinsicht von überragender Bedeutung ist. Vgl. beispielsweise Gilson (1989), S. 241 und 261.

**Fazit**

Insgesamt ist deutlich geworden, dass nicht nur das eigeninteressierte Handeln, sondern auch kognitive Beschränkungen eine schlüssige Erklärungsbasis bieten, um das Defizit der Überinvestition zu begründen. Weitere Ausprägungen und Ursachen einer wenig rentablen Ausgestaltung von einerseits Real- und andererseits Finanzinvestitionen werden noch vorgestellt. Diese betreffen dann spezifische Gegebenheiten einer Real- beziehungsweise Finanzinvestition und sind dementsprechend in Kapitel 3.2.1.2.2 beziehungsweise 3.2.1.2.3 eingegliedert.

**3.2.1.2.1.2 Unangemessene Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen****Defizit**

Wie schon das Defizit der Überinvestition, so bezieht sich auch das im Folgenden zu beschreibende Defizit gleichermaßen auf die Initiierung und Umsetzung suboptimaler Real- als auch Finanzinvestitionen. Dabei steht nicht die Frage nach einer verstärkten Umsetzung (immer) neuer, wenig rentabler Investitionen im Vordergrund, sondern die Frage, welches Defizit das Finanzmanagement im Hinblick auf die Mischung von Real- und Finanzinvestitionen aufweist.

Bezüglich dieser Frage konstatiert FRANKE: „Abzulehnen sind [...] Aktivitäten des Finanzmanagements, die darauf hinauslaufen, die Ausweitung des operativen Geschäfts mit dem Argument zu begrenzen, daß das Geld am Kapitalmarkt ertragbringender angelegt werden kann als im Unternehmen durch Investitionen in Produkte, Verfahren, Anlagen etc.“<sup>431</sup> Das in FRANKES Zitat zum Ausdruck kommende Defizit wird zudem von PERLITZ aus einer Analyse von insgesamt 439 Jahresabschlüssen deutscher Aktiengesellschaften für den Zeitraum von 1961 bis 1986 abgeleitet, in welcher er einen deutlichen Anstieg des Anteils der Finanzinvestitionen nachweist.<sup>432</sup> PERLITZ beschreibt das Defizit, dass gerade in Zeiten, in denen sich das Kerngeschäft eines Unternehmens – eventuell nur kurzfristig – negativ entwickelt, kurzfristig ertragreichen Finanzinvestitionen ein höherer Stellenwert eingeräumt wird als langfristigen Realinvestitionen. Aus der Verdrängung von Real- durch Finanzinvestitionen resultiert die Gefahr, dass ein Unternehmen in der Folgezeit Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund eines Verlustes des technologischen Anschlusses erleidet. Ein rational und im Sinne der Unternehmensziele handelnder Finanzmanager müsste den Einsatz finanzieller Mittel stets in der Weise beeinflussen, dass keine unangemessene Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen eintritt.<sup>433</sup>

---

<sup>431</sup> Franke (1995), S. 219.

<sup>432</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Perlitz (1988), S. 326 und 333 f.  
Zur wachsenden Bedeutung des Anteils der Finanzinvestitionen vgl. auch Huther (2003), S. 185.

<sup>433</sup> Für weitere Hinweise auf das beschriebene Defizit vgl. Müller-Hedrich (1990), S. 12; Süchting (1995), S. 335.

### **Ursachen**

Entsprechend der Annahme *eigeninteressierten Handelns* der Finanzmanager kann begründet werden, dass diese keinen Einfluss ausüben, der zu einer ökonomisch vertretbaren Mischung von Real- und Finanzinvestitionen führt. Stattdessen ist anzunehmen, dass Finanzmanager gemäß abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen eine bevorzugte Anlage in Form von Finanzinvestitionen forcieren. Dass das Streben der Finanzmanager nach der Umsetzung von Finanzinvestitionen das Streben nach der Umsetzung von Realinvestitionen dominiert, liegt darin begründet, dass die Durchführung finanzieller Anlagen unmittelbar im Verantwortungs- und Kompetenzbereich der Finanzmanager liegt, realinvestive Anlagen nur mittelbar. Vorwiegend auf der Basis finanzieller Anlagen vergrößern Finanzmanager ihren Einfluss im Unternehmen, ihr Vermögen und stärken ihre Position in der Konkurrenz zu den Managern anderer Bereiche.<sup>434</sup>

Eine ebenfalls im Konflikt zu den Zielen des Unternehmens stehende Verfolgung von Zeitpräferenzen der Finanzmanager begründet überdies die unangemessene Bevorzugung von Finanz gegenüber Realinvestitionen. Demnach fußt der Horizont eines Finanzmanagers auf der von ihm antizipierten Verweildauer im Unternehmen und fällt somit in der Regel kurzfristiger aus als der Zeitraum zur nachhaltigen Sicherung einer positiven Unternehmensentwicklung. Im Falle einer auch nur kurzzeitig auftretenden negativen Entwicklung des Kerngeschäfts bietet sich Finanzmanagern eher die Chance, eine Anlage in Finanztitel durchzusetzen, die im Vergleich zu Realinvestitionen geringere Vorlaufzeiten aufweisen, bis Erträge erwirtschaftet werden können.

Gemäß der Ergründung von Ursachen auf der Basis *kognitiver Beschränkungen* erlauben auch Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* eine Erklärung des Defizits. Die funktionale Prägung der Finanzmanager bietet einen Erklärungsgehalt zur Begründung des Defizits, demzufolge sich Finanzmanager bevorzugt um die Umsetzung von Finanzinvestitionen bemühen. Die durch den funktionalen Erfahrungshorizont determinierten mentalen Modelle und die damit verbundenen Wissensbeschränkungen führen dazu, dass Finanzmanager speziell das langfristige Renditepotential von Realinvestitionen nur eingeschränkt wahrnehmen.<sup>435</sup>

Zudem drängt sich die Berücksichtigung kognitiver Beschränkungen auf, die zu einer Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben. Gemäß dem Immediately-Effekt priorisieren Finanzmanager diejenigen Investitionsalternativen, deren Erfolgsaussichten sie besser einschätzen zu können glauben und die sich aus ihrer Perspektive schneller realisieren lassen, gegenüber solchen Investitionen, deren Resultate sie schlechter absehen

---

<sup>434</sup> Vgl. Bosse (2000), S. 297 und die dort angegebene Literatur.

<sup>435</sup> Vgl. die hierzu im Einklang stehenden Ausführungen in Fußnote 422.

können und deren mögliche Erfolge sich erst wesentlich später einstellen.<sup>436</sup> Der Immediately-Effekt ist somit das kognitive Pendant zu den abweichenden Zeitpräferenzen. Während Ersterer auf die grundsätzliche Bevorzugung kurzfristiger Wirkungen abzielt und unbewusst abläuft, vollziehen sich Letztere bewusst und im Hinblick auf die Verweildauer im Unternehmen oder in einer bestimmten Position. Eine ähnliche Erklärung bietet die ebenfalls die evaluative-Annahme erweiternde Regret Theory. Mit (scheinbar) größeren Unsicherheiten verbundene Realinvestitionen lassen Finanzmanager befürchten, die Unterstützung dieser Investitionsvorhaben im Falle des Scheiterns in der Zukunft bedauern zu müssen. Eine verzerrte Einschätzung selbst hoch spekulativer Finanzinvestitionen gibt Finanzmanagern ein stärkeres Gefühl der Sicherheit.<sup>437</sup>

Die Relevanz der Feststellung, dass die Renditepotentiale der beiden Investitionsarten von Finanzmanagern nicht gleichwertig wahrgenommen werden, kann zudem auf der Basis kognitiver Beschränkungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* unterstrichen werden. Wie die im letzten Kapitel dargelegte Argumentation gezeigt hat,<sup>438</sup> steht generell die forcierte Durchführung von Investitionsvorhaben in engem Zusammenhang mit dem Phänomen der Kontrollillusion, Overconfidence- und Optimismus-Effekten.<sup>439</sup> Die Erkenntnis, dass die drei genannten kognitiven Beschränkungen vorwiegend im Kontext von Entscheidungen zu beobachten sind, für die sich das handelnde Individuum besonders verantwortlich fühlt, erlaubt die Schlussfolgerung, dass Finanzmanager insbesondere das Renditepotential von Finanzinvestitionen überschätzen, für die sie unmittelbar verantwortlich sind, während sie für Realinvestitionen nur eine mittelbare Verantwortung tragen.<sup>440</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Berücksichtigung eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen einen Beitrag zur Erklärung der unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen leistet. In beiden Ursachenkategorien sind die funktionale Prägung und die Fristigkeit von Investitionen wesentliche Aspekte der Ursachenergründung. Da die Fristigkeit von Real- als auch Finanzinvestitionen im Zusammenhang mit weiteren Rationalitätsdefiziten steht, wird dieser Aspekt im Folgenden noch tiefergehend behandelt.

---

<sup>436</sup> Ähnlich wie auch schon bei den Ausführungen zum Defizit der Überinvestition, wo eine enge Verwandtschaft zwischen abweichenden Risikopräferenzen (Aspekt des eigeninteressierten Handelns) und der Prospect Theory (Aspekt der kognitiven Beschränkungen) festgehalten wurde, kann auch im vorliegenden Kontext ein enger Zusammenhang zwischen abweichenden Zeitpräferenzen (Aspekt des eigeninteressierten Handelns) und dem Immediately-Effekt (Aspekt der kognitiven Beschränkungen) angemerkt werden. Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1.

<sup>437</sup> Dieses Erklärungsmuster wird in Kapitel 3.2.3.2 wieder aufgegriffen und dort noch eingehender ausgearbeitet.

<sup>438</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1.

<sup>439</sup> Zur engen Verwandtschaft der genannten kognitiven Beschränkungen vgl. Fußnote 378 und 430.

<sup>440</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.1.

### 3.2.1.2.1.3 Unangemessene Fristigkeit von Investitionen

#### **Defizit**

Das Defizit unangemessener Fristigkeiten bei der Initiierung und Umsetzung von Investitionen tritt insbesondere in Form einer Orientierung von Finanzmanagern an zu kurzfristig gewählten Zeithorizonten in Erscheinung. Hinweise auf die Existenz von Investitionen, die zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtet sind, offenbaren unterschiedliche Quellen.

NARAYANAN führt aus, dass gerade Investitionsentscheidungen junger Finanzmanager von einem zu kurzfristigen Zeithorizont bestimmt sind.<sup>441</sup> NARAYANAN erklärt dies auf der Grundlage von Intransparenzen, die auf dem Arbeitsmarkt bestehen. Insbesondere junge Finanzmanager sind demnach an der Durchführung von Investitionen interessiert, über die kurzfristig hohe Cash Flows generiert werden. Das Streben nach tendenziell kurzfristigen Erfolgen resultiert aus dem übergeordneten Ziel, die eigene Position auf dem Arbeitsmarkt zu stärken. Dies ist möglich, da insbesondere für junge Finanzmanager keine Informationen aus der Vergangenheit vorliegen, die eine Einschätzung ihrer Fähigkeiten erlauben. Somit ergibt sich, dass die kurzfristigen, aktuellen Erfolge maßgeblich zu einer Steigerung des Wertes junger Finanzmanager auf dem Arbeitsmarkt beitragen. Inwiefern die von diesen Managern veranlassten Investitionen zum langfristigen Erfolg eines Unternehmens beitragen, bleibt für den das Unternehmen verlassenden Finanzmanager ohne Belang.<sup>442</sup>

---

<sup>441</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen mit allgemeinem Bezug zu Managern detailliert Narayanan (1985).

<sup>442</sup> Speziell im Hinblick auf die Gruppe junger Finanzmanager bietet die Literatur zudem Hinweise, dass unangemessene Fristigkeiten auch in Form zu langfristig ausgestalteter Investitionen in Erscheinung treten können. So stellen NOE und REBELLO die Verfolgung langfristiger Planungshorizonte in einen Zusammenhang mit dem Streben insbesondere junger Finanzmanager, die eigene Position im Unternehmen zu stärken. Die Stärkung besteht darin, dass sie damit drohen könnten, das Unternehmen zu verlassen, noch bevor geplante Cash Flows aus den von ihnen initiierten Investitionen generiert werden. Ein Interesse an dieser Stärkung haben insbesondere junge Finanzmanager, die aufgrund ihrer kurzen Unternehmenszugehörigkeit tendenziell entbehrlicher sind und dadurch bedingt eine nachdrücklichere Notwendigkeit als dienstältere Finanzmanager verspüren, Investitionsentscheidungen herbeizuführen, die aus Sicht des Unternehmens den Wert einer Weiterbeschäftigung dieses Managers vergrößern. Vgl. mit allgemeinem Bezug zu Managern detailliert Noe/Rebello (1997). Dieser Ansatz geht auf einen Beitrag von SHLEIFER und VISHNY zurück. Vgl. Shleifer/Vishny (1989).

Weitgehend ungeklärt ist die Frage, ob sich junge Finanzmanager bei der Investitionsgestaltung nun eher an zu kurz- oder zu langfristigen Zeithorizonten orientieren. (Für erste Ansätze zur Erörterung dieses Aspekts vgl. Lundstrum (2002), S. 353-358 und 369 f.) Im Hinblick auf das Defizit unangemessener Zeithorizonte im Anlagemanagement ist diese Frage jedoch von keiner entscheidenden Bedeutung. Demnach ist in der Praxis wohl nicht von dem unwahrscheinlichen Fall auszugehen, dass eine vollständige Kompensation der beiden gegenläufigen Wirkungen eintritt, sodass anzunehmen ist, dass speziell die Investitionsentscheidungen junger Finanzmanager sowohl von zu kurz- als auch zu langfristigen Zeithorizonten negativ beeinflusst werden.

Das Auftreten zu kurzfristig gewählter Zeithorizonte hält zudem JENSEN fest: „Sometimes it [myopic behavior, R. M.] occurs when managers hold little stock in their companies and are compensated in ways that motivate them to take actions that increase accounting earnings rather than the value of the firm.“<sup>443</sup>

Des Weiteren konstatieren BLOHM, LÜDER und SCHAEFER: „Der Mensch neigt bekanntermaßen dazu, das Naheliegende gegenüber dem Fernerliegenden als vorrangig zu betrachten. [...] Alle Fragen der Investitionsplanung und Investitionspolitik haben einen ausgesprochen langfristigen Charakter und laufen deshalb Gefahr, Opfer dieser kurzfristigen und kurzsichtigen Denkweise zu werden.“<sup>444</sup>

### ***Ursachen***

Die einleitenden Hinweise bringen bereits zum Ausdruck, dass das beschriebene Defizit in einem unmittelbaren Zusammenhang mit Erklärungsmustern der Ursachenkategorie ***eigeninteressierten Handelns*** steht. Demnach ist das Streben nach einer Stärkung der Position auf dem Arbeitsmarkt als Ausdruck der Verfolgung abweichender Karrierepräferenzen – speziell junger Finanzmanager – zu begreifen. Da eine Stärkung der Position von Managern auf dem Arbeitsmarkt zudem der Verfolgung eigener Vermögensinteressen dient, ist die Wahl zu kurzfristiger Zeithorizonte zudem Ausdruck abweichender Konsumpräferenzen.<sup>445</sup> Wie das Zitat von JENSEN zeigt, wird das Erreichen kurzfristiger Erfolge sogar zum Teil noch auf Basis fehlerhafter Anreizverträge direkt belohnt.<sup>446</sup>

Suboptimale Investitionsentscheidungen, die von der Virulenz zu kurzfristiger Zeithorizonte geprägt sind, lassen sich in der Ursachenkategorie eigeninteressierten Handelns zudem unmittelbar mit den im Konflikt zu Zielen des Unternehmens stehenden Zeitpräferenzen der Finanz-

---

<sup>443</sup> Jensen (1986b), S. 11. Vgl. ähnlich Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 13; Arnold (2005), S. 70 und 191.

<sup>444</sup> Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 7.

<sup>445</sup> Mit Blick auf die Erscheinungsform zu langfristig ausgestalteter Zeithorizonte (vgl. Fußnote 442) ist gleichfalls das Streben eines jungen Finanzmanagers nach einer Stärkung der Position im eigenen Unternehmen auf Basis abweichender Karriere- und Konsumpräferenzen erklärbar.

<sup>446</sup> Diese Ursache berührt die in den Finanzwissenschaften breit geführte Diskussion der Frage, inwieweit ein (rein) am Marktwert des Eigenkapitals ausgerichtetes Management für die Wahl zu kurzfristiger Zeithorizonte verantwortlich zu machen ist (vgl. beispielsweise Jensen (1986b); Stein (1989)). Für den vorliegenden Kontext ist es nicht erforderlich, diese Diskussion in ihrer Breite wiederzugeben.

Einschränkend sei erwähnt, dass eine empirische Untersuchung von CARR und TOMKINS zu 71 Automobilzulieferern aus den USA, Großbritannien, Japan und Deutschland die Annahme unterstützt, dass zu kurzfristig ausgerichtete Investitionen in den USA und Großbritannien ein noch größeres Problem als in Japan und Deutschland darstellen. Vgl. Carr/Tomkins (1998), S. 213 f.

manager in Verbindung bringen.<sup>447</sup> Wie bereits im Kontext des zuletzt untersuchten Defizits erwähnt,<sup>448</sup> richtet sich der Planungshorizont von Finanzmanagern nach der von ihnen angestrebten Verweildauer im Unternehmen und fällt somit kurzfristiger aus als der auf der Grundlage gemeinsamer Ziele eines Unternehmens eigentlich zu fordernde Zeithorizont.

Schließlich ist im Hinblick auf das eigeninteressierte Handeln in Betracht zu ziehen, dass schlicht das Streben eines Finanzmanagers nach einer Reduktion des Arbeitsleids dafür verantwortlich zu machen ist, dass sich eine mangelnde Sorgfalt bei der Gestaltung von Investitionen in fehlerhaften Fristigkeiten niederschlägt.

Neben dem eigeninteressierten Handeln erklären *kognitive Beschränkungen* von Finanzmanagern das Defizit unangemessener Fristigkeiten. Mit Blick auf Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* besitzen Wissensbeschränkungen und mentale Modelle einen Gehalt zur Erklärung fehlerhafter Zeithorizonte. Speziell die Bestimmung angemessener Fristigkeiten bei der Planung und Durchführung von Realinvestitionen ist aufgrund der funktionalen Fixierung der Finanzmanager potentiell fehlerhaft.

Ein zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtetes Anlagemanagement ist des Weiteren nicht nur durch Erweiterungen der resourceful-Annahme, sondern auch durch Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* erklärbar. So führt der Immediately-Effekt dazu, dass Finanzmanager kurzfristige Wirkungen höher bewerten als langfristige Resultate und somit Investitionen unbewusst vernachlässigen, die den langfristigen Unternehmenserfolg sichern.

### **Fazit**

Die bisherige Argumentation hat gezeigt, dass grundsätzliche Defizite des Anlagemanagements nicht nur in der Initiierung und Umsetzung zusätzlicher, entbehrlich erscheinender Investitionsvorhaben oder auch in einer bedrohlichen Verdrängung von Real- durch Finanzinvestitionen, sondern auch in suboptimalen Fristigkeiten bei der Gestaltung von Investitionsvorhaben begründet liegen. Die drei erörterten Defizite sind sowohl durch eigeninteressiertes Handeln wie auch kognitive Beschränkungen der Finanzmanager zu erklären.

---

<sup>447</sup> Vgl. Ryan/Wiggins (2001), S. 103.

Für die Relevanz abweichender Zeitpräferenzen sprechen die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von DECHOW und SLOAN. Wenn auch in Bezug auf CEO weisen sie nach, dass Manager gegen Ende ihrer Beschäftigungszeit bei einem Unternehmen Ausgaben in Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen reduzieren. Vgl. Dechow/Sloan (1991), S. 51.

<sup>448</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.2.



### **3.2.1.2.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Realinvestitionen**

Die Argumentation zur Darstellung von Rationalitätsdefiziten bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Anlagemanagements war bisher eher grundsätzlicher Natur. Sie wird im Folgenden durch eine Diskussion von Rationalitätsdefiziten konkretisiert, die sich speziell auf den Einsatz von Rechenverfahren zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen bezieht. Nur bei einem angemessenen Einsatz dieser Verfahren können Finanzmanager einen sinnvollen Beitrag zur Identifikation und Umsetzung (tatsächlich) rentabler Realinvestitionen leisten.

Den Einstieg in die Diskussion über den Einsatz von Investitionsrechenverfahren bildet die Frage, ob und mittels welcher Verfahren Finanzmanager in der Praxis Bewertungen zur Vorteilhaftigkeit geplanter Realinvestitionen durchführen (Kapitel 3.2.1.2.2.1). Hieran schließt sich eine Darstellung von Fehlern an, die speziell dann auftreten, wenn Finanzmanager die Bewertung eines Investitionsvorhabens auf der Basis der Kapitalwertmethode (Berechnung des Net Present Value) vornehmen (Kapitel 3.2.1.2.2.2). Die fokussierte Betrachtung der Kapitalwertmethode begründet sich aus der theoretischen Perspektive, wonach der Net Present Value ein wichtiges Kriterium zur Ableitung einer Aussage über die Vorteilhaftigkeit geplanter Realinvestitionen darstellt beziehungsweise darstellen sollte.<sup>449</sup>

#### **3.2.1.2.2.1 Vernachlässigung der Kapitalwertmethode zur Beurteilung von Realinvestitionen**

##### **Defizit**

In der Praxis des Finanzmanagements werden Vorhaben zur Umsetzung von Realinvestitionen nicht immer angemessen bewertet. Besonders stark tritt dieses Defizit in Erscheinung, wenn Finanzmanager Entscheidungen über den Einsatz finanzieller Mittel rein intuitiv treffen und komplett auf den Einsatz eines Investitionsrechenverfahrens verzichten. In etwas schwächerer Ausprägung manifestiert sich dieses Defizit darin, dass Finanzmanager zwar eine Bewertung vornehmen, jedoch nicht auf der Basis der in der finanzwissenschaftlichen Literatur besonders empfohlenen Kapitalwertmethode, sondern eine Ableitung aus vereinfachenden Investitionsrechenverfahren vornehmen.

---

<sup>449</sup> Zur Darstellung des Net Present Value vgl. stellvertretend für viele Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 137-141. Für die spezifischen Vorteile des Net Present Value gegenüber alternativen Investitionsrechenverfahren vgl. ebenfalls stellvertretend für viele Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 144-148 sowie 151-154; Buckley et al. (2000), S. 69-79 sowie 148 f.

Den kompletten Verzicht auf eine Bewertung dokumentieren BLOHM und LÜDER<sup>450</sup> sowie SHEFRIN<sup>451</sup> anhand unterschiedlicher Beispiele aus der Praxis. Den Einsatz vereinfachender Investitionsrechenverfahren belegen unterschiedliche empirische Befragungen.<sup>452</sup> Das Fazit besteht darin, dass die Kapitalwertmethode in den letzten Jahrzehnten zwar eine zunehmende Verbreitung gefunden hat, nach wie vor jedoch häufig vereinfachende Verfahren in der Praxis des Finanzmanagements zum Einsatz kommen. Entsprechend urteilt HIGSON: „While DCF [Discounted Cash Flow, R. M.] analysis has gained in popularity over the years there is plenty of evidence that many firms, including large corporations, are still using ‚rules of thumb‘ for investment decisions.“<sup>453</sup>

Innerhalb der Gruppe empirischer Studien ist insbesondere eine branchenübergreifende Befragung aus dem Jahr 2001 hervorzuheben, die von GRAHAM und HARVEY vorgestellt wird. Die beiden Autoren zeigen auf, dass ein Anteil von 75 % der 392 befragten CFO US-amerikanischer Unternehmen häufig die Kapitalwertmethode und 76 % häufig die Methode des internen Zinsfußes zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen anwenden.<sup>454</sup> Darüber hinaus zeigt die Untersuchung, dass über 50 % der befragten CFO häufig die Amortisationsdauer als Methode zur Beurteilung von Realinvestitionen heranziehen.<sup>455</sup>

---

<sup>450</sup> Vgl. Blohm/Lüder (1991), S. 45-47 sowie Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 37-40.

<sup>451</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 38-47.

<sup>452</sup> Vgl. stellvertretend für die im folgenden Fußnotentext angeführten Beispiele insbesondere Graham/Harvey (2001), S. 201, mit einer Befragung US-amerikanischer CFO sowie Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 72, mit einer Befragung europäischer CFO.

Im Jahr 1977 zeigen GITMAN und FORRESTER, dass weniger als 10 % der 103 von ihnen befragten großen US-amerikanischen Unternehmen primär die Kapitalwertmethode einsetzen. Vgl. Gitman/Forrester (1977), S. 67 f.

Auf eine weitere Verbreitung der Kapitalwertmethode weist eine Untersuchung von MOORE und REICHERT aus dem Jahr 1983 hin. Sie analysieren 298 der US-amerikanischen Fortune 500 Unternehmen und können darlegen, dass rund 68 % die Kapitalwertmethode anwenden. Vgl. Moore/Reichert (1983), S. 626 und 629 f.

Mit einer nachgewiesenen Verbreitung der Kapitalwertmethode von 81 % ist das Resultat einer von TRAHAN und GITMAN durchgeführten Studie dem Ergebnis von MOORE und REICHERT auch noch zwölf Jahre später recht ähnlich. Dazu wurden die Antworten von 84 der US-amerikanischen Fortune 500 Unternehmen sowie der von Forbes ermittelten 200 besten Kleinunternehmen ausgewertet. Vgl. Trahan/Gitman (1995), S. 79.

Einen Überblick über den Einsatz von Investitionsrechenverfahren aus einer Stichprobe der 1.000 größten Unternehmen Großbritanniens bietet eine von den Autoren ARNOLD und HATZOPOULOS im Jahr 1997 durchgeführte empirische Befragung. In dieser Studie werten die Autoren 96 Antworten aus. Das Ergebnis zeigt, dass mit einem Anteil von 81 % die Methode des internen Zinsfußes die am häufigsten angewandte Methode darstellt, jedoch mit einem Anteil von 80 % dicht gefolgt von der Kapitalwertmethode sowie einer Berechnung der Amortisationsdauer mit einem Anteil von 70 %. Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 603-605.

<sup>453</sup> Higson (2002), S. 167. Vgl. ähnlich Arnold (2005), S. 69-71.

<sup>454</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 197.

<sup>455</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 197.

Des Weiteren ist auf eine branchenübergreifende Befragung von 313 CFO englischer, niederländischer, französischer und deutscher Unternehmen hinzuweisen, die von BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK vorgestellt wird.<sup>456</sup> Die Autoren halten folgendes Ergebnis: „Most European respondents select the payback period [Amortisationsdauer, R. M.] as their most frequently used capital budgeting technique. In the UK, Netherlands, Germany, and France, 69.2 %, 64.7 %, 50 %, and 50.9 %, respectively, of CFOs use the payback period as their favorite tool. [...] In Europe, following the payback period criterion are the NPV [Net Present Value (Kapitalwertmethode), R. M.] and IRR methods [Internal Rate of Return (interner Zinsfuß), R. M.]. In the UK, Netherlands, Germany, and France 53.1 %, 56.0 %, 42.2 %, and 44.1 %, respectively, of all CFOs use the IRR method, while 47.0 %, 70.0 %, 47.6 %, and 35.1 % of all CFOs in these countries rely on the NPV method.“<sup>457</sup> Zudem weisen CARR und TOMKINS auf Grundlage einer Untersuchung strategisch bedeutsamer Investitionen bei 71 Automobilzulieferern aus den USA, Großbritannien, Japan und Deutschland nach, dass für 52 % der befragten deutschen Finanzmanager die Amortisationsrechnung das wichtigste Bewertungsverfahren darstellt, während der Anteil für US-amerikanische Finanzmanager bei 14 % liegt.<sup>458</sup>

Neben den genannten Hinweisen darauf, dass Realinvestitionen teilweise lediglich rein intuitiv bewertet werden, ist insbesondere der Beleg, dass die Vorteilhaftigkeit geplanter Realinvestitionen in der Praxis des Finanzmanagements nicht selten über eine Berechnung der Amortisationsdauer erfolgt, kritisch zu beurteilen. Die Berechnung der Amortisationsdauer weist im Vergleich zur Methode des internen Zinsfußes und im Vergleich zur Kapitalwertmethode deutliche Nachteile auf.<sup>459</sup> Zum einen werden beim Verfahren der Amortisationsdauer die von dem jeweiligen Zeitpunkt eines Zahlungsstromes abhängigen Kapitalkosten ignoriert. Zum anderen werden lediglich Zahlungseingänge bis zum sogenannten Cutoff Date prognostiziert. Alle nach diesem Zeitpunkt erfolgenden Zahlungseingänge werden vernachlässigt. Daraus erwächst die Gefahr, dass die Bewertung geplanter Realinvestitionen mit erheblichen Fehleinschätzungen behaftet ist. Folglich liegt ein Defizit der Inputrationalität im Rahmen des Anlagemanagements vor.

### ***Ursachen***

Die dargestellten Ergebnisse zeigen, dass sich das Handeln von Finanzmanagern in der Praxis nicht allein anhand der Annahme eines stets rational handelnden Individuums erklären lässt.

---

<sup>456</sup> Vgl. Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 71 f.

<sup>457</sup> Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 81.

<sup>458</sup> Vgl. Carr/Tomkins (1998), S. 221.

<sup>459</sup> Vgl. stellvertretend für viele Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 151 f.; Grinblatt/Titman (1998), S. 348; Graham/Harvey (2001), S. 200; Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 81.

Dass Finanzmanager teilweise gar keine Beurteilung vornehmen oder auch Bewertungen auf der Basis von Investitionsrechenverfahren herleiten, die Fehler zur Folge haben, lässt sich nicht auf der Grundlage eines Rationalitätskalküls erklären.<sup>460</sup> Über die Ursachen dieses Defizits geben jedoch das eigeninteressierte Handeln und kognitive Beschränkungen der Finanzmanager Aufschluss.

Hinsichtlich der Ursachenkategorie *eigeninteressierten Handelns*, die eine Annahme darstellt, die bereits im Kern des RREEMM-Modells getroffen wird, ist in Erwägung zu ziehen, dass Finanzmanager auf die Bewertung eines Realinvestitionsvorhabens verzichten oder auch eine auf der Basis vereinfachender Verfahren fehlerhafte Bewertung vornehmen, wenn dies dem Zweck dient, Realinvestitionen entweder rentabler oder auch weniger rentabel erscheinen zu lassen. Die Verfolgung des Zwecks, eine Realinvestition rentabler erscheinen zu lassen, steht im Einklang mit dem in Kapitel 3.2.1.2.1.1 diskutierten Defizit der Überinvestition. Entsprechend dieser Argumentation kann der Verzicht auf den Einsatz von Investitionsrechenverfahren oder auch die fehlerhafte Bewertung als ein Folgedefizit der Überinvestition verstanden werden.<sup>461</sup> Eine beschönigende Darstellung der Rentabilität dient der Durchführung möglichst vieler Investitionen und mittelbar der Verfolgung persönlicher Konsum-, Karriere- oder Risikopräferenzen der Finanzmanager. Gegebenenfalls wird dieser Zweck in Kollusion mit dem Manager des operativen Bereichs verfolgt, der die zu beurteilende Realinvestition initiiert hat.

Der Zweck, eine Realinvestition weniger rentabel erscheinen zu lassen, korrespondiert mit dem Rationalitätsdefizit einer unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen, das in Kapitel 3.2.1.2.1.2 behandelt wurde. Gemäß dieser Darstellung liegt die Durchführung von Finanzinvestitionen noch stärker im Eigeninteresse des Finanzmanagers als die Durchführung von Realinvestitionen. Sieht der Finanzmanager in Zeiten einer – wenn auch nur kurzfristig auftretenden – negativen Entwicklung des Kerngeschäfts die Chance zur vereinfachten Umsetzung der von ihm präferierten Finanzinvestitionen, so kann der Verzicht auf eine Bewertung oder auch eine fehlerhafte Bewertung, durch die das entsprechende Investitionsvorhaben weniger rentabel erscheint, den Konsum-, Karriere- und Zeitpräferenzen des jeweiligen Finanzmanagers dienlich sein.<sup>462</sup> Die rentabilitätsmindernde Darstellung einer Realinvestition ist

---

<sup>460</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 40 f.

<sup>461</sup> Auch eine Wirkung in umgekehrter Richtung ist möglich.

<sup>462</sup> Speziell in Bezug auf abweichende Karrierepräferenzen ist mit dem Fall zu rechnen, dass Finanzmanager den Karriereaussichten konkurrierender Manager des operativen Bereichs einen Schaden zufügen.

hierbei als Folgedefizit einer unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen zu verstehen.<sup>463</sup>

Darüber hinaus lassen sich rein intuitive Bewertungen oder auch Bewertungen auf Basis vereinfachender Investitionsrechenverfahren schlicht als eine Form arbeitsscheuen Verhaltens auffassen.<sup>464</sup> So verkürzt der Verzicht auf die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit oder auch die Wahl vereinfachender Methoden zum einen den Arbeitsaufwand der Finanzmanager.<sup>465</sup> Zum anderen kann die Reduktion des Arbeitsleids dadurch Bedeutung erlangen, dass der Finanzmanager genau dann auf die Durchführung einer Bewertung verzichtet oder auf ein vereinfachtes Bewertungsverfahren zurückgreift, wenn dadurch die Befürwortung einer Realinvestition herbeigeführt werden kann. Hierdurch können aufwendige Konflikte mit dem die Realinvestition initiiierenden Manager eines operativen Bereichs vermieden werden.<sup>466</sup>

Die Bedeutung der genannten Ursachen ist jedoch einzuschränken. Die Untersuchung von GRAHAM und HARVEY zeigt, dass diejenigen Finanzmanager, die in größerem Umfang mit eigenem Vermögen Anteile an dem Unternehmen halten, für das sie arbeiten, verstärkt zum Einsatz vereinfachender Verfahren neigen.<sup>467</sup> Dieses Ergebnis spricht dafür, dass in kognitiven Beschränkungen von Finanzmanagern ein größeres Erklärungspotential zu sehen ist.

Hinsichtlich der Ursachenkategorie *kognitiver Beschränkungen* der Finanzmanager sind Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* in Betracht zu ziehen. Innerhalb dieser Komponente des RREEMM-Modells erklären Wissensbeschränkungen die Vernachlässigung des Einsatzes der Kapitalwertmethode zur Beurteilung von Realinvestitionen.<sup>468</sup> Da Finanzmanager als Experten im Einsatz von und Umgang mit finanzwissenschaftlich geprägten Investitionsrechenverfahren gelten, mag diese Erklärung zunächst etwas fern erscheinen. Für die Relevanz einer auf Wissensbeschränkungen basierenden Erklärung müssen jedoch die Unsicher-

---

<sup>463</sup> Wie in Fußnote 461 erwähnt, ist auch hier eine Wirkung in umgekehrter Richtung möglich. Ergänzend sei darauf hingewiesen, dass der Verzicht auf eine Bewertung oder auch die fehlerhafte Bewertung von Realinvestitionen zudem als Folgedefizit des in Kapitel 3.2.1.2.1.3 diskutierten Defizits unangemessener Zeithorizonte verstanden werden kann, wenn hierdurch der Finanzmanager diejenigen Realinvestitionen rentabler erscheinen lassen kann, deren Zeithorizonte dem Eigeninteresse des Finanzmanagers dienlich sind. Auch dieser Zusammenhang kann in umgekehrter Richtung wirksam sein.

<sup>464</sup> Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 47, Fußnote 22.

<sup>465</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 35.

<sup>466</sup> Bei der Verfolgung des Zwecks, eine Realinvestition weniger rentabel erscheinen zu lassen, besitzt dieses Argument kein Gewicht. Der provozierte Konflikt mit Managern des operativen Bereichs würde das Arbeitsleid des Finanzmanagers nicht reduzieren, sondern erhöhen.

<sup>467</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 198.

<sup>468</sup> Die Analyse und Begründung von Schwachstellen im Investitionsbereich, die von BLOHM und LÜDER vorgestellt wird, unterstützt die Annahme einer hohen Bedeutung von Wissensbeschränkungen. Vgl. Blohm/Lüder (1991), S. 46 f., sowie Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 39. Vgl. darüber hinaus Arnold (2005), S. 71.

heiten und Voraussetzungen berücksichtigt werden, die im Zusammenhang mit der Anwendung der Kapitalwertmethode stehen.<sup>469</sup>

Demnach impliziert die Kapitalwertmethode zum einen, dass lediglich eine Entscheidung in der Form „jetzt oder nie“ zu treffen ist, bei dem das Spektrum der vielzähligen Möglichkeiten zur Veränderung und Einflussnahme auf ein Investitionsprojekt ausgeblendet wird. Zum anderen abstrahiert die Kapitalwertmethode von möglichen Interaktionsproblemen, die im Abstimmungsprozess eines Investitionsvorhabens auftreten können. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte konstatieren ARYA, FELLINGHAM und GLOVER: „In practice uncertainty, information asymmetry problems, and multi-period, multi-project considerations greatly complicate capital budgeting [...]“.<sup>470</sup>

Die grundsätzliche Vorstellung, dass praktische Probleme die Umsetzung finanzwissenschaftlicher Methoden potentiell behindern, lässt sich außerdem durch ein Ergebnis der bereits zitierten Studie von TRAHAN und GITMAN<sup>471</sup> stützen: „The weighted-average responses indicate that the most important barrier [to the use of sophisticated financial management decision-making techniques, R. M.] is that the underlying assumptions are unrealistic; second most important is the difficulty of explaining the technique to top management; and third most important is a tie between difficulty of application and that the required inputs cannot be obtained.“<sup>472</sup>

Somit kann gefolgert werden, dass die Anwendung der Kapitalwertmethode eine herausfordernde Aufgabe darstellt, zu deren Bewältigung unter Umständen finanzwirtschaftliches Wissen notwendig ist, über das nicht alle Finanzmanager verfügen.<sup>473</sup> Darüber hinaus ist anzunehmen, dass nicht alle Finanzmanager sich der Vorteile des Einsatzes der Kapitalwertmethode gegenüber Amortisationsrechnungen bewusst sind. Die Relevanz der geführten Argumentation wird durch das von GRAHAM und HARVEY ermittelte Ergebnis bekräftigt, dass komplexitätsreduzierende Verfahren zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben insbesondere von CFO eingesetzt werden, die keinen MBA-Abschluss aufweisen.<sup>474</sup> Dies veranschaulicht zudem die

---

<sup>469</sup> Zur eingehenden Diskussion einer Fehlanwendung der Kapitalwertmethode vgl. das folgende Kapitel 3.2.1.2.2.2.

<sup>470</sup> Arya/Fellingham/Glover (1998), S. 500.

<sup>471</sup> Vgl. Fußnote 452.

<sup>472</sup> Trahan/Gitman (1995), S. 77 f.

BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK weisen nach, dass die von ihnen befragten europäischen CFO insbesondere dann ein vereinfachendes Investitionsrechenverfahren einsetzen, wenn der CFO des jeweiligen Unternehmens keinen MBA-Abschluss aufweist. Vgl. Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 81-84.

<sup>473</sup> Offenkundig erklärt die Betonung des erforderlichen Wissens eine parallele Anwendung unterschiedlicher Investitionsrechenverfahren, sie rechtfertigt jedoch keinesfalls eine Vernachlässigung oder auch den kompletten Verzicht auf die Anwendung der Kapitalwertmethode. Vgl. Arya/Fellingham/Glover (1998), S. 500.

<sup>474</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 200.

nachhaltige Wirksamkeit erfahrungsabhängig gebildeter mentaler Modelle im Handeln von Finanzmanagern.

### **Fazit**

Die Diskussion hat gezeigt, dass Finanzmanager auf die angemessene Beurteilung einer Realinvestition verzichten, wenn sie damit die im Abschnitt zur Überinvestition (Kapitel 3.2.1.2.1.1) und im Abschnitt zur unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen (Kapitel 3.2.1.2.1.2) genannten Interessen verfolgen können. Ebenso besteht auch ein Zusammenhang in umgekehrter Richtung. So können sowohl die Überinvestition als auch die Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen als Folgedefizit einer fehlerhaften Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen verstanden werden.<sup>475</sup> Zudem spricht die Erörterung für die Annahme, dass Wissensbeschränkungen und mentale Modelle das erarbeitete Defizit erklären können.

### **3.2.1.2.2 Fehlerhafte Anwendung der Kapitalwertmethode zur Beurteilung von Realinvestitionen**

#### **Defizit**

Während der letzte Abschnitt dem Defizit einer Vernachlässigung der Kapitalwertmethode gewidmet war, wird im Folgenden belegt und erklärt, dass auch eine Fehlanwendung dieser Methode ein relevantes Rationalitätsdefizit im Handeln der Finanzmanager darstellt.

Eine empirische Untersuchung von DRURY und TAYLES zeigt relevante Fehlanwendungen der Kapitalwertmethode auf und deutet darauf hin, dass ein fehlerhafter Einsatz sogar weit verbreitet ist.<sup>476</sup> Insbesondere belegt die Studie, dass bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungseingänge einer Realinvestition inflationsbedingte Einflüsse nicht angemessen berücksichtigt werden. Da sich die Inflation sowohl auf die zukünftigen Zahlungseingänge als auch auf die zu berücksichtigende Diskontierungsrate auswirkt, liegt ein Rationalitätsdefizit vor, wenn nur in einer dieser beiden Größen eine Bereinigung um die Inflation vorgenommen wird. Die Untersuchung belegt, dass 73 % der Befragten entweder nur die zukünftigen Zahlungseingänge oder nur die Diskontie-

---

<sup>475</sup> Analog kann auch ein in beide Richtungen wirkender Zusammenhang zu dem in Kapitel 3.2.1.2.1.3 diskutierten Defizit unangemessener Zeithorizonte bei Investitionen hergestellt werden.

<sup>476</sup> Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 86.

Die Ergebnisse der Studie leiten sich aus einer schriftlichen, fragebogengestützten Untersuchung des Einsatzes von Investitionsrechenverfahren in Großbritannien ab. An der Befragung nahmen Management Accountants aus 303 Industrieunternehmen teil, deren Umsätze einen Wert von 10 Mio. britischen Pfund übersteigen. Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 86.

Für weitere Hinweise auf die Relevanz des genannten Fehlers vgl. Brealey/Myers/Allen (2006), S. 116-118.

rungrate um die Inflation bereinigen.<sup>477</sup> Der erste Fall führt zu einer Unterschätzung, der zweite zu einer Überschätzung des tatsächlichen Net Present Value einer Realinvestition.<sup>478</sup>

Neben der genannten Studie stellen BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS eine Befragung vor, in der insbesondere die zum Einsatz der Kapitalwertmethode erforderliche Bestimmung der Diskontierungsrate empirisch untersucht wird.<sup>479</sup> Als Diskontierungsfaktor dienen in der Regel die Weighted Average Cost of Capital (WACC), die eine gewichtete Funktion der Eigen- und Fremdkapitalkosten darstellen. In Bezug auf die Identifikation von Rationalitätsdefiziten ist das in der Studie untersuchte praktische Vorgehen zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten von besonderem Interesse. Hierbei führen die befragten Unternehmen regelmäßig eine aus dem CAPM abgeleitete Rechnung durch.<sup>480</sup> Für alle drei zur Durchführung einer Rechnung auf der Basis des CAPM erforderlichen Parameter decken BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS auf, dass die Bestimmung dieser Größen in der Praxis erhebliche Variationen aufweist.<sup>481</sup> Die Mannigfaltigkeit der Quellen, auf die zur Bestimmung des risikofreien Zinssatzes, des  $\beta$ -Faktors der Aktientitel sowie der Risikoprämie des Marktes zurückgegriffen wird, führt dazu, dass sich die Berechnung der Eigenkapitalkosten und dadurch bedingt der WACC in einem breiten Spektrum bewegt und potentiell Fehler aufweist.<sup>482</sup> ARNOLD urteilt zusammenfassend: „Despite years of academic expounding on the virtues of WACC and extensive managerial education, a significant minority of firms do not calculate a WACC for use in capital investment appraisal. Fur-

---

<sup>477</sup> Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 88 f.

<sup>478</sup> Innerhalb der Gruppe der Befragten, die inflationsbedingte Einflüsse unangemessen berücksichtigen, tritt der Fall der Unterschätzung des Net Present Value bei einem Anteil von rund zwei Dritteln und der Fall der Überschätzung bei einem Anteil von rund einem Drittel auf. Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 88 f.

<sup>479</sup> Die Ergebnisse der Untersuchung basieren auf telefonischen Interviews mit den Finanzverantwortlichen von 27 großen US-amerikanischen Unternehmen, die in dem Ruf stehen, eine große finanzwirtschaftliche Expertise zu besitzen. Die in diesen Interviews getroffenen Aussagen werden von den Autoren mit den – ebenfalls in telefonischen Interviews ermittelten – Aussagen von zehn Vertretern namhafter Finanzdienstleistungsunternehmen sowie den Aussagen aus sieben Standardwerken der finanzwissenschaftlichen Literatur verglichen. Vgl. Bruner et al. (1998), S. 14 f.

<sup>480</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 15 f.

Neben der Studie von BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS ergründen auch die bereits an früherer Stelle genannten Untersuchungen von GRAHAM und HARVEY sowie BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK unter anderem die Frage, welche Methode CFO einsetzen, um speziell die Eigenkapitalkosten zu bestimmen. Auch in diesen Studien zeigt sich die Dominanz des CAPM. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 201-209, sowie Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 84 f.

<sup>481</sup> Für eine detaillierte Darstellung vgl. Bruner et al. (1998), S. 15-22.

<sup>482</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 22 f.

Die Ergebnisse der Studie von BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS unterstützend konstatiert SHEFRIN speziell mit Blick auf die Bestimmung der Risikoprämie des Marktes: „Most managers and investors form their impressions of market risk and return based on their own experiences and their own sense of market history.“ Shefrin (2007), S. 64.



thermore [...] many firms that calculate a WACC do not follow the prescribed methods.<sup>483</sup> Die genannten Belege rechtfertigen somit die Annahme von Defiziten der Input- und Prozessrationalität.

### ***Ursachen***

Die fehlerhafte Anwendung der Kapitalwertmethode zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen lässt sich gleichermaßen über das eigeninteressierte Handeln wie auch kognitive Beschränkungen der Finanzmanager begründen. Als mögliche Ursachen der Kategorie ***eigeninteressierten Handelns*** lassen sich – wie schon bei der Diskussion des letzten Defizits (Kapitel 3.2.1.2.2.1) – die beiden Fälle in Betracht ziehen, dass Finanzmanager eine fehlerhafte Berechnung des Net Present Value bewusst vornehmen, um die zu beurteilende Realinvestition entweder rentabler oder weniger rentabel erscheinen zu lassen. Sowohl die Durchführung weiterer, auch wenig rentabler Realinvestitionen auf der einen Seite als auch vermehrter Finanzinvestitionen auf Kosten eigentlich rentablerer Realinvestitionen auf der anderen Seite kann der Befriedigung persönlicher Bedürfnisse der Finanzmanager dienen. Dieser Argumentation folgend trägt die Manipulation des Net Present Value zur Erfüllung der bei der Überinvestition und der unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen erwähnten Konsum-, Karriere-, Risiko- und Zeitziele der Finanzmanager bei.<sup>484</sup>

Die empirischen Nachweise, dass der ermittelte Net Present Value einer Realinvestition häufig das Ergebnis einer fehlerhaft angewandten Kapitalwertmethode darstellt, zeigen darüber hinaus, dass Finanzmanager in der Wahrnehmung ihrer Aufgaben die erforderliche Sorgfalt vermissen lassen. Eine fehlerhafte Rechnung ist in diesem Sinne als eine Form arbeitsscheuen Verhaltens zu begreifen. Die mangelnde Sorgfalt verkürzt den Arbeitstag und reduziert somit das Arbeitsleid des Finanzmanagers.

---

<sup>483</sup> Arnold (2005), S. 239.

Einen fehlerhaften Einsatz der WACC im Kontext von Akquisitionen können darüber hinaus MUKHERJEE, KIYMAZ und BAKER empirisch bestätigen, die 721 US-amerikanische Akquisitionen im Zeitraum von 1990 bis 2001 analysieren: „Perhaps the most surprising finding is that although firms often define merger cash flows as the equity cash flows from the target, the discount rate used by the acquiring firms is their own WACC rather than the targets’ cost of equity. This finding reflects one of the most persistent bad practices in valuing M&As and might lead to overpayment to targets.“ [Im Original kursiv], Mukherjee/Kiyamaz/Baker (2004), S. 7.

<sup>484</sup> Wie schon im Rahmen der Diskussion in Kapitel 3.2.1.2.2.1 ist auch an dieser Stelle darauf hinzuweisen, dass eine Manipulation der Rechnung mit der Kapitalwertmethode vorgenommen werden kann, um Realinvestitionen mit präferierten Zeithorizonten rentabler erscheinen zu lassen. Vgl. Fußnote 463.

Des Weiteren sei erwähnt, dass umgekehrt auch die fehlerhafte Anwendung der Kapitalwertmethode das Defizit der Überinvestition, der unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen sowie der Orientierung an fehlerhaften Fristigkeiten bei Investitionen zur Folge haben kann. Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.

Mit Blick auf *kognitive Beschränkungen* von Finanzmanagern sind Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* zu berücksichtigen. So lassen sich die von DRURY und TAYLES vorgestellten Studienergebnisse als schlichte Unkenntnis der Finanzmanager und somit als eine Ausprägung von Wissensbeschränkungen erklären. Aus der Unkenntnis über Verzerrungen, die sich aus der Bereinigung entweder nur der prognostizierten Cash Flows oder nur der zugrundegelegten Diskontierungsrate der Rechnung um die inflationsbedingten Einflüsse ergeben, resultiert ein Zusammenhang mit dem Defizit unangemessener Fristigkeiten von Investitionen (Kapitel 3.2.1.2.1.3). Suboptimale Fristigkeiten bei der Durchführung von Realinvestitionen können als Konsequenz einer fehlerhaften Behandlung der Inflation in der Kapitalwertmethode verstanden werden. Werden in der Rechnung lediglich die prognostizierten Cash Flows um die Inflation bereinigt, so ergibt sich eine Unterschätzung der Rentabilität, die umso stärker ausgeprägt ist, je längerfristig die zu beurteilende Alternative ist. Im Ergebnis werden kurzfristige Realinvestitionen systematisch bevorzugt.<sup>485</sup>

Auch die in der Studie von BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS dokumentierten Ergebnisse können über Wissensbeschränkungen der Finanzmanager erklärt werden. Die Auswahl und Festlegung adäquater Rechnungsgrößen der Kapitalwertmethode setzt Wissen voraus, das nicht in den komplexitätsreduzierenden mentalen Modellen aller Finanzmanager verankert ist.

Das breite Spektrum der für die Bestimmung der Parameter zu berücksichtigenden Quellen legt darüber hinaus die Wirksamkeit der Verfügbarkeitsheuristik und der Bestätigungsverzerrung nahe. Eine Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik hat zur Konsequenz, dass lediglich die gerade verfügbaren beziehungsweise abrufbaren Informationen Eingang in eine Rechnung auf der Basis der Kapitalwertmethode finden. Zudem können die wahrgenommenen und in der Rechnung verwendeten Informationen in der Weise verzerrt sein, dass diese im Einklang mit den Einstellungen, Werten und Meinungen sowie dem Eigeninteresse der Finanzmanager stehen (Bestätigungsverzerrungen).

Schließlich sind bei der durch Finanzmanager vorgenommenen Festlegung von Parametern, über die die Kapitalkosten berechnet werden, auch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* zu berücksichtigen. Innerhalb dieser Komponente des RREEMM-Modells ist von einer Wirksamkeit des Overconfidence- und Optimismus-Effekts auszugehen. Gemäß empirischen Studienergebnissen, die HARVEY präsentiert, liegt beispielsweise die durchschnitt-

---

<sup>485</sup> Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 88.

Wenn allein die Diskontierungsrate in der Rechnung um die Inflation bereinigt wird, so ergibt sich hieraus eine Überschätzung der Rentabilität, die – gleichfalls – in einem umso größeren Ausmaß auftritt, je längerfristig die zu bewertende Investition ist. In diesem Fall werden in der Konsequenz die längerfristigen Realinvestitionen systematisch favorisiert.

liche Risikoprämie des Marktes bei etwa 20 %, während Finanzmanager ihren Rechnungen üblicherweise eine Risikoprämie von etwa 6 % bis 7 % zugrunde legen.<sup>486</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Finanzmanager auch im Falle einer Anwendung der Kapitalwertmethode nicht vor Rationalitätsdefiziten gefeit sind. Das eigeninteressierte Handeln und kognitive Beschränkungen können erklären, dass entsprechend empirischen Studienergebnissen häufig fehlerhafte Berechnungen der Vorteilhaftigkeit von Realinvestitionen vorgenommen werden.

Da das CAPM nicht nur zur Berechnung des Diskontierungsfaktors eingesetzt wird, sondern auch eine wichtige Hilfe bei der Beurteilung von Finanzanlagen beziehungsweise von Investitionen in Form einer Unternehmensakquisition leistet, gilt die dargelegte Argumentation analog für den Bereich der Gestaltung von Finanzinvestitionen.<sup>487</sup> Auf eine Erörterung dieser Defizite kann in Kapitel 3.2.1.2.3 verzichtet werden.

### **3.2.1.2.3 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Finanzinvestitionen**

Nach der Analyse von Rationalitätsdefiziten, die speziell der Umsetzung rentabler Realinvestitionen entgegenstehen, werden im Folgenden charakteristische Rationalitätsdefizite bei der Planung und Durchführung von Finanzinvestitionen erörtert.<sup>488</sup>

#### **3.2.1.2.3.1 Unangemessene Haltedauer von Finanztiteln**

### **Defizit**

Im Bereich übergreifender Aufgaben zur Gestaltung des Anlagemanagements wurde bereits darauf hingewiesen, dass sich Finanzmanager an unangemessenen Zeithorizonten bei der Pla-

---

<sup>486</sup> Vgl. Harvey (2002), S. 94. Die Ergebnisse beziehen sich auf eine quartalsweise durchgeführte Befragung der Finanzmanager US-amerikanischer Unternehmen und umfassen den Zeitraum vom zweiten Quartal des Jahres 2000 bis zum dritten Quartal des Jahres 2001. Insgesamt werden über 1.200 Fragebögen ausgewertet Vgl. Harvey (2002), S. 92.

Mit Bezug zum Defizit der Überinvestition vgl. ähnlich Spremann (2005), S. 210.

<sup>487</sup> Lediglich die Ursache, dass Finanzmanager möglicherweise im Konflikt oder auch in Kollusion mit dem Manager des operativen Bereichs, der die zu beurteilende Realinvestition initiiert hat, das Ergebnis der Bewertung bewusst manipulieren, erübrigt sich im Kontext der Finanzinvestitionen, da der Finanzmanager in der Regel eine Finanzinvestition selbst initiiert und durchsetzt.

<sup>488</sup> Die Gestaltung von Finanzinvestitionen stellt einen Teilaufgabenbereich dar, in dem ein Finanzmanager als Investor auf den Finanz- und Kapitalmärkten agiert. Daraus ergibt sich, dass die Ableitung von Rationalitätsdefiziten – entgegen den sonstigen Ausführungen zu Rationalitätsdefiziten der Finanzmanager – im Einklang mit dem Irrational Investors Approach steht. Vgl. Fußnote 386.

nung und Durchführung von Investitionen orientieren.<sup>489</sup> Erkenntnisse im Rahmen des Irrational Investors Approach der Behavioral Finance-Forschung belegen,<sup>490</sup> dass Investoren auf Finanz- und Kapitalmärkten spezifische Rationalitätsdefizite aufweisen, die speziell bei der Gestaltung der finanziellen Anlage in Erscheinung treten und ebenfalls in einem Zusammenhang zum zeitlichen Horizont der Anlage stehen. Diese Rationalitätsdefizite üben einen negativen Einfluss auf Kauf- und Verkaufsentscheidungen von Finanztiteln allgemeiner Investoren aus und werden im Folgenden auf die Gruppe der Finanzmanager übertragen.<sup>491</sup>

Empirisch nachweisbare Rationalitätsdefizite bei der Gestaltung der finanziellen Anlage, die im Zusammenhang mit der Haltedauer von Finanztiteln stehen, zeigen zwei Erscheinungsformen. Zum einen liegt eine defizitäre finanzielle Anlage vor, wenn Finanzmanager systematisch Anlageformen meiden, die lediglich in einer längerfristigen Perspektive finanziellen Erfolg versprechen, kurzfristig jedoch mit der Hinnahme von Verlusten verbunden sein können. Die Identifikation dieses Defizits geht auf Forschungsbemühungen zurück, eine Erklärung für das in der Literatur als Equity Premium Puzzle bezeichnete Phänomen zu finden.<sup>492</sup> Dabei legen Investoren allgemein auf den Finanz- und Kapitalmärkten einen auf der Grundlage historischer Daten unerklärbar hohen Anteil ihres Kapitals in Anleihen statt in Aktientiteln an. Einen empirisch fundierten Beleg hierfür leisten beispielsweise HAIGH und LIST, wie im Folgenden noch näher auszuführen sein wird.<sup>493</sup>

Zum anderen ist die Wahl der von Finanzmanagern bestimmten Haltedauer ökonomisch nicht zu rechtfertigen, wenn systematisch diejenigen Finanztitel, die eine gute Performance aufweisen, zu früh und diejenigen Finanztitel, die sich negativ entwickeln, zu spät verkauft werden. Anders formuliert bevorzugen Investoren im Allgemeinen die Realisierung von Gewinnen gegenüber der Realisierung von Verlusten. Dieses Defizit wird in der Literatur als Disposition Effect bezeichnet.<sup>494</sup> Ihn weisen SHEFRIN und STATMAN in einer großzahligen Datenanalyse nach.<sup>495</sup>

---

<sup>489</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.3.

<sup>490</sup> Zur Einteilung der Behavioral Finance-Forschung vgl. die Ausführungen in Kapitel 2.3.2.

<sup>491</sup> Eine weitergehende Analogie würde darin bestehen, Rationalitätsdefizite allgemeiner Investoren bei der Gestaltung der finanziellen Anlage nicht nur auf die Gruppe der Finanzmanager, sondern zusätzlich auch noch auf die Gestaltung der realinvestiven Anlage zu übertragen. Ein solcher Analogieschluss erscheint jedoch auf der Basis des aktuellen Forschungsstandes zu weitgehend und soll deshalb nicht näher verfolgt werden.

<sup>492</sup> Zum Equity Premium Puzzle vgl. Camerer (2004), S. 150 und die dort angegebene Literatur.

<sup>493</sup> Vgl. Haigh/List (2005).

<sup>494</sup> Zum Disposition Effect vgl. auch Camerer (2004), S. 150 f. und die dort angegebene Literatur.

<sup>495</sup> Die Autoren zeigen, dass die ökonomisch nicht zu rechtfertigende Abneigung gegenüber der Realisierung von Verlusten lediglich in Investitionszeiträumen des Monats Dezember nicht bestätigt werden kann. Dies lässt sich über die Nutzung von Steuervorteilen im Dezember erklären. Vgl. Shefrin/Statman (1985), S. 777 f. und 788-790.

Anhand großzahliger Daten eines Finanzdienstleisters belegt auch ODEAN den Disposition Effect und dessen nachteilige Wirkung auf die Rentabilität der finanziellen Anlage.<sup>496</sup>

### **Ursachen**

Die Vernachlässigung von Finanztiteln, die eine höhere Volatilität aufweisen und somit kurzfristige Verluste befürchten lassen, sowie das Phänomen des Disposition Effects stehen im Widerspruch zur Annahme rationalen Handelns. Im Folgenden wird zu ergründen sein, inwiefern das eigeninteressierte Handeln und kognitive Beschränkungen von Finanzmanagern die genannten Defizite erklären können.<sup>497</sup>

Die Ursachenkategorie *eigeninteressierten Handelns* bietet die Möglichkeit, eine zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtete Anlagestrategie zu plausibilisieren. So kann insbesondere unter der Annahme abweichender Risikopräferenzen erklärt werden, weshalb allgemein Investoren und analog Finanzmanager gerade in Zeiten einer guten wirtschaftlichen Entwicklung eine übertrieben konservative Anlagestrategie verfolgen, bei der systematisch Anlageformen vermieden werden, die eine Hinnahme auch lediglich kurzfristig eintretender Verluste bedeuten kann. Auf der Basis abweichender Zeitpräferenzen ist auch damit zu rechnen, dass Anlageformen, die eine größere Sicherheit hinsichtlich der Realisierung kurzfristiger Erfolge bieten, von Finanzmanagern favorisiert werden. Eine Ursachenergründung des Disposition Effects auf der Basis der bereits im Kern des RREEMM-Modells getroffenen Annahme eigeninteressierten Handelns bietet demgegenüber keinen Erklärungsgehalt.

Ursachenergründungen im Bereich *kognitiver Beschränkungen* können zunächst an Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* ansetzen. So leistet im Hinblick auf den Disposition Effect die Anwendung der Repräsentativitätsheuristik einen Erklärungsbeitrag. Innerhalb der unterschiedlichen Ausprägungsformen der Repräsentativitätsheuristik besitzt das Phänomen einer Regression zur Mitte im gegebenen Kontext eine besondere Bedeutung. Übertragen auf die in der vorliegenden Untersuchung relevante Gruppe der Finanzmanager führt

---

<sup>496</sup> ODEAN testet Hypothesen des Disposition Effects anhand von Daten, die die Investitions- beziehungsweise Desinvestitionsentscheidungen für 10.000 Depots einer großen Bank im Zeitraum von 1987 bis 1993 wiedergeben. Neben einer Bestätigung der aus steuerlichen Gründen motivierten Realisierung von Verlusten für den Monat Dezember kann auch ODEAN belegen, dass die untersuchten Investoren grundsätzlich eine starke Präferenz zur Realisierung von Gewinnen statt Verlusten besitzen. Vgl. Odean (1998a), S. 1775 f., 1779 und 1795-1797.

Neben den beispielhaft genannten Studien von SHEFRIN und STATMAN sowie ODEAN weisen auch HEISLER (vgl. Heisler (1994)), GRINBLATT und KELOHARJU (vgl. Grinblatt/Keloharju (2000)) sowie SHAPIRA und VENEZIA (vgl. Shapira/Venezia (2001)) den Disposition Effect nach.

<sup>497</sup> Neben den im Folgenden genannten Ursachen einer zu stark am kurzfristigen Erfolg orientierten finanziellen Anlage sind ferner die bereits im Kontext von Kapitel 3.2.1.2.1.3 aufgeführten Gründe zu kurzfristiger Zeithorizonte im Anlagemanagement in Betracht zu ziehen.

dieses Phänomen zu dem Glauben der Finanzmanager, dass sich Wertpapiere aus dem Gewinnbereich zukünftig negativ und Wertpapiere aus dem Verlustbereich zukünftig positiv entwickeln müssten.<sup>498</sup> Trifft ein Finanzmanager auf der Basis dieser Heuristik Entscheidungen über Investitionen beziehungsweise Desinvestitionen, dann folgt hieraus eine dem Disposition Effect entsprechende – und gleichzeitig die Rentabilität mindernde – Strategie der finanziellen Anlage.<sup>499</sup>

Neben kognitiven Beschränkungen der resourceful-Annahme erklären Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* das Defizit unangemessener Haltedauern bei der Gestaltung der finanziellen Anlage.

Die Erklärung einer unangemessenen Vernachlässigung langfristig erfolgreicher Finanztitel kann am Immediately-Effekt ansetzen. Finanzmanager, die schnell eintretende Gewinne überproportional hoch bewerten, bewirken hierdurch die Umsetzung einer suboptimalen Anlagestrategie. Ebenfalls im Kontext der die evaluating-Annahme erweiternden kognitiven Beschränkungen ist von der Relevanz der Verlustaversion und der Bedeutung des Mental Accountings auszugehen. Insbesondere aus der Verknüpfung dieser beiden Effekte erklärt sich eine zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtete Anlagestrategie. HAIGH und LIST bezeichnen diese Verknüpfung als Myopic Loss Aversion und illustrieren ihre Relevanz auf der Basis einer experimentellen Untersuchung.<sup>500</sup> Die Subjektauswahl des Experiments umfasst eine Gruppe professioneller Investoren und eine aus Studenten bestehende Kontrollgruppe. Das Experiment bestätigt, dass Investoren im Verlustbereich entsprechend der Verlustaversion eine größere Sensibilität aufweisen als im Gewinnbereich und dem Effekt des Mental Accountings entsprechend Gewinne und Verluste eines Finanztitels getrennt von der Entwicklung eines anderen Finanztitels bewerten. In der Folge ergibt sich eine Anlagestrategie, die durch eine Vernachlässigung von Investitionen in Finanztitel geprägt ist, bei denen mit der Möglichkeit (auch lediglich) kurzfristig eintretender Verluste zu rechnen ist. Verluste mit einem Finanztitel würde ein Investor als sehr schmerzlich empfinden und nicht angemessen mit Gewinnen anderer Finanztitel aufrechnen. Bemerkenswert ist insbesondere das von HAIGH und LIST ermittelte Ergebnis, dass die Gruppe der professionellen Investoren noch stärker als die studentische Kontrollgruppe das Phänomen der Myopic Loss Aversion aufweist: „[W]e do indeed find behavioral differences between professionals and students, but rather than discovering that the anomaly is muted, we find that traders exhibit behavior consistent with MLA [Myopic Loss Aversion, R. M.] to a *greater* extent than stu-

---

<sup>498</sup> Dieser Zusammenhang kann auch als Glaube an eine Short-Term Mean Reversion bezeichnet werden.

<sup>499</sup> Für empirische Evidenzen dieses Erklärungsmusters vgl. Odean (1998a).

<sup>500</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Haigh/List (2005), S. 523, 525 und 530 f.

dents.“<sup>501</sup> Die empirische Evidenz, dass finanzielle Anlagen professioneller Investoren an einer zu kurzfristigen Perspektive ausgerichtet sind, lässt erwarten, dass auch die von Finanzmanagern gestalteten Finanzinvestitionen dieses Defizit aufweisen. Die Argumentation auf der Basis der Myopic Loss Aversion plausibilisiert diesen Analogieschluss.

Auf der Basis der Verlustaversion und des Phänomens des Mental Accountings lässt sich auch das Zustandekommen des Disposition Effects erklären. Insbesondere die Verknüpfung dieser beiden Beschränkungen mit dem Sunk Cost-Effekt bietet eine Begründung für die nachhaltige Wirkung des Disposition Effects. Übertragen auf die Problemstellung tritt der Disposition Effect auf, weil Finanzmanager, die eine Verlustaversion besitzen und Erfolge der von ihnen getroffenen Entscheidungen über die Durchführung von Finanzinvestitionen separat voneinander bewerten, zur Erhaltung eines positiven Selbstbildes (Bestätigungsverzerrungen) von der Realisierung eines Verlustes Abstand nehmen. Die vom ökonomischen Standpunkt aus betrachtet übertrieben hohe Bewertung einer Option, bei der sich ein Finanzmanager noch die Möglichkeit zur Verringerung eines bereits eingetretenen Verlusts offenhält, ist als ein Defizit einzuschätzen, das aufgrund des Sunk Cost-Effekts eine nachhaltige Wirkung besitzt.<sup>502</sup> In diese Argumentation fügt sich ferner die Regret Theory ein. Demnach realisieren Finanzmanager Verluste deshalb zu selten, da sie befürchten, dass sich das entsprechende Wertpapier im Anschluss an den Verkauf eventuell doch noch positiv entwickelt und sie dann die Entscheidung zur Realisierung des Verlustes bedauern müssten.<sup>503</sup>

### **Fazit**

Abschließend zur Diskussion des Defizits unangemessener Haltedauern von Finanztiteln ist zu klären, inwiefern die in den genannten Studien herausgearbeiteten Rationalitätsdefizite der empirisch vorwiegend untersuchten privaten Investoren sowie der professionellen Investoren aus der Finanzdienstleistungsbranche auf die Gruppe der in der vorliegenden Arbeit interessierenden Finanzmanager übertragbar sind. Gegen die Ableitung dieses Analogieschlusses spricht, dass sich in Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche die Wahl der Fristigkeit bei der Anlage finanzieller Mittel überwiegend aus der Planung zur Durchführung von Realinvestitionen ergibt. Das Handeln von Finanzmanagern ist demnach von anderen Rahmenbedingungen geprägt als beispielsweise das Handeln professioneller Investoren aus der Finanzdienstleistungs-

---

<sup>501</sup> [Hervorhebungen im Original], Haigh/List (2005), S. 523.

<sup>502</sup> Die Argumentation entspricht der S-förmig verlaufenden Nutzenfunktion der Prospect Theory, die durch einen konvexen Verlauf im Verlust- beziehungsweise einen konkaven Verlauf im Gewinnbereich geprägt ist. Vgl. Kahneman/Tversky (1979), S. 277-280; Odean (1998a), S. 1776 f.; Barberis/Thaler (2003), S. 1102.

<sup>503</sup> Für empirische Evidenzen dieses Erklärungsmusters vgl. Shefrin/Statman (1985) oder auch Shefrin/Statman (2003).

branche.<sup>504</sup> Für die Ableitung des vollzogenen Analogieschlusses spricht jedoch, dass insbesondere Investoren aus der Finanzdienstleistungsbranche oftmals exklusiv mit Aufgaben zur Gestaltung einer rentablen finanziellen Anlage betraut sind, für Finanzmanager diese Aufgabe jedoch nur einen Teil des gesamten Aufgabenspektrums darstellt. Aufgrund dieses Umstands erscheint somit die Annahme gerechtfertigt, dass professionelle Investoren eine größere Expertise in der Wahrnehmung dieser Aufgabe besitzen. Folglich ist zusammenfassend anzunehmen, dass die (schon) bei professionellen Investoren nachweisbaren Rationalitätsdefizite bei der Gestaltung von Finanzinvestitionen in der Gruppe der Finanzmanager ebenfalls auftreten.

### 3.2.1.2.3.2 Übermäßige Anzahl getätigter Kauf- und Verkaufstransaktionen von Finanztiteln

#### **Defizit**

Ein Phänomen, das sich besonders deutlich auf Finanz- und Kapitalmärkten beobachten lässt und unter der Annahme rational handelnder Investoren nicht erklärbar ist, betrifft die hohen Transaktionsvolumina (Trading Puzzle). DE BONDT und THALER sehen in diesem Aspekt „perhaps the single most embarrassing fact to the standard finance paradigm“.<sup>505</sup>

Dass die Anzahl der auf Finanz- und Kapitalmärkten getätigten Kauf- und Verkaufstransaktionen tatsächlich ein Maß repräsentiert, bei dem der Erfolg einer finanziellen Anlage negativ beeinflusst wird und somit als Rationalitätsbeschränkung zu werten ist, bestätigen unterschiedliche empirische Arbeiten.

Zum einen stellen BARBER und ODEAN eine Analyse der Performance individueller Investoren vor, in der sie belegen, dass hohe Transaktionsvolumina zu beobachten sind und diese aufgrund der Gebühren, die mit der Durchführung der einzelnen Transaktionen verbunden sind, eine rentabilitätsmindernde Wirkung besitzen:<sup>506</sup> „Individual investors who hold common stocks directly pay a tremendous performance penalty for active trading.“<sup>507</sup> Zum anderen weist ODEAN nach, dass hohe Transaktionsvolumina den erzielten Gewinn eines allgemeinen Investors reduzieren: „The surprising finding is that not only do the securities that these investors buy not outperform the securities they sell by enough to cover trading costs, but on average the securities they buy underperform those they sell. This is even the case when trading is not apparently

---

<sup>504</sup> Somit kann zum Beispiel das Rationalitätsdefizit einer zu kurzfristig ausgerichteten Anlagestrategie (Myopic Loss Aversion) für die Gruppe der Finanzmanager zwar nicht ausgeschlossen werden, es ist aber denkbar, dass anstehende Realinvestitionen der Umsetzung einer erfolgreicherer Finanzinvestition im Wege stehen.

<sup>505</sup> De Bondt/Thaler (1995), S. 392.

<sup>506</sup> Vgl. Barber/Odean (2000), S. 773 f., 776, 792-794 und 799 f.

<sup>507</sup> Barber/Odean (2000), S. 773.



motivated by liquidity demands, tax-loss selling, portfolio rebalancing, or a move to lower-risk securities.<sup>508</sup>

Für einen allgemeinen Investor ist somit das Rationalitätsdefizit festzuhalten, dass die Anzahl der getätigten Kauf- und Verkaufstransaktionen ein Maß überschreitet, das ökonomisch zu rechtfertigen ist. In einem Analogieschluss ergibt sich, dass dieses Defizit auch die Rentabilität der von Finanzmanagern durchgeführten Finanzinvestitionen negativ beeinflusst.

### ***Ursachen***

Das Defizit einer übermäßigen Anzahl der von einem Finanzmanager getätigten Kauf- und Verkaufstransaktionen lässt sich auf der Basis ***eigeninteressierten Handelns*** nur begrenzt erklären.<sup>509</sup> Lediglich wenn der Ansicht gefolgt wird, dass Finanzmanager damit eine besondere Kompetenz ausstrahlen wollen, könnte angenommen werden, dass Finanzmanager Karriereziele verfolgen, die im Konflikt zu gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen. Eigeninteressiertes Handeln ist somit von nachrangiger Bedeutung.

Eine große Bedeutung für übermäßige Transaktionsvolumina kann jedoch ***kognitiven Beschränkungen*** zugesprochen werden. Insbesondere Erweiterungen der ***expecting-Annahme des RREEMM-Modells*** besitzen eine hohe Relevanz. Offenkundig tätigen Investoren viele Wertpapiertransaktionen, wenn sie der Ansicht sind, dass sie besondere Fähigkeiten zur Identifikation rentabler Finanzinvestitionen besitzen. Die ausdrückliche Relevanz der Overconfidence- und Optimismus-Effekte wird durch zahlreiche empirische Evidenzen gestützt.<sup>510</sup>

---

<sup>508</sup> Odean (1999), S. 1280.

<sup>509</sup> Ein Zusammenhang zum eigeninteressierten Handeln, das zur Begründung der Überinvestition (Kapitel 3.2.1.2.1.1) und zur Begründung einer unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen (Kapitel 3.2.1.2.1.2) angeführt wurde, lässt sich nicht herstellen, da die Investoren beziehungsweise Finanzmanager nicht zwangsläufig das Ziel verfolgen, das gesamte Volumen der finanziellen Anlage zu steigern.

<sup>510</sup> Empirische Arbeiten zur Untersuchung des Einflusses von Overconfidence- und Optimismus-Effekten auf das Ausmaß der getätigten Transaktionsvolumina lassen sich in zwei Gruppen einteilen: (1) Untersuchungen, die auf Finanz- und Kapitalmarktdaten basieren, einerseits sowie (2) Untersuchungen, in denen das Verhalten einzelner Investoren analysiert wird, andererseits. Vgl. Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 539.

Zur ersten Gruppe zählt eine Untersuchung von STATMAN, THORLEY und VORKINK, die sich auf US-amerikanische Finanz- und Kapitalmarktdaten stützt (vgl. Statman/Thorley/Vorkink (2003)), sowie eine Untersuchung von KIM und NOFSINGER, die auf japanischen Finanz- und Kapitalmarktdaten basiert (vgl. Kim/Nofsinger (2002)). Beide Studien belegen den hohen Einfluss von Overconfidence- und Optimismus-Effekten auf das Ausmaß der getätigten Transaktionsvolumina. Zur Messung von Overconfidence- und Optimismus-Effekten wird in beiden Studien der zurückliegende Erfolg der Investoren herangezogen.

Der zweiten Gruppe sind eine Untersuchung von BARBER und ODEAN aus dem Jahr 2001 sowie eine Studie von GLASER und WEBER zuzurechnen. Erstere nutzen die aus der Psychologie empirisch bestätigte Erkenntnis, dass im Finanzbereich Overconfidence- und Optimismus-Effekte bei Männern stärker ausgeprägt sind als bei Frauen. Dadurch kann ein Einfluss von Overconfidence- und Optimismus-Effekten auf das Transaktions-

Neben den im Fußnotentext aufgeführten Evidenzen urteilen beispielsweise DE BONDT und THALER: „[T]he key behavioral factor needed to understand the trading puzzle is overconfidence.“<sup>511</sup> Im Einklang damit halten BARBER und ODEAN als Ergebnis ihrer Studie fest: „Overconfidence can explain high trading levels and the resulting poor performance of individual investors.“<sup>512</sup> Einige Autoren gehen (sogar) davon aus, dass die Auswirkungen von Overconfidence- und Optimismus-Effekten in keinem anderen finanzwirtschaftlichen Zusammenhang deutlicher in Erscheinung treten als in Form zu hoher Transaktionsvolumina.<sup>513</sup> Nicht nur Overconfidence- und Optimismus-Effekte, sondern auch die im Einklang hierzu stehende Kontrollillusion<sup>514</sup> sprechen für die Annahme, dass sich Finanzmanager im Vertrauen auf ihre besonderen Geschicke zu häufig veranlasst fühlen, aktiv in die Gestaltung der Finanzinvestitionen einzugreifen.<sup>515</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend betrachtet stellt ein übermäßiges Transaktionsvolumen ein Defizit dar, das im Vergleich zu anderen in der vorliegenden Untersuchung zu diskutierenden Rationalitätsdefiziten als gut erforscht bezeichnet werden kann. Neben Belegen für seine Existenz lassen sich Nachweise sowohl für die rentabilitätsmindernde Wirkung als auch für die große Relevanz von Overconfidence- und Optimismus-Effekten als möglicher Ursache finden. Dennoch fehlt – nach Wissen des Verfassers – ein spezieller Nachweis hoher Transaktionsvolumina für die Gruppe der Finanzmanager. Die zahlreichen Belege, die allgemein für Investoren angeführt werden können, rechtfertigen jedoch den Analogieschluss auf die in der vorliegenden Untersuchung im Fokus stehenden Finanzmanager.

---

volumen indirekt bestätigt werden (vgl. Barber/Odean (2001)). Eine direkte Bestätigung erbringen GLASER und WEBER, die das Transaktionsvolumen von Investoren analysieren, die Handelsgeschäfte im Internet abschließen. Der Nachweis wird auf der Grundlage eines Fragebogens erbracht, den die untersuchten Investoren online ausfüllen mussten. Dabei konnten Overconfidence- und Optimismus-Effekte über den Vergleich der Selbsteinschätzung des jeweiligen Investors mit dem tatsächlich von ihm realisierten Gewinn abgeleitet werden (vgl. Glaser/Weber (2003)).

Einen formal-analytischen Beleg liefern GERVAIS und ODEAN: „Our model predicts that overconfident traders will increase their trading volume and thereby lower their expected profits. To the extent that trading is motivated by overconfidence, higher trading will correlate with lower profits.“ Gervais/Odean (2001), S. 18.

<sup>511</sup> De Bondt/Thaler (1995), S. 393.

<sup>512</sup> Barber/Odean (2000), S. 773.

<sup>513</sup> Vgl. Odean (1998b), S. 1888 und 1911; Glaser/Nöth/Weber (2004), S. 537 f.

<sup>514</sup> Zum einander ergänzenden Charakter der drei genannten kognitiven Beschränkungen vgl. die Fußnoten 378 und 430.

<sup>515</sup> Vgl. Hilton (2001), S. 39 f.

### 3.2.1.2.3.3 Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten

#### **Defizit**

Wie bereits ausgeführt, steht die Frage der Effizienz von Finanz- und Kapitalmärkten nicht im Mittelpunkt des Interesses der vorliegenden Untersuchung.<sup>516</sup> Ohne diese in der finanzwissenschaftlichen Literatur breit geführte Diskussion zu vertiefen, ist gemäß STATMAN von der Erkenntnis auszugehen, dass ein Investor auf dem Finanz- und Kapitalmarkt grundsätzlich nicht in der Lage ist, systematisch rentablere Handelsgeschäfte abzuschließen als die restlichen Marktteilnehmer.<sup>517</sup>

Viele Investoren erliegen jedoch einer anderen Vorstellung und tätigen Finanzinvestitionen auf der Basis eigener Prognosen, deren Qualität unter geltenden Grundsätzen auf Finanz- und Kapitalmärkten oftmals anzuzweifeln ist. Bereits mit Bezug auf die Relevanz unterschiedlicher kognitiver Beschränkungen illustrieren die folgenden Zitate diese Aussage: „Most of those who buy and sell financial assets try to choose assets that will have higher returns than similar assets. This is a difficult task and it is precisely in such difficult tasks that people exhibit the greatest overconfidence. [...] Learning is fastest when feedback is quick and clear, but in securities markets the feedback is often slow and noisy.“<sup>518</sup> Eine weitere Veranschaulichung liefert das folgende Zitat eines professionellen Investors: „Every year my internal filtering process has improved so that now I can beat the market.“<sup>519</sup> Fehleinschätzungen bezüglich eigener Erfolgsaussichten und der Funktionsweise von Finanz- und Kapitalmärkten haben verlustreiche Finanzinvestitionen zur Folge und sind als ein Rationalitätsdefizit einzuschätzen, das bei Investoren im Allgemeinen, wie auch bei Finanzmanagern im Besonderen in Erscheinung tritt. Entsprechend konstatiert JENSEN: „[M]anagers make mistakes because they do not understand the forces that determine stock values.“<sup>520</sup>

#### **Ursachen**

Im Hinblick auf die im Kern des RREEMM-Modells bestehende Annahme **eigeninteressierten Handelns** ist die bereits im Zusammenhang der Überinvestition (Kapitel 3.2.1.2.1.1) und im Zusammenhang mit der unangemessenen Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen

---

<sup>516</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2, insbesondere Fußnote 212.

<sup>517</sup> Vgl. beispielsweise Bromiley/James-Wade (2003), S. 38.

Vgl. darüber hinaus Fußnote 212, in der – STATMAN folgend – argumentiert wird, dass diese Feststellung im Einklang mit der Behavioral Finance-Forschung steht.

<sup>518</sup> Odean (1998b), S. 1896.

<sup>519</sup> Fenton-O’Creevy et al. (2003), S. 57.

<sup>520</sup> Jensen (1986b), S. 11.

(Kapitel 3.2.1.2.1.2) ausgeführte Argumentation gültig. Die Umsetzung möglichst umfangreicher (Finanz-)Investitionen liegt im Interesse eines Finanzmanagers, da hierdurch persönliche Konsum-, Karriere-, Risiko- und Zeitpräferenzen verfolgt werden, die im Konflikt zu gemeinsamen Zielen eines Unternehmens stehen können.

Belebung erfährt das Defizit einer Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten jedoch noch stärker aufgrund *kognitiver Beschränkungen* der Finanzmanager. Denn selbst unter der Annahme eines ausschließlich am Eigeninteresse ausgerichteten Handelns ist zu erwarten, dass ein Finanzmanager keine Finanzinvestition veranlasst, wenn er vermutet, dass sie einzig Verluste beschert und weder für ihn persönlich noch für das Unternehmen von Vorteil ist. Somit ist davon auszugehen, dass Fehleinschätzungen im Rahmen der Identifikation (vermeintlich) rentabler Finanztitel verlustreiche Finanzinvestitionen verursachen.

Zum einen werden geltende Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten missachtet, wenn Finanzmanager bei der Auswahl von Finanztiteln ausschließlich Kursprognosen aus historischen Kursen ableiten und der Gestaltung der finanziellen Anlage zugrunde legen.<sup>521</sup> Aufgrund der Wirksamkeit unterschiedlicher kognitiver Beschränkungen, die zu einer Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben, wie die Anwendung von Heuristiken oder auch das Auftreten systematischer Verzerrungen, ist dieses Vorgehen mit unterschiedlichsten Fehleinschätzungen verbunden. REDHEAD illustriert die besondere Relevanz der Repräsentativitätsheuristik: „Representativeness helps to explain why many investors seem to extrapolate price movements. Many investors appear to believe that if prices have been rising in the past then they will continue to rise, and conversely with falling prices. The concept of representativeness suggests that this is because those investors see an investment with recent price increases as representative of longer-term successful investments, conversely with price falls.“<sup>522</sup> Auch ODEAN stellt fest, dass bei vielen Investoren die Wahl eines Finanztitels mit der Anwendung von Heuristiken einhergeht. Verfügbarkeitsverzerrungen in Form des Halo- und Vividness-Effekts misst er eine große Bedeutung bei: „Markets [...] underreact to abstract, statistical, and highly

---

<sup>521</sup> Für einen Hinweis auf die Relevanz eines solchen Vorgehens, der sich speziell auf die im Fokus der vorliegenden Untersuchung stehende Gruppe der Finanzmanager bezieht, vgl. Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 311.

<sup>522</sup> Redhead (2002), S. 25 f.

Auch BARBERIS, SHLEIFER und VISHNY leiten auf der Basis empirisch vorliegender Evidenzen und eines formal-analytisch entwickelten Modells Hinweise ab, die nahe legen, dass Investoren bei der Interpretation von Nachrichten zur Geschäftsentwicklung von börsennotierten Unternehmen der Repräsentativitätsheuristik erliegen. Vgl. Barberis/Shleifer/Vishny (1998).

relevant information, and they overreact to salient, anecdotal, and less relevant information.“<sup>523</sup>

Eine besondere Relevanz der Verankerungs- und Anpassungsheuristik sprechen EISENFÜHR und WEBER der Vorhersage von Marktpreisentwicklungen zu. Die Vorhersage eines Wechselkurses dient beiden Autoren als veranschaulichendes Beispiel für die Darstellung der aufgrund dieser Heuristik systematisch verzerrten Prognosen.<sup>524</sup>

Nicht nur die in den Zitaten genannten Beschränkungen erklären Ursachen fehlerbehafteter Kursprognosen und hieraus resultierend wenig rentabler Finanzinvestitionen. Insgesamt ist zu erwarten, dass jede Heuristik und systematische Verzerrung im Rahmen des Versuchs, eine Kursprognose abzuleiten, Fehleinschätzungen bedingt. So sind neben den genannten Beschränkungen auch die Regression zur Mitte, das Gesetz der kleinen Zahlen oder auch die Missachtung relevanter Basisraten zu berücksichtigen. Ebenso unbrauchbar sind Kursprognosen, die von Finanzmanagern unter dem Einfluss des Primacy- und Recency-Effekts abgeleitet werden, die neben den oben genannten Formen zwei weitere Ausprägungen einer Verfügbarkeitsverzerrung darstellen. Schließlich resultieren auch aus dem Einfluss von Bestätigungsverzerrungen fehlerhafte Prognosen, die verlustreiche Finanzinvestitionen verursachen.

Zum anderen werden geltende Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten missachtet, wenn Finanzmanager überzeugt sind, aufgrund besonderer Fähigkeiten Marktpreisentwicklungen übermäßig erfolgreich einschätzen und kontrollieren zu können. Erklärungsgehalt für diese Fehleinschätzung bieten Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells*. Wie bereits durch die einleitenden Zitate vorweggenommen, sind Overconfidence- und Optimismus-Effekte relevant, die nicht nur mittelbar in Form überhöhter Transaktionsvolumina,<sup>525</sup> sondern auch unmittelbar einen negativen Einfluss auf den Erfolg von Finanzinvestitionen ausüben.<sup>526</sup>

---

<sup>523</sup> Odean (1998b), S. 1887.

Dieses Urteil wird durch eine Studie bekräftigt, die darauf hinweist, dass Investoren im Rahmen der Prognose von Aktienkursen Fehleinschätzungen erliegen. So präsentieren DE BONDT und THALER eine Analyse von Aktienkursentwicklungen, die den Schluss nahelegt, dass die im Anschluss an die Publikation von Unternehmensmeldungen beobachtbaren Kursreaktionen das Resultat von Überreaktionen der Investoren darstellen. Vgl. De Bondt/Thaler (1985).

<sup>524</sup> Vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 180.

Da Wechselkurse ein bedeutendes finanzielles Risiko darstellen, ist die Nennung dieses Beispiels mit Rationalitätsdefiziten verknüpft, die das finanzielle Risikomanagement betreffen. Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2.

<sup>525</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.3.2.

<sup>526</sup> GERVAIS und ODEAN können anhand einer Simulation detailliert aufzeigen, wie Akteure auf den Kapitalmärkten infolge systematisch verzerrter Lerneffekte die Neigung zur Overconfidence entwickeln. Vgl. ausführlich Gervais/Odean (2001). Für allgemeine Hinweise vgl. auch Langer/Roth (1975), S. 954 f.; Hirshleifer (2001), S. 1548-1550; Hackbarth (2004a), S. 6.

GERVAIS und ODEAN urteilen: „Overconfidence does not make traders wealthy, but the process of becoming wealthy *can* make traders overconfident.“ [Hervorhebungen im Original], Gervais/Odean (2001), S. 2.

Für die Existenz dieses Zusammenhanges bietet die Literatur unterschiedliche Belege.<sup>527</sup> BIAIS, HILTON, MAZURIER und POUGET weisen in einer experimentellen Untersuchung nach, dass Investoren mit stark ausgeprägten Overconfidence- Effekten suboptimale Finanzinvestitionen tätigen.<sup>528</sup> ODEAN untermauert die rentabilitätsmindernde Wirkung von Overconfidence-Effekten auf den Erfolg der finanziellen Anlage zudem formal-analytisch: „Overconfident traders do not optimize their expected utilities, which are therefore lower than if the traders were rational.“<sup>529</sup>

Ferner steht das Phänomen der Kontrollillusion in einem engen Zusammenhang zu Overconfidence-Effekten. FENTON-O’CREEVY, NICHOLSON, SOANE und WILLMAN präsentieren eine empirische Studie, in der ein negativer Einfluss der Kontrollillusion auf den Erfolg der finanziellen Anlage nachgewiesen wird.<sup>530</sup> Die Analyse der Investitionstätigkeit von Händlern britischer Investmentbanken liefert folgendes zentrales Ergebnis: „This study offers evidence that illusion of control is an important form of cognitive bias affecting traders and that traders with higher levels of illusion of control perform less well than those with lower levels.“<sup>531</sup>

---

<sup>527</sup> Einschränkung ist darauf hinzuweisen, dass die Frage, wie Overconfidence- und Optimismus-Effekte die Profitabilität der Investitionstätigkeit auf den Finanz- und Kapitalmärkten beeinflussen, bisher noch nicht eindeutig geklärt ist. Während die im Folgenden anzuführenden Studien die negativen Auswirkungen auf die Profitabilität herausarbeiten, präsentieren KYLE und WANG einen Ansatz, in dem positive Auswirkungen festgestellt werden. Vgl. Kyle/Wang (1997), S. 2086.

<sup>528</sup> Vgl. Biais et al. (2005), S. 287 f. und 308.

Die Subjektauswahl des Experiments umfasst 245 Studenten, denen zunächst ein psychologischer Fragebogen vorgelegt wird, in dem – neben weiteren Aufgaben – Schätzaufgaben zu lösen sind. Die Auswertung der abgegebenen Schätzungen ist ein Indikator für das Ausmaß der existierenden Overconfidence- und Optimismus-Effekte. Im Anschluß daran simulieren die Autoren einen Finanzmarkt, auf dem die Teilnehmer des Experiments Investitions- beziehungsweise Desinvestitionsentscheidungen treffen. Vgl. Biais et al. (2005), S. 287 f., 291, 295 f. und 308. Ferner lässt ein experimenteller Nachweis von Rationalitätsdefiziten in einer Stichprobe von Studenten auch auf Rationalitätsdefizite bereits im Berufsleben stehender Experten schließen. Vgl. hierzu das über Fußnote 501 belegte Zitat.

<sup>529</sup> Odean (1998b), S. 1912.

<sup>530</sup> Zum negativen Einfluss der Kontrollillusion auf Investitionsentscheidungen vgl. auch Weber et al. (2003), S. 15.

<sup>531</sup> Fenton-O’Creevy et al. (2003), S. 65.

Die der Studie zugrunde liegende Stichprobe umfasst 107 professionelle Investoren aus vier britischen Investmentbanken. Vgl. Fenton-O’Creevy et al. (2003), S. 59.

Mit Bezug auf Unternehmensakquisitionen – als spezieller Form von Finanzinvestitionen – wird dieses Erklärungsmuster auch durch einen Beitrag von ROLL unterstützt (Hubris Hypothesis). Vgl. detailliert Roll (1986).

Anknüpfend an die im Rahmen der Überinvestition geführte Diskussion bezüglich der negativen Auswirkungen freier Cash Flows (Kapitel 3.2.1.2.1.1) und ebenfalls in Anlehnung an Unternehmensakquisitionen fällt SHEFRIN ein ähnliches Urteil: „Overconfident managers tend to make poor decisions about both investments and mergers and acquisitions, especially if their firms are cash-rich.“ Shefrin (2007), S. 6. Für eine detaillierte Darstellung von Beispielen vgl. Shefrin (2007), S. 161-180.

Vgl. ebenfalls Fußnote 409 und die dort angegebene Literatur sowie allgemein zur schlechten Performance jüngerer Unternehmensakquisitionen Moeller/Schlingemann/Stulz (2005).

**Fazit**

Abschließend bleibt festzuhalten, dass das Defizit der Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten sowohl mit einer Überschätzung der eigenen Erfolgswahrscheinlichkeit als auch der fehlerhaften Ableitung von Kursprognosen in Verbindung steht. Beide Formen sind über eigeninteressiertes Handeln und kognitive Beschränkungen der Finanzmanager erklärbar.

Die folgende Abbildung fasst die gesamte Erörterung relevanter Rationalitätsdefizite des Anlagemanagements und ihre Ursachen abschließend zusammen (vgl. Abbildung 5).

Entstehungsort: Anlage- management		Ursachen: Individuelles Handeln der Finanzmanager		Kognitive Beschränkungen																		
				Eigen- interessiertes Handeln					Resourceful- Annahme					Evaluating- Annahme			Expecting- Annahme					
				Arbeits-schraues Verhalten	Abweichende Konsumpräferenzen	Abweichende Karrierepräferenzen	Abweichende Risikopräferenzen	Abweichende Zeitpräferenzen	Wissens- beschränkungen	Mentale Modelle	Verfügbarkeits- heuristik	Repräsentativitäts- heuristik	Verankerungs- und Anpassungsheuristik	Besätigungs- verzerrungen	Prospect Theory	Verlustaversion	Status Quo-Effekt	Immediatly-Effekt	Sunk Cost-Effekt	Mental Accounting	Regret Theory	Kontrollillusion
Übergreifende Aufgaben	Überinvestition																					
	Unangemessene Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen																					
	Unangemessene Fristigkeit von Investitionen																					
Real- investitionen	Vernachlässigung der Kapitalwertmethode zur Beurteilung von Realinvestitionen																					
	Fehlerhafte Anwendung der Kapitalwertmethode zur Beurteilung von Realinvestitionen																					
Finanz- investitionen	Unangemessene Haltedauer von Finanztiteln																					
	Übermäßige Anzahl getätigter Kauf- und Verkaufstransaktionen von Finanztiteln																					
	Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten																					

Abbildung 5: Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen im Aufgabenbereich des Anlagemanagements

### 3.2.2 Aufgabenbereich Beschaffungsmanagement

#### 3.2.2.1 Überblick über die im Beschaffungsmanagement wahrzunehmenden Aufgaben

Im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements sind Finanzmanager dafür verantwortlich, das Unternehmen stets in ausreichendem Maße mit finanziellen Mitteln in der jeweils benötigten Menge, der erforderlichen Befristung und zu den geringsten Finanzierungskosten zu versorgen.<sup>532</sup> Hierbei ist darüber zu entscheiden, wie der Kapitalbedarf des Unternehmens über die Nutzung der vielfältigen Finanzierungsquellen bestmöglich gedeckt werden kann.

<sup>532</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 11.

Dies wirft die grundsätzliche Frage nach der Wahl von Formen der Innen- oder Außenfinanzierung auf.<sup>533</sup> Diese Unterscheidung ist eine weit verbreitete Systematisierung, die dem Kriterium des Standortes der jeweiligen Finanzierungsquelle folgt.<sup>534</sup> Demnach kann unterschieden werden, ob die durch ein Finanzierungsinstrument zu beschaffenden finanziellen Mittel im Rahmen interner Prozesse (aus internen Quellen des Unternehmens oder Unternehmensverbundes) oder externer Prozesse (aus externen Quellen) gewonnen werden.<sup>535</sup>

Die **Innenfinanzierung** stellt eine Beschaffung finanzieller Mittel dar, die aus internen Quellen stammen, also dem Unternehmen entweder durch den Absatz von Gütern in Form von Umsatzerlösen zufließen, aus Desinvestitionen resultieren oder sich aus der Durchführung von Maßnahmen zur Ersparnis des Einsatzes finanzieller Mittel ergeben, wie etwa bei einer Umsetzung von Rationalisierungsmaßnahmen oder einer Beschleunigung des Kapitalumschlags.<sup>536</sup> Für den Bereich der Innenfinanzierung sind im Beschaffungsmanagement die finanziellen Mittel von Bedeutung, die mehr oder weniger dauerhaft an das Unternehmen gebunden bleiben und nicht als Gewinnausschüttungen, Steuerzahlungen, Wiederbeschaffungen der produktionsnotwendigen Einsatzgüter, Lohn- und Gehaltszahlungen oder Zinszahlungen das Unternehmen unmittelbar im Anschluss an ihre Gewinnung verlassen und dadurch die Dispositionsmöglichkeiten stark einschränken. Die Möglichkeiten zur Erschließung der unterschiedlichen Quellen der Innenfinanzierung sind davon abhängig, ob Finanzmanager Maßnahmen umsetzen können, die die im Unternehmen verfügbaren finanziellen Mittel dauerhaft binden. Von den drei genannten Möglichkeiten der Gewinnung finanzieller Mittel im Rahmen der Innenfinanzierung (Umsatzerlös, Desinvestition und Ersparnis) stellen die in Form von Umsatzerlösen zufließenden finanziellen Mittel in der Regel die wichtigste Quelle der Innenfinanzierung dar. Hinsichtlich der Art der Bindung an das Unternehmen kann weiter unterschieden werden, ob eine Finanzierung durch die Thesaurierung versteuerter Gewinne (Selbstfinanzierung), eine Finanzierung aus Abschreibungen oder eine Finanzierung aus langfristigen Rückstellungen erfolgt.

In Konzernstrukturen erfahren die für eine Innenfinanzierung maßgeblichen internen Quellen finanzieller Mittel eine Erweiterung. Das interne Finanzierungspotential erweitert sich insofern, als die Cash Flows der einzelnen Konzerneinheiten zu einem konzernweiten Cash Flow zusammengeführt werden können. Hierbei kann die Spitzeneinheit eines Konzerns veranlassen, dass

---

<sup>533</sup> Vgl. Vormbaum (1995), S. 39-41.

<sup>534</sup> Vgl. Gerke/Bank (1995), S. 620; Eilenberger (2003), S. 253.

<sup>535</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 254.

<sup>536</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Hauschildt/Sachs/Witte (1981), S. 9; Pausenberger (1989), Sp. 854-861; Süchting (1995), S. 22-25; Drukarczyk/Lobe/Schüler (2002), Sp. 563; Wöhe/Bilstein (2002), S. 12-18; Eilenberger (2003), S. 326 f.; Perridon/Steiner (2004), S. 361 f. und 475-496.



ertragsstarke Konzerneinheiten Teile ihres Cash Flows im Rahmen einer internen Kreditgewährung an andere Konzerneinheiten abgeben (interne Kapitalmärkte).<sup>537</sup>

Die **Außenfinanzierung** stellt eine Beschaffung finanzieller Mittel dar, die aus (konzern)externen Quellen stammen. Hierbei handelt es sich um finanzielle Mittel (beziehungsweise geldwertäquivalente Vermögensgegenstände), die dem Unternehmen entweder im Rahmen einer Einlagen- beziehungsweise Beteiligungsfinanzierung (Einlagen und Beteiligungen von Unternehmenseignern und Gesellschaftern), einer Kreditfinanzierung (Bereitstellung finanzieller Mittel durch Gläubiger), einer Subventionsfinanzierung, einer kapitalsubstitutiven Finanzierung (Leasing) oder auch in Form einer Finanzierung durch Anzahlungen zufließen.<sup>538</sup>

Zur möglichst umfassenden Erschließung der unterschiedlichen Quellen der Außenfinanzierung sind vom Finanzmanagement vielfältige Aufgaben wahrzunehmen. Eine besondere Relevanz besitzt das Management der Investor Relations (Bereich Eigenkapital) und das Management des Ratings (Bereich Fremdkapital).<sup>539</sup>

Das Management der Investor Relations hat eine langfristige, strategisch angelegte direkte und indirekte Kommunikation mit aktuellen und potentiellen Investoren zum Inhalt, in der speziell die Eigenkapitalgeber börsennotierter Unternehmen gezielt mit relevanten Informationen des Unternehmens zu versorgen sind.<sup>540</sup> Abgesehen von rechtlichen Bestimmungen ergibt sich die Notwendigkeit zur Pflege der Investor Relations aus den im Rahmen neoinstitutionalistischer Ansätze der Finanzierungstheorie bereits genannten Informationsasymmetrien<sup>541</sup> zwischen der Unternehmensleitung und den Anteilseignern. Das Oberziel der Investor Relations besteht in

---

<sup>537</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 105, 107 und 339.

Der konzerninternen Finanzierung kommt aufgrund von Kostenvorteilen eine steigende Bedeutung zu. Gegenüber einer Fremdfinanzierung durch Banken werden beispielsweise neben der Risikoprämie auch die Regulierungskosten eingespart. Regulierungskosten sind diejenigen Kosten, die Banken aufgrund der Mindestreservepflicht und der Eigenkapitalvorschriften ansetzen. Darüber hinaus entfallen Provisionszahlungen, die beispielsweise zur Besicherung oder bei der Prolongation von Darlehen fällig wären. Ebenso spielen steuerliche Überlegungen bei der konzerninternen Finanzierung eine Rolle. Dementsprechend werden in vielen Ländern die Konzerngesellschaften bei einem Gewinntransfer an die Muttergesellschaft mit erheblichen Steuern belastet. Deshalb wird ein Gewinntransfer vermieden. Stattdessen werden die Vermögenswerte in Form von Darlehen an die Konzernmutter oder andere Konzerngesellschaften weitergegeben. Vgl. Shapiro (2002), S. 580-598.

Wie im weiteren Verlauf der vorliegenden Untersuchung noch auszuführen sein wird, rechtfertigen diese grundsätzlichen Kostenvorteile der Innenfinanzierung jedoch keine überzogene Vernachlässigung der Außenfinanzierung. Vgl. Kapitel 3.2.2.2.1.

<sup>538</sup> Vgl. Hauschildt/Sachs/Witte (1981), S. 9; Süchting (1995), S. 22-25; Drukarczyk/Lobe/Schüler (2002), Sp. 563; Wöhe/Bilstein (2002), S. 12-18; Eilenberger (2003), S. 254 f.; Perridon/Steiner (2004), S. 361 f.

<sup>539</sup> Nicht alle Autoren beschränken Tätigkeiten im Rahmen der Investor Relations auf den Bereich des Eigenkapitals. Vgl. hierzu Larisch (2003), insbesondere S. 34 und die dort angegebene Literatur.

<sup>540</sup> Vgl. Eilenberger (2003), S. 284; Perridon/Steiner (2004), S. 548.

<sup>541</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.

einer Stabilisierung und Annäherung des Aktienkurses an den fundamental gerechtfertigten Wert des Unternehmens.<sup>542</sup> Unter dieses Oberziel lassen sich weitere Ziele der Investor Relations subsumieren, wie etwa die Bildung und Vermehrung von Vertrauen bei potentiellen und bestehenden Investoren, die Senkung von Kapitalkosten, die Abwehr einer feindlichen Übernahme oder auch die Förderung der Aktionärstreue.<sup>543</sup>

Das Management des Ratings ist insbesondere zur Erschließung der Möglichkeiten einer Kreditbeziehungsweise Fremdkapitalfinanzierung von Bedeutung.<sup>544</sup> So führen entweder professionelle Ratingagenturen oder auch Banken im Rahmen eines Ratingprozesses eine auf die Bonitätsbeurteilung ausgerichtete, ganzheitliche, objektive und zukunftsbezogene Analyse der Erfolgs- und Risikofaktoren eines Unternehmens durch. Das Ergebnis dieser Beurteilung wird in einem Ratingsymbol zusammengefasst, das wiederum einer bestimmten Ausfallwahrscheinlichkeit zugeordnet ist. Die Relevanz der Aufgaben zum Management des Ratings erklärt sich daraus, dass die Entscheidung sowie die Konditionen einer Kapitalvergabe – ein schlechtes Rating erbringt dem Kapitalgeber eine höhere Verzinsung – von dieser Beurteilung abhängig gemacht werden. Ratings können sich sowohl auf das gesamte Unternehmen als auch auf die Beurteilung einzelner Finanztitel beziehen, die ein Unternehmen emittiert. Da ein Ratingurteil weitreichende Konsequenzen besitzt und Ratingurteile laufend überprüft und entsprechend angepasst werden, hat das Finanzmanagement dauerhaft dafür Sorge zu tragen, dass sowohl die quantitativen als auch qualitativen Kriterien für die Erreichung des gewünschten Ratingurteils erfüllt sind.<sup>545</sup>

Die folgenden Ausführungen zu potentiellen Rationalitätsdefiziten und deren Ursachen im Beschaffungsmanagement decken nicht die Vielschichtigkeit aller denkbaren Finanzierungs-

---

<sup>542</sup> GÜNTHER und OTTERBEIN führen aus, dass auch eine Überbewertung im Rahmen der Investor Relations angestrebt werden könne. Vgl. Günther/Otterbein (1996), S. 394.

Dieser Ansicht soll jedoch nicht gefolgt werden, da Überbewertungen langfristig nicht ohne Unterbewertungen bestehen und somit einen nachhaltigen Vertrauensverlust am Kapitalmarkt verursachen können. Zur detaillierten Darstellung der Gefahren vgl. Fuller/Jensen (2002); Jensen (2004); Jensen (2005).

<sup>543</sup> Vgl. Perridon/Steiner (2004), S. 548.

<sup>544</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Wöhe/Bilstein (2002), S. 184-186; Drukarczyk (2003), S. 403 f.; Perridon/Steiner (2004), S. 199 f.; Weber/Müller/Sorg (2004), S. 9-24.

<sup>545</sup> Neben den genannten Aufgaben zur Erschließung der einzelnen Finanzierungsquellen im Rahmen der grundsätzlichen Alternativen einer Innen- und Außenfinanzierung wahrzunehmen sind, umfasst das Beschaffungsmanagement noch zwei weitere Aufgabenbereiche auf einer übergeordneten Ebene. So sind zum einen im Rahmen des Beschaffungsmanagements Maßnahmen zu realisieren, die eine hohe Flexibilität in der Finanzierung ermöglichen. Vgl. Franke/Hax (2003), S. 16 f. sowie Fußnote 161.

Zum anderen wirft die Beschaffung finanzieller Mittel die grundsätzliche Frage nach der optimalen Kapitalstruktur und nach der optimalen Strukturierung des Eigen- und Fremdkapitals auf, die es angemessen zu beantworten gilt. Vgl. Vormbaum (1995), S. 39-41.

möglichkeiten<sup>546</sup> und aller denkbaren Einflussfaktoren<sup>547</sup> auf die Ausgestaltung von Finanzierungsmaßnahmen ab, sondern fokussieren grundlegende Aspekte.<sup>548</sup> Die Strukturierung folgt auf einer oberen Ebene der dargestellten Gliederung des Aufgabenbereichs und umfasst sowohl übergreifende Aufgaben des Beschaffungsmanagements, die Beschaffung finanzieller Mittel im Rahmen der Innenfinanzierung als auch die Beschaffung finanzieller Mittel im Rahmen der Außenfinanzierung. Auf einer unteren Ebene wird das Defizit ergründet, inwiefern das Beschaffungsmanagement durch eine unangemessene Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung geprägt ist (Kapitel 3.2.2.2.1) und das Defizit ökonomisch nicht zu rechtfertigender Finanzierungsmaßnahmen bei der Beschaffung finanzieller Mittel über interne Kapitalmärkte auftritt (Kapitel 3.2.2.2.2). Abschließend werden das Defizit einer unangemessen kurzfristigen Fremdkapitalbeschaffung, die suboptimale Ausschöpfung des Finanzierungspotentials bei der Beschaffung von Fremd- wie auch Eigenkapital<sup>549</sup> sowie das Defizit einer unzureichenden Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils untersucht (Kapitel 3.2.2.2.3).

---

<sup>546</sup> Diese Vielschichtigkeit belegen insbesondere die Standardwerke zur betrieblichen Finanzwirtschaft. Regelmäßig umfasst allein die Vorstellung der unterschiedlichen Finanzierungsinstrumente im Rahmen einer Außenfinanzierung mehrere hundert Seiten und nimmt nicht selten den größten Raum eines Werkes zur Beschreibung der Finanzwirtschaft eines Unternehmens ein.

<sup>547</sup> Beispielsweise unterscheidet SCHULTE als Einflussfaktoren auf die Kapitalstruktur den Leverage-Effekt (spricht c.p. für eine höhere Verschuldung), das Geschäftsrisiko (setzt den Rahmen für die Kapitalstruktur-entscheidung), den Lebenszyklus des Unternehmens (bestimmt die Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung), den Steuereffekt (spricht c.p. für einen hohen Fremdkapitalanteil), den Agency-Effekt (liefert Argumente für einen höheren Verschuldungsgrad), den Konkurskosteneffekt (bildet das höhere Konkursrisiko hoch verschuldeter Unternehmen ab), den Flexibilitätsverlust beziehungsweise -gewinn (infolge eines geringen beziehungsweise hohen Eigenkapitalanteils) sowie das angestrebte Rating (erfordert bestimmte Bilanzrelationen). Vgl. Schulte (2006), S. 50.

<sup>548</sup> Der Verzicht auf einen hohen Detailgrad trägt nicht zuletzt der Tatsache Rechnung, dass etwa die Optimierung der Kapitalstruktur sowie das Timing und die Art der Finanzierungsmaßnahmen nicht nur die Praxis des Finanzmanagements, sondern auch die finanzwirtschaftliche Forschung vor eine sehr komplexe Herausforderung stellen. Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 3 f.

So ist die finanzwirtschaftliche Forschung nicht in der Lage, eine umfassende Entscheidungshilfe hinsichtlich der optimalen Kapitalstruktur, der (optimalen) Begebung von Finanzierungstiteln oder auch anderer finanzierungstechnischer Maßnahmen bereitzustellen. Vgl. Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 669 f.

<sup>549</sup> Auf eine explizite Behandlung von Finanzierungsmaßnahmen, die Elemente des Eigen- und Fremdkapitals vereinen (Mezzanine-Finanzierungen) wird verzichtet. Zu Mezzanine-Finanzierungen vgl. beispielsweise Schulte (2006), S. 147-161.

### 3.2.2.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Aufgabenwahrnehmung im Beschaffungsmanagement

#### **3.2.2.2.1 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Beschaffungsmanagements**

##### **Defizit**

Das im Folgenden darzustellende Rationalitätsdefizit behandelt die unangemessene Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung. Im Kern ist der Frage nachzugehen, inwiefern die von Finanzmanagern wahrgenommenen Hürden zur Beschaffung externen Kapitals im Ergebnis dazu führen, dass die Finanzierung einer tatsächlich rentablen Investition unterbleibt. Während das Ergebnis dieses Rationalitätsdefizits eine suboptimale Entscheidung im Aufgabenbereich des Anlagemanagements darstellt (Unterinvestition),<sup>550</sup> liegt der potentielle Ursprung dieses Defizits im Beschaffungsmanagement (Unterinvestition aufgrund von Defiziten, die im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements wirksam sind). Da die potentiellen Ursachen im Mittelpunkt der Ausführungen liegen, erklärt sich die Zuordnung zum Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements.

Die Grundlagen der Untersuchung haben verdeutlicht, dass Kritik an den Ansätzen der neoklassischen Finanzierungstheorie zu üben ist.<sup>551</sup> Die mit der Annahme vollkommener und vollständiger Finanz- und Kapitalmärkte verbundene Vorstellung, dass Finanzmanager stets in der Lage sind, das für die Finanzierung einer rentablen Investition notwendige Kapital zu beschaffen, entspricht einem idealtypischen Modell, in dem wichtige Aspekte der Finanzierungspraxis ausgeblendet werden. Die bereits im Rahmen der Darstellung neoinstitutionalistischer Ansätze der Finanzierungstheorie ausgeführten Aspekte haben verdeutlicht, dass insbesondere die Existenz von Informationsasymmetrien zwischen Kapitalnehmern und -gebern der Finanzierung einer Investition potentiell entgegenstehen. Diese Finanzierungsprobleme sind auch schon im Zusammenhang mit der Frage des Einsatzes freier Cash Flows in Kapitel 3.2.1.2.1.1 angesprochen worden. Konkret wurde hierbei auf die Ausführungen von MYERS und MAJLUF hingewiesen, die das Vorhandensein freier Cash Flows positiv beurteilen.<sup>552</sup> Dies erklärt sich aus der im Einklang mit neoinstitutionalistischen Ansätzen der Finanzierungstheorie stehenden Ansicht, dass in Situationen, in denen intern zur Verfügung stehende Cash Flows den Finanzierungsbedarf zur Durchführung attraktiver Investitionen nicht decken, auf Formen der Außenfinan-

---

<sup>550</sup> Auf das Problem der Unterinvestition wurde bereits im Rahmen der Erörterung der Überinvestition hingewiesen. Vgl. Fußnote 408.

<sup>551</sup> Vgl. Kapitel 2.3.2.

<sup>552</sup> Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 187-221.

zierung zurückgegriffen werden muss und hierbei Agency-Kosten zu tragen sind. Bei der Beschaffung externen Eigenkapitals müssen beispielsweise die Kosten zur Emission von Wertpapieren und zur überzeugenden Kommunikation der Vorzüge geplanter Investitionen (intensive Pflege der Investor Relations) getragen werden.

Dieser Gedankengang begründet den in der Finanzwissenschaft als Pecking Order bezeichneten Ansatz, der zur Erklärung der Kapitalstruktur von Unternehmen herangezogen wird.<sup>553</sup> Die Pecking Order besagt, dass Finanzmanager zur Beschaffung von Kapital eher auf Formen der Innenfinanzierung als Formen der Außenfinanzierung zurückgreifen. Reichen die Möglichkeiten der Innenfinanzierung nicht aus, dann wird die avisierte Investition entweder gar nicht getätigt oder Formen der Außenfinanzierung genutzt. Hinsichtlich der Außenfinanzierung unterstellt die Pecking Order des Weiteren, dass eine Präferenz zur Beschaffung von Fremdkapital besteht.<sup>554</sup> Nur für den Fall, dass die Innenfinanzierung nicht möglich ist und sich im Rahmen der Außenfinanzierung auch kein Fremdkapital beschaffen lässt, greifen Finanzmanager gemäß der Pecking Order auf Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals zurück oder verzichten komplett auf die Durchführung einer Finanzierungsmaßnahme.<sup>555</sup>

Die finanzwissenschaftliche Forschung umfasst vielfältige Arbeiten, in denen die Aussagen der Pecking Order teils unterstützt<sup>556</sup>, teils abgelehnt<sup>557</sup> werden. Während die bisherigen Ausführungen die Pecking Order rational erscheinen lassen, wird im Folgenden ausgeführt, dass die Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung ein Rationalitätsdefizit bewirken kann.

BAKER, STEIN und WURLER stellen eine Untersuchung dazu vor, wie Entwicklungen des Aktienkurses, die nicht aufgrund der Veränderung fundamentaler Daten eines Unternehmens eintreten, die Entscheidung von Finanzmanagern zur Beschaffung externen Eigenkapitals und

---

<sup>553</sup> Vgl. grundlegend Myers (1984), S. 581-590.

<sup>554</sup> Vgl. Myers (1984), S. 581; Myers/Majluf (1984), S. 188.

<sup>555</sup> Vgl. Myers (1984), S. 590; Myers/Majluf (1984), S. 187.

Es sei erwähnt, dass die Pecking Order als Ansatz genutzt wird, um die Kapitalstruktur von Unternehmen zu erklären. Die Pecking Order ist jedoch nicht der einzige Ansatz. Für eine detaillierte Darstellung unterschiedlicher Erklärungsansätze der Kapitalstruktur vgl. Leland/Pyle (1977); Ross (1977); Marsh (1982); Myers (1984); Harris/Raviv (1991); Myers (2001).

Die vorliegende Untersuchung erhebt nicht den Anspruch, die Gesamtheit der bestehenden Ansätze zur Erklärung der Kapitalstruktur wiederzugeben. Da die Pecking Order jedoch ein bedeutender Ansatz ist, eine gewisse Erklärungskraft angenommen werden kann, und da sie in engem Zusammenhang zu einem potentiellen Rationalitätsdefizit steht, wird dieser Ansatz in der vorliegenden Untersuchung näher vorgestellt.

<sup>556</sup> Vgl. beispielsweise Donaldson (1961); Pinegar/Wilbrecht (1989), S. 84 f.; Kamath (1997), S. 336-338; Fama/French (2002), S. 28-30.

<sup>557</sup> Vgl. beispielsweise Brennan/Kraus (1987).

damit die Entscheidung zur Durchführung von Investitionen beeinflusst.<sup>558</sup> Sie weisen nach, dass eine negative Korrelation zwischen fundamental nicht gerechtfertigten Entwicklungen des Aktienkurses und dem Investitionsverhalten besteht. Diese Korrelation ist insbesondere für diejenigen Unternehmen ausgeprägt, deren Möglichkeiten zur Beschaffung von Fremdkapital beschränkt sind.<sup>559</sup>

Dieses Untersuchungsergebnis steht im Einklang mit der Pecking Order und besitzt zwei Implikationen. Die Abhängigkeit des Investitionsverhaltens finanzschwacher Unternehmen von Entwicklungen des Aktienkurses ist positiv zu werten, wenn der Fall unterstellt wird, dass es sich bei der zu finanzierenden Investition um ein Vorhaben handelt, das Finanzmanager – beispielsweise im Sinne des in Kapitel 3.2.1.2.1.1 beschriebenen Defizits der Überinvestition – einzig zur Verfolgung persönlicher Präferenzen umzusetzen versuchen und für das kein rational handelnder, externer Investor Kapital bereitstellen würde. Die Abhängigkeit ist jedoch negativ zu beurteilen und somit ein Rationalitätsdefizit, wenn keine finanziellen Mittel für Investitionsvorhaben beschafft werden, die unter Berücksichtigung tatsächlicher Kapitalkosten rentabel sind.<sup>560</sup> Für die Relevanz dieses Falles sprechen die Ergebnisse unterschiedlicher Forschungsarbeiten.<sup>561</sup> Ihnen gemeinsam ist der Mechanismus, dass Finanzmanager ungerechtfertigt davon ausgehen, dass der Aktienkurs des eigenen Unternehmens zu niedrig sei, eine Beschaffung externen Eigenkapitals sich somit nicht lohne und aus diesen Gründen die Umsetzung einer

---

<sup>558</sup> Die großzahlige Datenstichprobe umfasst Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche und deckt den Zeitraum von 1980 bis 1999 ab. Vgl. Baker/Stein/Wurgler (2003), S. 969, 971 f. und 981.

<sup>559</sup> Vgl. Baker/Stein/Wurgler (2003), S. 969 und 972.

Der besondere Einfluss, den die Entwicklung des Aktienkurses auf Entscheidungen bezüglich der Durchführung von Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals ausübt, wird durch unterschiedliche empirische Arbeiten bestätigt.

Die von GRAHAM und HARVEY vorgestellte Befragung von Finanzmanagern zeigt beispielsweise, dass rund zwei Drittel der Finanzmanager folgenden Aussagen hinsichtlich der Emission von Aktien zustimmen: „The amount by which our stock is undervalued or overvalued was an important or very important consideration“ und „[i]f our stock price has recently risen, the price at which we can sell is ‚high‘ “. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 216.

Die beiden Zitate zielen auf die sogenannte These des Equity Market Timing ab. Diese These besagt, dass Finanzmanager immer dann Aktien emittieren, wenn der Marktwert des Eigenkapitals im Vergleich zu den Buchwerten und/oder zu den Marktwerten aus der Vergangenheit hoch ist. In der umgekehrten Situation, in denen dieser Vergleich niedrige Werte aufweist, beschließen Finanzmanager demgemäß einen Rückkauf von Aktien. Die Ergebnisse einer empirischen Studie von BAKER und WURGLER sprechen für die Annahme, dass sich auf der Basis der These des Equity Market Timings die Kapitalstruktur von Unternehmen erklären lässt. Vgl. hierzu und zu einer (weiteren) Diskussion der Zusammenhänge zwischen unterschiedlichen Erklärungsansätzen der Kapitalstruktur eines Unternehmens Baker/Wurgler (2002) und die dort angegebene Literatur.

Für eine weitere Unterstützung der These des Equity Market Timings vgl. Shefrin (2007), S. 83 f. und 93 f.

<sup>560</sup> Vgl. Baker/Stein/Wurgler (2003), S. 1002 f.

<sup>561</sup> Vgl. Heaton (2002), S. 34 f.; Malmendier/Tate (2005a), S. 2695 f.

rentablen Investition unterbleibt.<sup>562</sup> Da diese Forschungsarbeiten nicht nur die Relevanz des Defizits, sondern insbesondere die Relevanz bestimmter kognitiver Beschränkungen belegen, werden sie im folgenden Abschnitt zur Ursachenergründung näher beschrieben.

### **Ursachen**

Eine unangemessene Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung lässt sich in der Ursachenkategorie **eigeninteressierten Handelns** nur auf der Basis arbeitsscheuen Verhaltens erklären. Der Wunsch nach einer Reduktion des Arbeitsleids kann eine unangemessene Bevorzugung hervorrufen, da die unternehmensinterne Beschaffung finanzieller Mittel mit weniger Aufwand verbunden ist als die unternehmensexterne. Eine vorrangige Bedeutung kommt jedoch nicht dem eigeninteressierten Handeln, sondern **kognitiven Beschränkungen** von Finanzmanagern zu.

Erweiterungen der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells** erklären, dass Finanzmanager Aktienkursentwicklungen des eigenen Unternehmens verzerrt wahrnehmen und fehlerhafte Kursprognosen aufstellen. Die Ableitung fehlerhafter Kursprognosen vollzieht sich analog zu den bereits im Zusammenhang des Defizits einer Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten genannten Ursachen.<sup>563</sup> Entsteht im Rahmen dieser Fehlleistung die Annahme von Finanzmanagern, dass der aktuelle Aktienkurs zu niedrig sei und zukünftig noch steigen müsse, wird die Durchführung einer Eigenkapitalbeschaffung im Rahmen der Außenfinanzierung als zu kostenintensiv eingeschätzt und es unterbleibt die Finanzierung sogar rentabler Investitionsmöglichkeiten. BREALEY, MYERS und MARCUS konstatieren: „The weak form of the efficient-market theory states that the sequence of past price changes contains no information about future changes. Economists express the same idea more concisely when they say that ‚stock prices follow a random walk‘ or ‚the market has no memory‘. Sometimes financial managers seem to act as if this were not the case. For example, they are often reluctant to issue stock after a fall in price. [...] But we know that the market has no memory and the cycles that financial managers seem to rely on do not exist.“<sup>564</sup>

---

<sup>562</sup> Unbestritten existieren unterschiedlichste Gründe, die gegen die Beschaffung externen Eigenkapitals sprechen. Insbesondere muss von einer solchen Finanzierungsmaßnahme abgesehen werden, wenn negative Vermögensumverteilungseffekte der Altaktionäre überwiegen (vgl. detailliert Myers/Majluf (1984)) oder die mit dieser Maßnahme einhergehende Verschiebung der Herrschaftsverhältnisse nicht akzeptabel ist (vgl. Perridon/Steiner (2004), S. 481). Die in die folgende Ursachenergründung eingearbeitete Evidenz spricht jedoch für die Annahme, dass Finanzmanager keine uneingeschränkt rationale Abwägung der Kosten und Nutzen einer Beschaffung externen Eigenkapitals zur Finanzierung rentabler Investitionen vornehmen.

<sup>563</sup> Von Relevanz sind Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts-, Verankerungsheuristiken sowie Bestätigungsverzerrungen. Vgl. Kapitel 3.2.1.2.3.3.

<sup>564</sup> Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 311. Dieses Zitat stellt auf die Relevanz der Repräsentativitätsheuristik ab.

Fehlerhafte Einschätzungen zum Aktienkurs des eigenen Unternehmens resultieren auch aus kognitiven Beschränkungen, die zu einer Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben. In diese Argumentation fügen sich Ergebnisse unterschiedlicher Forschungsarbeiten ein, die insbesondere zeigen, dass die Vernachlässigung einer Eigenkapitalbeschaffung im Rahmen der Außenfinanzierung ein über kognitive Beschränkungen von Finanzmanagern erklärbares Rationalitätsdefizit ist.

Einen empirisch fundierten Hinweis zur Existenz des genannten Rationalitätsdefizits präsentieren MALMENDIER und TATE, die das Defizit einer unangemessenen Vernachlässigung von Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals auf Basis von Overconfidence- und Optimismus-Effekten erklären.<sup>565</sup> Die Ergebnisse von MALMENDIER und TATE sprechen dafür, dass die beiden genannten kognitiven Beschränkungen ein Erklärungspotential suboptimaler Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen besitzen. So belegen die Autoren in ihrer empirischen Untersuchung, dass die Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen derjenigen Manager, für die Overconfidence- und Optimismus-Effekte nachgewiesen werden, eine stärker ausgeprägte Sensitivität gegenüber internen Cash Flows im Investitionsverhalten besitzen als dies bei den restlichen Managern der Fall ist.<sup>566</sup>

Die Autoren fällen folgendes zentrales Urteil: „We argue that managerial overconfidence can account for corporate investment distortions. Overconfident managers overestimate the returns to their investment projects [womit auf das bereits in Kapitel 3.2.1.2.1.1 dargestellte Defizit der Überinvestition angespielt wird, R. M.] and view external funds unduly costly. Thus, they

---

<sup>565</sup> MALMENDIER und TATE messen Overconfidence- und Optimismus-Effekte über den Umfang der von Managern jeweils gehaltenen Aktien und Aktienoptionen am eigenen Unternehmen. Den Autoren zufolge kann davon ausgegangen werden, dass ein Manager, der in größerem Umfang insbesondere Aktienoptionen hält, die mit Gewinn auf den Kapitalmärkten verkauft werden könnten – die Optionen sind deep in the money –, oder (sogar) Aktien des eigenen Unternehmens zukauf, unter dem Einfluss von Overconfidence- und Optimismus-Effekten steht. Für diesen Manager ist anzunehmen, dass er in der Überzeugung handelt, dass die Aktienkurse seines Unternehmens zukünftig steigen werden. Somit agiert der Manager im Glauben an eine Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens. Statt Aktien und Aktienoptionen am eigenen Unternehmen zu verkaufen, was auch schon aus Überlegungen zur Risikodiversifikation heraus nahe liegen würde, nehmen die 477 in der Studie untersuchten Manager großer US-amerikanischer Unternehmen tendenziell Abstand von einem Verkauf. Demgegenüber versprechen sich die Manager von einem späteren Verkauf die Realisierung eines größeren Gewinns. Vgl. Malmendier/Tate (2005a), insbesondere S. 2661-2664 und 2695 f. Vgl. darüber hinaus detailliert Malmendier (2002), S. 180-266 sowie Malmendier/Tate/Yan (2006), S. 43.

Für gleiche Ergebnisse, bei denen die Overconfidence- und Optimismus-Effekte alternativ über die in Medienberichten zum Ausdruck kommenden Auswirkungen dieser Effekte gemessen werden, vgl. Malmendier/Tate (2005b). Mit Bezug auf Akquisitionentscheidungen vgl. auch Malmendier/Tate (2003).

<sup>566</sup> Vgl. hierzu auch Fußnote 414.



overinvest when they have abundant internal funds, but curtail investment when they require external financing.<sup>567</sup>

Die Annahme einer hohen Bedeutung von Overconfidence- und Optimismus-Effekten bei Entscheidungen zur Auswahl bestimmter Finanzierungsformen wird des Weiteren durch eine Untersuchung von GRAHAM gestützt. GRAHAM wies im Jahr 1999 in einer Befragung nach, dass knapp zwei Drittel der befragten CFO der Ansicht sind, dass die Aktien ihres Unternehmens unterbewertet sind, während nur drei Prozent im Glauben waren, dass ihre Aktien Überbewertungen aufweisen.<sup>568</sup> Dieses Ergebnis ist insofern bemerkenswert, als die Befragung unmittelbar vor dem Internet-Crash durchgeführt wurde.<sup>569</sup> Im Glauben an eine Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens wird ein Finanzmanager keine Entscheidung zur Aktienemission treffen,<sup>570</sup> denn „companies will be reluctant to raise funds by selling stocks when they think their equity is undervalued.“<sup>571</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Finanzmanager leichtfertig auf die Beschaffung von Eigenkapital im Rahmen der Außenfinanzierung verzichten, wenn sie unangemessen im Glauben

<sup>567</sup> Malmendier/Tate (2005a), S. 2661.

Das gleiche Ergebnis leitet auch HEATON im Rahmen eines formal-analytischen Modells ab. Er zeigt, dass Finanzmanager aufgrund von Overconfidence- und Optimismus-Effekten der Ansicht sind, dass die auf den Finanz- und Kapitalmärkten angebotenen Wertpapiere des eigenen Unternehmens unterbewertet sind. Infolgedessen bevorzugen Finanzmanager Formen der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung. Steht freier Cash Flow zur Verfügung, so besteht ein finanzieller Spielraum, der aus der Perspektive der Finanzmanager die Verfolgung attraktiver Investitionen möglich macht, ohne Wertpapiere emittieren zu müssen. Andererseits resultieren aus Overconfidence- und Optimismus-Effekten systematisch verzerrte Prognosen bezüglich der Vorteilhaftigkeit einer Investition. Auch wenn sie aus externer Perspektive betrachtet einen negativen Kapitalwert aufweist, wird sie von Finanzmanagern potentiell als attraktive Investitionsmöglichkeit wahrgenommen und mit dem zur Verfügung stehenden freien Cash Flow finanziert. Vgl. Heaton (2002), S. 34 f.

Wie schon MALMENDIER und TATE, so analysiert auch HEATON nicht nur das Defizit der Unterinvestition finanzschwacher, sondern auch das in Kapitel 3.2.1.2.1.1 bereits erörterte Defizit der Überinvestition finanzstarker Unternehmen.

<sup>568</sup> Vgl. Graham (1999), S. 24.

Darüber hinaus leitet JENTER aus einem von Standard & Poor's stammenden Datensatz, der den Zeitraum von 1992 bis 2000 abdeckt, und geeignet ist, Aktivitäten zum Insider Trading der Manager von 2.010 Unternehmen zu untersuchen, das folgende Ergebnis ab (vgl. Jenter (2005), S. 1911 f.): „Managers' perceptions of fundamental value diverge systematically from market valuations, and perceived mispricing seems an important determinant of managers' decision making. Insider trading patterns shows that low valuation firms are regarded as undervalued by their own managers relative to high valuation firms.“ Jenter (2005), S. 1903.

Von ähnlich verzerrten Ansichten der Finanzmanager in Bezug auf die Bewertung der Aktientitel des eigenen Unternehmens geht HACKBARTH in seinem formal-analytischen Modell aus. Vgl. Hackbarth (2004b), S. 4.

<sup>569</sup> Vgl. Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 44.

<sup>570</sup> Diese Annahme wird in der von GRAHAM und HARVEY durchgeführten Studie bestätigt. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 219, sowie Fußnote 559.

<sup>571</sup> Froot/Scharfstein/Stein (1994), S. 94.

an eine Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens handeln. Unterbleibt aus diesen Gründen die Finanzierung einer rentablen Investition, dann liegt ein Rationalitätsdefizit der Finanzmanager im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements vor.<sup>572</sup> In Verbindung mit dem im Aufgabenbereich des Anlagemanagements diskutierten Defizit der Überinvestition<sup>573</sup> lässt sich festhalten, dass finanzstarke Unternehmen das Defizit aufweisen, (auch) verlustreiche Investitionen durchzuführen, während finanzschwache Unternehmen das Defizit aufweisen, selbst auf die Finanzierung und Durchführung tatsächlich rentabler Investitionen zu verzichten.

### **3.2.2.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Innenfinanzierung**

#### **Defizit**

Innerhalb großer Konzerne entstehen interne Kapitalmärkte, auf denen finanzielle Mittel zwischen unterschiedlich erfolgreichen Geschäftsbereichen beziehungsweise Tochterunternehmen ausgetauscht werden.<sup>574</sup> In der Literatur wird darauf hingewiesen, dass die Existenz interner Kapitalmärkte mit besonderen Vorteilen verbunden sei.<sup>575</sup> So wird ausgeführt, dass die in der Beziehung zu konzernexternen Kapitalgebern bestehenden Probleme einer asymmetrischen Verteilung von Informationen und die damit einhergehenden Agency-Kosten der Finanzierung einer rentablen Investition potentiell im Wege stehen. Diese potentiellen Probleme bestehen im Falle einer konzerninternen Finanzierung nur in geringem Ausmaß. Der Argumentation zufolge besitzt die Konzernführung (weitgehend) klare Informationen darüber, welche Geschäftsbereiche weniger chancenreich sind und folglich finanzielle Mittel freisetzen müssen und welche rentable Investitionsmöglichkeiten bieten, für die aus den anderen Bereichen freigesetzten Mittel einsetzbar sind.<sup>576</sup> Zur Erhöhung des Unternehmenswertes kann auf der Grundlage der unterstellten,

---

<sup>572</sup> Die Diskussion des Defizits der Unterinvestition wirft die Frage auf, wie seine Relevanz im Vergleich zum Defizit der Überinvestition (Kapitel 3.2.1.2.1.1) einzuschätzen ist. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die Überinvestition in Unternehmen virulent ist, die über freie Cash Flows verfügen, während sich die Unterinvestition in Unternehmen negativ auswirkt, die in ihren Möglichkeiten der Innenfinanzierung eingeschränkt sind. Vgl. hierzu detailliert Hovakimian/Hovakimian (2005).

<sup>573</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1.

<sup>574</sup> Vgl. Kapitel 3.2.2.1.

<sup>575</sup> Für eine detaillierte Darstellung potentieller Vorzüge interner Kapitalmärkte vgl. beispielsweise Stein (1997). Für eine umfassende Darstellung potentieller Vor- und Nachteile interner Kapitalmärkte vgl. beispielsweise Gertner/Scharfstein/Stein (1994).

<sup>576</sup> Eine Untersuchung von HARRIS und RAVIV lässt Zweifel an dieser Annahme aufkommen. Auf der Basis eines formal-analytischen Modells können die Autoren zeigen, dass Anreizproblemen und Informationsasymmetrien auch bei Investitions- und Finanzierungsentscheidungen auf konzerninterner Ebene eine hohe Bedeutung zugesprochen werden kann. Vgl. detailliert Harris/Raviv (1996) sowie Bosse (2000), S. 228, für allgemeine Hinweise auf das innerhalb von Konzernen bestehende Problem asymmetrischer Informationsverteilung.

ökonomisch (weitgehend) sinnvollen Allokation finanzieller Mittel die Finanzierungsfähigkeit des gesamten Konzerns genutzt werden.

Trotz des potentiellen Vorzugs in Form einer Einsparung von Agency-Kosten ist jedoch eine Innenfinanzierungsmaßnahme über interne Kapitalmärkte ökonomisch nicht zu rechtfertigen und als Rationalitätsdefizit zu werten, wenn die sich anschließende Allokation der freigesetzten finanziellen Mittel zu Verlusten führt, die die Einsparung an Agency-Kosten überkompensieren. Dass genau dieses Defizit in einem mehrere Geschäftsbereiche beziehungsweise Tochterunternehmen umfassenden Konzern virulent wird, wird in unterschiedlichen empirischen Beiträgen belegt.<sup>577</sup>

LAMONT stellt eine empirische Untersuchung großer, diversifizierter Ölkonzerne vor. Der Vorzug dieses Untersuchungsobjektes besteht darin, dass sich im Jahr 1986 eine Halbierung des Ölpreises vollzog.<sup>578</sup> Die Kenntnis dieses Ereignisses macht sich der Autor zunutze, um zu zeigen, inwiefern die Verschlechterung der Geschäftssituation im Bereich der Ölgeschäfte das Investitions- und Finanzierungsverhalten der anderen, nicht mit dem Ölgeschäft in Zusammenhang stehenden Geschäftsbereiche beeinflusst hat. Der Autor arbeitet das Ergebnis heraus, dass die mit dem Ölpreisverfall einhergehende Verknappung finanzieller Mittel zu übermäßig drastischen Investitionskürzungen in denjenigen Geschäftsbereichen geführt hat, die in keiner Verbindung mit dem Ölgeschäft stehen und für die sich folglich keine Verschlechterung der Erfolgsaussichten des Investitionsprogrammes ergeben haben. In einer Analyse unterschiedlicher Erklärungsmöglichkeiten stellt LAMONT fest, dass die neben dem Ölgeschäft bestehenden Geschäftsbereiche der jeweiligen Ölkonzerne im Zeitraum vor dem Ölpreisverfall in einem ökonomisch nicht gerechtfertigten Umfang mitfinanziert wurden: „I compare the nonoil segments owned by oil companies with similar segments owned by companies that are less dependent on oil. [...] [O]il companies significantly reduced their nonoil investment in 1986. [...] The findings are

---

<sup>577</sup> Neben den Belegen von LAMONT sowie SHIN und STULZ beschäftigen sich auch RAJAN, SERVAES und ZINGALES mit der potentiellen Gefahr einer Fehlallokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten. Die Autoren testen ihre theoretischen Überlegungen anhand großzahliger Unternehmensdaten für den Zeitraum von 1980 bis 1993 und leiten das folgende Ergebnis ab: „The empirical results, taken together, provide striking evidence that diversity in investment opportunities between segments *within* firms leads to distorted investment allocations and hence value differences *between* diversified firms. Diversified firms can trade at a premium if their diversity is low.“ [Hervorhebungen im Original], Rajan/Servaes/Zingales (2000), S. 39. Für empirisch gestützte Hinweise auf Fehlallokationen über interne Kapitalmärkte vgl. zudem Hill (1988) und die dort angegebene Literatur.

<sup>578</sup> Vgl. Lamont (1997), S. 83.

consistent with previous research that suggests that diversified companies tend to subsidize and overinvest in poorly-performing segments.<sup>579</sup>

Eine breiter angelegte empirische Studie von SHIN und STULZ liefert ein ähnliches Ergebnis: „If firms have limited funds available for investment because external funds are more expensive than internal funds, an efficient internal capital market allocates these funds to maximize shareholder wealth. We would expect that divisions with better investment opportunities would have priority in the allocation of funds and that their investment should be less affected by the performance of the firm as a whole than the investment of more marginal divisions. We show that a segment’s sensitivity to the cash flow of the other segments (and, for highly diversified firms, to its own cash flow) does not depend on whether that segment has the best investment opportunities within the firm. These results suggest that divisions are treated alike when they should not be.“<sup>580</sup>

Auf der Basis empirischer Evidenzen lässt sich das Rationalitätsdefizit identifizieren, dass in diversifizierten Konzernen eine Fehlallokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten stattfindet.<sup>581</sup> Aus der Sichtweise des Beschaffungsmanagements bedeutet es, dass rentableren Geschäftsbereichen zur Umsetzung konzerninterner Finanzierungsmaßnahmen Mittel entzogen werden und demzufolge diese Finanzierungsmaßnahmen zu unangemessen hohen Kosten durchgeführt werden.<sup>582</sup> Dieses Defizit zieht zwei weitere negative Konsequenzen nach sich. Zum einen erzeugt der Abzug finanzieller Mittel von einem rentableren Geschäftsbereich Demotivationen bei den dort beschäftigten Mitarbeitern.<sup>583</sup> Zum anderen verschlechtern sich aufgrund des

<sup>579</sup> Lamont (1997), S. 84.

Der im Zitat genannte Hinweis auf frühere Untersuchungen bezieht sich insbesondere auf eine Studie von BERGER und OFEK. Die beiden Autoren können aus einer Analyse von Daten der Jahre 1986 bis 1991 einen Hinweis auf die Fehlallokation finanzieller Mittel innerhalb großer, diversifizierter Konzerne ableiten, die sich in Form eines Abschlages auf den Aktienkurs diversifizierter Konzerne niederschlägt (Diversification Discount). Vgl. Berger/Ofek (1995), S. 55-60.

<sup>580</sup> Shin/Stulz (1998), S. 533.

MAKSIMOVIC und PHILLIPS üben sowohl Kritik an der Argumentation von SHIN und STULZ als auch an der Argumentation weiterer Autoren, die die effiziente Allokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten in Frage stellen. MAKSIMOVIC und PHILLIPS vertreten die Ansicht, dass bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit potentieller Investitionen innerhalb eines Geschäftsbereichs auch dessen Produktivität berücksichtigt werden müsse. Vgl. Maksimovic/Phillips (2002), S. 721-725 und 762 f.

Im Folgenden soll die durch MAKSIMOVIC und PHILLIPS angeregte Diskussion nicht weiter vertieft werden. Die bereits erwähnten Studien stellen einen hinreichenden Anlass dar, das Defizit einer Fehlallokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten in Betracht zu ziehen.

<sup>581</sup> Für einen allgemeinen Hinweis auf das identifizierte Defizit vgl. zudem Ertl (2000), S. 573.

<sup>582</sup> Dieses Defizit kann aus zwei Sichtweisen betrachtet werden. Aus der Sichtweise des Anlagemanagements bedeutet es, dass finanzielle Mittel zur Umsetzung von Investitionen in wenig rentablen Geschäftsbereichen eingesetzt werden (vgl. das in Kapitel 3.2.1.2.1.1 erörterte Defizit der Überinvestition).

<sup>583</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 121 f.

Defizits die Möglichkeiten des Unternehmens, über Maßnahmen in Form einer Außenfinanzierung finanzielle Mittel zu beschaffen. Externe Investoren berücksichtigen im Fall der Finanzierung eines großen, diversifizierten Konzerns die Frage, ob die bereitgestellten finanziellen Mittel den chancenreicheren Geschäftsbereichen zur Verfügung gestellt werden. Treten konzerninterne Fehlallokationen auf, so verkleinert sich die Bereitschaft externer Investoren zur Bereitstellung finanzieller Mittel.<sup>584</sup>

### **Ursachen**

Die Ergründung möglicher Ursachen setzt an der im Kern des RREEMM-Modells bestehenden Annahme **eigeninteressierten Handelns** an.<sup>585</sup> Der Abzug finanzieller Mittel zu Lasten eines rentableren Geschäftsbereichs – und damit die Durchführung einer Finanzierungsmaßnahme zu unangemessen hohen Kosten – kann aus abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen der Finanzmanager resultieren. In der Konzernzentrale beschäftigte Finanzmanager beschließen den Abzug finanzieller Mittel von einem rentableren Geschäftsbereich, wenn die dort generierten Erfolge nicht Bestandteil der Regelung zur erfolgsabhängigen Entlohnung darstellen (abweichende Konsumpräferenzen) oder Finanzmanager in der Führung des rentableren Geschäftsbereichs konkurrierende Manager sehen, die der Erfüllung eigener Karriereziele abträglich sind (abweichende Karrierepräferenzen).<sup>586</sup> Abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen sind darüber hinaus relevant, wenn in Betracht gezogen wird, dass ökonomische nicht zu rechtfertigende Subventionen notleidender Geschäftsbereiche Finanzmanager in ihrem Streben nach Empire Building unterstützen, indem Schließungen unrentabler Bereiche abgewendet werden.

Zudem begründen abweichende Zeitpräferenzen den Abzug finanzieller Mittel von einem rentableren Geschäftsbereich. Sind in anderen – wenn auch weniger rentablen – Geschäftsbereichen kurzfristige Erfolge erzielbar, die stärker im Einklang mit dem an der Verweildauer

---

<sup>584</sup> Die zentrale Frage hinsichtlich der Bewertung interner Kapitalmärkte besteht darin, ob externe Investoren oder Manager der Konzernzentrale bestehende Investitionsmöglichkeiten der unterschiedlichen Geschäftsbereiche des Konzerns angemessener einschätzen können. Vgl. De Motta (2003), S. 1194.

<sup>585</sup> Zusätzlich zu der im Folgenden beschriebenen Ursachenergründung sei angemerkt, dass sich das Defizit einer suboptimalen Gestaltung von Innenfinanzierungsmaßnahmen über interne Kapitalmärkte auch als Folgedefizit einer unangemessenen Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung (Kapitel 3.2.2.2.1) begreifen lässt. Die potentiellen Nachteile einer Finanzierung über interne Kapitalmärkte werden möglicherweise bewusst in Kauf genommen, um die in Kapitel 3.2.2.2.1 bereits erörterten Eigeninteressen zu verfolgen. Auch eine Wirkung in umgekehrter Richtung ist zu berücksichtigen.

<sup>586</sup> Gleichfalls ist in Betracht zu ziehen, dass die ökonomisch unangemessene Fehlallokation dem Interesse eines Finanzmanagers am Empire Building oder der Realisierung sogenannter Pet Projects dienlich ist, die in der besonderen Gunst der Finanzmanager stehen. Vgl. Shin/Stulz (1998), S. 532 f.; Scharfstein/Stein (2000), S. 2538.

des Finanzmanagers im Unternehmen ausgerichteten Planungshorizont stehen, dann verursachen Finanzmanager aus diesem Grund das beschriebene Rationalitätsdefizit.

Über die Begründung auf der Basis eigeninteressierten Handelns hinaus begründen **kognitive Beschränkungen** der Finanzmanager einen unangemessenen Abzug finanzieller Mittel von einem rentableren Geschäftsbereich. Im Hinblick auf relevante Erweiterungen der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells** ist mit negativen Auswirkungen von Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen der Finanzmanager zu rechnen. Wenn sich (alle) Manager von Tochterunternehmen beim zentralen Finanzmanagement beziehungsweise der Konzernleitung um die Zuteilung finanzieller Mittel bemühen, dann entsteht die herausfordernde Notwendigkeit, jedes einzelne Finanzierungsbedürfnis gewissenhaft zu überprüfen. Insbesondere im Falle einer wachsenden Zahl von Tochterunternehmen oder im Falle instabiler wirtschaftlicher Verhältnisse in den Sitzländern der Tochterunternehmen eines internationalen Konzerns entsteht eine Überforderung des in der Zentrale beschäftigten Finanzmanagers, der nicht hinreichend genau die Bedürfnisse aller Teileinheiten des Konzerns einschätzen kann.<sup>587</sup> Die steigende Aufgabenkomplexität ist mit einer Vergrößerung der Wahrscheinlichkeit verbunden, dass Wissensbeschränkungen von den in der Zentrale beschäftigten Finanzmanagern virulent werden und die erfahrungsabhängig gebildeten, komplexitätsreduzierenden mentalen Modelle der Finanzmanager suboptimale Innenfinanzierungsmaßnahmen bedingen.

Ebenfalls die Erweiterungen der resourceful-Annahme betreffend eröffnen Heuristiken sowie Bestätigungsverzerrungen eine Erklärungsmöglichkeit der Durchführung unangemessener Finanzierungsmaßnahmen auf internen Kapitalmärkten. Eine aufgrund dieser Beschränkungen verzerrte, inadäquate Generierung von Informationen zur Fundierung der Finanzierungsmaßnahme führt zu Fehleinschätzungen.

Mit Bezug auf Erweiterungen der **evaluating-Annahme des RREEMM-Modells** ist ferner der Immediately-Effekt in Erwägung zu ziehen. Dient der Abzug finanzieller Mittel von einem rentablen Geschäftsbereich der Verwirklichung kurzfristiger Erfolge, so ist die Bevorzugung der zwar weniger rentablen, aber dafür schneller erzielbaren Wirkungen als Ergebnis dieses Phänomens zu erklären.

---

<sup>587</sup> BLOHM und LÜDER werten die Überlastung der in der Zentrale beschäftigten Leitungsorgane als eine zentrale Schwachstelle des Investitionsbereichs von Industriebetrieben. Vgl. Blohm/Lüder (1991), S. 26 f. Für weitere Hinweise vgl. Schumacher (2005), S. 117 f. und 124.

### **Fazit**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die erweiterten Finanzierungsmöglichkeiten, die sich innerhalb eines mehrere Geschäftsbereiche umfassenden, diversifizierten Konzerns in Form interner Kapitalmärkte bieten, in besonderer Weise mit der Gefahr einer Fehlallokation finanzieller Mittel verbunden sind. Aus der Perspektive des Beschaffungsmanagements besteht ein Rationalitätsdefizit, wenn die Umsetzung einer internen Finanzierungsmaßnahme dazu führt, dass einem rentableren Geschäftsbereich unangemessen finanzielle Mittel entzogen werden und diese Maßnahme somit zu ungerechtfertigt hohen Kosten erfolgt.

### **3.2.2.2.3 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Außenfinanzierung**

#### **3.2.2.2.3.1 Unangemessen kurzfristige Fremdkapitalbeschaffung**

#### **Defizit**

Eine wichtige Entscheidung, die im Rahmen der Außenfinanzierung bei der Beschaffung von Fremdkapital zu treffen ist, berührt die Frage nach der Fristigkeit des aufgenommenen Kapitals. Hierbei ist das Defizit zu identifizieren, dass aufgrund fehlerhafter Einschätzungen der Finanzmanager im Rahmen der Input- und Prozessrationalität der festgelegte Zeithorizont zu kurzfristig ausfallen kann und somit nicht den sachlichen Erfordernissen gerecht wird.

Während in der finanzwissenschaftlichen Literatur vielzählige Einflussfaktoren diskutiert werden, die die Wahl der Fristigkeit bestimmen,<sup>588</sup> sind zur Identifikation des genannten Rationalitätsdefizits zwei Faktoren hervorzuheben,<sup>589</sup> für deren hohe Relevanz unterschiedliche empirische Evidenzen sprechen.

---

<sup>588</sup> Für eine überblicksartige Darstellung einzelner theoretischer Ansätze zur Erklärung der Fristigkeit bei der Aufnahme von Fremdkapital und eine empirische Überprüfung der hieraus abgeleiteten Hypothesen vgl. Barclay/Smith (1995), S. 610-614.

<sup>589</sup> Neben den beiden im Folgenden genannten Einflussfaktoren zur Wahl der Fristigkeit bei der Fremdkapitalaufnahme ist darüber hinaus auf zwei weitere, häufig zitierte Argumentationen hinzuweisen.

MYERS geht von der Annahme aus, dass Finanzmanager darum bemüht sind, das Ausmaß der Fremdkapitalaufnahme insgesamt zu reduzieren und insbesondere auf die Aufnahme langfristigen Fremdkapitals zu verzichten, um das Problem zu vermeiden, dass (potentielle) Aktionäre möglicherweise deshalb von einer Investition in das Unternehmen abgehalten werden. Sie befürchten, dass die Cash Flows einer attraktiven Investition lediglich Fremdkapitalgebern in Form von Zins- und Tilgungszahlungen zugute kommen. Vgl. Myers (1977). Die Ergebnisse der Untersuchung von GRAHAM und HARVEY lassen jedoch Zweifel an der Relevanz dieses Einflussfaktors aufkommen. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 223 und 226.

BARNEA, HAUGEN und SENBET sowie LELAND und TOFT diskutieren einen Ansatz, der die bevorzugte Aufnahme kurzfristigen Fremdkapitals über unterschiedliche Präferenzen erklärt, die Eigen- und Fremdkapitalgeber bezüglich der Risiken einer Investition haben. Demnach sind Eigenkapitalgeber stärker als

Zum einen machen Finanzmanager die Wahl der Fristigkeit bei der Fremdkapitalaufnahme von den prognostizierten Zahlungseingängen der zu finanzierenden Investition abhängig (Cash Flow-Erwartung). Eine Aufnahme kurzfristigen Fremdkapitals wird beschlossen, wenn Finanzmanager in der Erwartung handeln, dass die zu finanzierende Investition die Erreichung kurzfristiger Zahlungsüberschüsse ermöglicht.<sup>590</sup> Zum anderen bestimmt sich die Wahl der Fristigkeit aus den Erwartungen der Finanzmanager bezüglich der Entwicklung des Zinssatzes (Zinssatz-Erwartung). Finanzmanager bevorzugen kurzfristiges Fremdkapital, wenn sie in dem Glauben handeln, dass sich die Zinssätze in Zukunft senken werden (Debt Market Timing).<sup>591</sup>

Bezüglich des erstgenannten Einflussfaktors (Cash Flow-Erwartung) belegt eine empirische Studie von LANDIER und THESMAR, dass die Kapitalaufnahme systematisch zu kurzfristig ausgestaltet ist. Die Autoren leiten dieses Ergebnis unter Berücksichtigung der negativen Auswir-

---

Fremdkapitalgeber an der Realisierung von Investitionen interessiert, die ein hohes Risiko in sich tragen. Dies hängt damit zusammen, dass Eigenkapitalgebern derjenige Teil des Cash Flows zugute kommt, der nach Abzug der Verbindlichkeiten des Unternehmens verbleibt, zu denen auch die Zins- und Tilgungszahlungen der Fremdkapitalgeber zählen. Gleichzeitig besitzen Eigenkapitalgeber – wenn überhaupt – nur in begrenztem Umfang die Verpflichtung, fällige Zahlungen an die Fremdkapitalgeber zu bedienen, sofern der zur Verfügung stehende Cash Flow die Verbindlichkeiten des Unternehmens nicht abdeckt. Entsprechend diesem Einflussfaktor kann eine Entscheidung für kurzfristiges Fremdkapital zu einer Milderung des geschilderten Interessenkonflikts zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern beitragen. Vgl. Barnea/Haugen/Senbet (1980) oder auch Leland/Toft (1996). Ähnlich wie schon bezüglich des Erklärungsansatzes von MYERS, lassen die Untersuchungsergebnisse von GRAHAM und HARVEY jedoch Zweifel an der Relevanz dieses Ansatzes aufkommen. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 226.

<sup>590</sup> Vgl. beispielsweise Myers (1977), S. 171.

Die Relevanz dieses Einflussfaktors kann in der bereits mehrfach genannten Studie von GRAHAM und HARVEY bestätigt werden, die 392 US-amerikanische CFO auch zu diesem Thema befragt haben. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass die Abstimmung der Fristigkeit des Fremdkapitals auf die zeitliche Struktur der erwarteten Zahlungseingänge einer Investition den wichtigsten Einflussfaktor des zeitlichen Horizontes einer Fremdkapitalbeschaffung repräsentiert. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 187, 224 und 228.

<sup>591</sup> Die von GRAHAM und HARVEY durchgeführte Befragung US-amerikanischer CFO belegt, dass Erwartungen bezüglich der Zinssätze einen großen Einfluss im Rahmen von Entscheidungen zur Fremdkapitalaufnahme ausüben. Die befragten CFO geben an, dass dieser Faktor den drittwichtigsten Einfluss auf Entscheidungen über die Fristigkeit von Fremdkapitalien ausübt. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 223 f.

Ferner sprechen die Ergebnisse einer großzahligen empirischen Untersuchung von BAKER, GREENWOOD und WURGLER dafür, dass Finanzmanager die Fristigkeit von Fremdkapitalien auf eigene Erwartungen bezüglich der Entwicklung von Zinssätzen abstimmen. Vgl. Baker/Greenwood/Wurgler (2003), S. 287 f.

Einen sehr ähnlichen Einflussfaktor auf die Wahl der Fristigkeit arbeiten FLANNERY sowie KALE und NOE heraus. Die Autoren gehen von der Annahme aus, dass die Wahl kurzfristigen Fremdkapitals von der Erwartung der Finanzmanager bestimmt sein kann, dass sich eine Verbesserung des Ratingurteils ereignen wird. Demnach bevorzugen Finanzmanager kurzfristiges Fremdkapital, da sie die Erwartung eines verbesserten Ratingurteils hoffen lässt, größere Kapitalbedarfe erst dann zu finanzieren, wenn das verbesserte Ratingurteil eine kostengünstigere Finanzierung ermöglicht. Vgl. Flannery (1986); Kale/Noe (1990). Die empirische Studie von GRAHAM und HARVEY weist jedoch nur eine schwache Bestätigung dieses Zusammenhanges nach, sodass er im Folgenden nicht explizit berücksichtigt werden soll. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 223 f. Vgl. ähnlich Barclay/Smith (1995), S. 629.



kungen von Overconfidence- und Optimismus-Effekten bei der Wahl der Fristigkeit einer Kapitalaufnahme ab. Das Ausmaß der beiden Effekte messen sie über die Differenz zwischen den von Managern ursprünglich erwarteten und (ex post) tatsächlich eingetretenen Cash Flows der jeweils zu finanzierenden Investition.<sup>592</sup> Für eine Datenstichprobe französischer Unternehmen, die den Zeitraum von 1994 bis 1998 umfasst, zeigen LANDIER und THESMAR, dass die Aufnahme kurzfristigen Kapitals signifikant positiv mit dem Ausmaß optimistischer Erwartungen der untersuchten Entscheidungsträger korreliert ist.<sup>593</sup> Zusammenfassend wird somit mit Bezug auf die Cash Flow-Erwartung eine systematisch zu kurzfristige Aufnahme von Fremdkapital belegt.

Bezüglich des zweitgenannten Einflussfaktors (Zinssatz-Erwartung) existiert kein empirischer Beleg, der nachweist, dass Finanzmanager systematisch zu kurzfristiges Fremdkapital aufnehmen. Wie die folgende Ursachenergründung jedoch zeigt, bietet sich für diesen Einflussfaktor die Ableitung einer Analogie an.

Das Defizit einer systematischen Bevorzugung kurzfristiger gegenüber langfristigen Fremdkapitalien ist mit großen Gefahren verbunden. Im Falle einer unterplanmäßigen Entwicklung der jeweils zu finanzierenden Investition können Zahlungsschwierigkeiten resultieren. Des Weiteren weisen die Zinssätze kurzfristigen Fremdkapitals in der Regel eine größere Volatilität auf als die Zinssätze langfristigen Fremdkapitals.<sup>594</sup> Eine aufgrund fehlerhafter Cash Flow- und Zinssatz-Erwartungen eintretende Bevorzugung von kurzfristigen gegenüber langfristigen Fremdkapitalien ist folglich als ein Rationalitätsdefizit des Finanzmanagements anzusehen.<sup>595</sup>

---

<sup>592</sup> Vgl. Landier/Thesmar (2003), S. 4.

<sup>593</sup> Vgl. Landier/Thesmar (2003), S. 1, 5, 21 und 45.

<sup>594</sup> Vgl. Ross/Westerfield/Jaffe (1993), S. 762.

<sup>595</sup> Die Virulenz des herausgearbeiteten Rationalitätsdefizits ist in zweierlei Hinsicht zu relativieren.

Zum einen ist darauf hinzuweisen, dass – wie eingangs erwähnt – die Erwartungsbildung von Finanzmanagern nicht vollständig die Fristigkeit der Kapitalaufnahme bestimmt, jedoch einen bedeutenden Einfluss auf diese Entscheidung ausübt. In diesem Sinne ist die Gültigkeit des behandelten Rationalitätsdefizits dann gegeben, wenn sich potentielle Ursachen von Rationalitätsdefiziten negativ auf die beiden hervorgehobenen Einflussfaktoren auswirken, während für die restlichen Einflussfaktoren anzunehmen ist, dass sie unverändert bleiben. Zum anderen schränken zwei Beiträge das Ausmaß des abgeleiteten Rationalitätsdefizits ein.

Ein von CHILDS, MAUER und OTT erarbeitetes formal-analytisches Modell kann unter der Annahme, dass sich Unternehmen durch ein hohes Maß an finanzieller Flexibilität auszeichnen, weitreichende Vorteile einer bevorzugten Aufnahme kurzfristigen Fremdkapitals ableiten. Diese Flexibilität setzt jedoch voraus, dass Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die Kapitalstruktur dynamisch anzupassen und Liquiditätsrisiken abzusichern. Vgl. Childs/Mauer/Ott (2005), S. 668 f.

Darüber hinaus untersuchen GUEDES und OPLER die Fristigkeit von 7.368 unterschiedlichen Anleihen, die im Zeitraum von 1982 bis 1993 von US-amerikanischen Unternehmen emittiert wurden. Ohne Berücksichtigung möglicher kognitiver Beschränkungen wird belegt, dass die Anleihen derjenigen Unternehmen, die ein Speculative Grade-Rating aufweisen, tendenziell langfristige Anleihen emittieren. „This result is consistent with the theory that speculative grade firms issue debt with the longest possible term in order to avoid the risk of costly premature liquidation.“ Guedes/Opler (1996), S. 1810.

### **Ursachen**

Mögliche Ursachen einer unangemessen kurzfristigen Fremdkapitalbeschaffung lassen sich nicht auf der Basis des *eigeninteressierten Handelns* von Finanzmanagern erklären. Da die beiden genannten Einflussfaktoren (Cash Flow- und Zinssatz-Erwartung) jedoch im Zusammenhang mit der Erwartungsbildung von Finanzmanagern stehen, ergibt sich hierdurch ein relevanter Anknüpfungspunkt zur Begründung des genannten Rationalitätsdefizits auf der Basis *kognitiver Beschränkungen* der Finanzmanager.

Basierend auf Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* ist zunächst allgemein erklärbar, dass die von den Finanzmanagern gebildeten Erwartungen mit Fehleinschätzungen behaftet sind. Wissensbeschränkungen, mentale Modelle der Finanzmanager, die Anwendung von Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts- oder auch Verankerungsheuristiken sowie Bestätigungsverzerrungen begründen, dass Finanzmanager fehlerhafte Prognosen bezüglich der zu erwartenden Cash Flows oder Zinssätze ableiten.<sup>596</sup> Inadäquate Cash Flow- oder Zinssatz-Prognosen führen im Ergebnis zu einer fehlerhaften Auswahl der Fristigkeit von Fremdkapital.

Die systematische Bevorzugung einer zu kurzfristigen Fremdkapitalaufnahme erklären zudem Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells*. Entsprechend den Studienergebnissen von LANDIER und THESMAR bewirken Overconfidence- und Optimismus-Effekte überzogene Cash Flow-Prognosen und somit eine systematisch zu kurzfristige Beschaffung von Fremdkapital.<sup>597</sup> Obgleich die konkrete empirische Evidenz zum Beleg dieser Annahme fehlt, ist analog auch beim zweiten der beiden aufgeführten Einflussfaktoren (Zinssatz-Erwartung) auf der Basis von Overconfidence- und Optimismus-Effekten davon auszugehen, dass Finanzmanager zu häufig mit dem aus ihrer Sicht positiven Ereignis einer Vergünstigung der Kapitalaufnahme rechnen und sich demnach zu häufig für die Aufnahme kurzfristigen Fremdkapitals entscheiden.

### **Fazit**

Die empirische Evidenz zeigt, dass Erwartungen der Finanzmanager bezüglich des Cash Flows der zu finanzierenden Investition und bezüglich der Entwicklung des Zinssatzes einen maßgeblichen Einfluss auf die Wahl der Fristigkeit bei der Fremdkapitalaufnahme ausüben. Kognitive Beschränkungen der resourceful-Annahme erklären, dass diese Erwartungen allgemein mit Fehlern behaftet sind und Erweiterungen der expecting-Annahme begründen, dass Finanzmanager der Fremdkapitalaufnahme systematisch zu kurzfristige Zeithorizonte zugrunde legen.

---

<sup>596</sup> Für einen Hinweis auf die hohe Gefahr der Fehleinschätzung, die speziell mit dem Versuch verbunden ist, auf der Basis selbst erstellter Zinssatz-Prognosen Entscheidungen über die Wahl der Fristigkeit zu treffen, vgl. Drobetz/Pensa/Wöhle (2006), S. 276.

<sup>597</sup> Für einen allgemeinen Hinweis vgl. ähnlich Hackbarth (2004b), S. 2.

### 3.2.2.2.3.2 Unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Fremdkapitalbeschaffung

#### **Defizit**

Entscheidungen der Finanzmanager bezüglich der Fremdkapitalbeschaffung weisen nicht nur im Hinblick auf die Fristigkeit ein Defizit auf. Ein Defizit besteht ferner darin, dass Finanzmanager das gesamte Potential der Fremdkapitalbeschaffung nur unzureichend ausschöpfen, da sie – wie im Folgenden auszuführen sein wird – die Steuervorteile, die im Zusammenhang mit der Fremdkapitalfinanzierung stehen, nicht angemessen berücksichtigen.<sup>598</sup>

Einen Beleg hierfür leitet GRAHAM in einer großzahligen empirischen Datenanalyse ab, in der er die im Zusammenhang mit der Fremdkapitalbeschaffung stehenden Steuervorteile näher untersucht. Für die untersuchte Stichprobe fällt GRAHAM das folgende Urteil: „The typical firm could double tax benefits by issuing debt until the marginal tax benefit begins to decline. I infer how

---

<sup>598</sup> Die bereits mehrfach erwähnte Studie von GRAHAM und HARVEY zeigt, dass aus der Sicht US-amerikanischer CFO fünf andere Faktoren einen bedeutenderen Einfluss auf Entscheidungen über die Durchführung von Fremdkapitalfinanzierungen ausüben als der steuerliche Einflussfaktor. In absteigender Reihenfolge werden von den befragten CFO die folgenden Faktoren genannt, die Einfluss auf Entscheidungen über die Durchführung einer Fremdkapitalbeschaffung ausüben: (1) Finanzielle Flexibilität, (2) Ratingkriterien, (3) Volatilität der Cash Flows, (4) Innenfinanzierungskraft, (5) Höhe des Zinssatzes, (6) Steuervorteile, (7) Transaktionskosten, (8) Unter- beziehungsweise Überbewertung der Aktien, (9) Verschuldungsgrad vergleichbarer Unternehmen sowie (10) potentielle Insolvenzkosten. Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 210.

Auf der Basis eines identisch aufgebauten Fragebogens können auch DROBETZ, PENZA und WÖHLE das genannte Ergebnis von GRAHAM und HARVEY bestätigen, dass die Finanzverantwortlichen der steuerlichen Abzugsfähigkeit keine große Bedeutung beimessen. Die Studie basiert auf einer Stichprobe von 80 börsenhandelnden Unternehmen Deutschlands, der Schweiz und Österreichs. Vgl. Drobotz/Pensa/Wöhle (2006), S. 255 und 260.

Einen weiteren Beleg liefert schließlich auch die – ebenfalls schon mehrfach erwähnte – Studie von BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK, die speziell für die Gruppe der befragten deutschen CFO folgende allgemeine Rangordnung der Einflussfaktoren auf die Fremdkapitalbeschaffung nachweisen können: (1) Finanzielle Flexibilität, (2) Ratingkriterien, (3) Volatilität der Cash Flows, (4) Transaktionskosten, (5) Steuervorteile, (6) Verschuldungsgrad vergleichbarer Unternehmen sowie (7) potentielle Insolvenzkosten. Vgl. Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 95. Insbesondere für deutsche CFO stellen die Autoren fest: „Our regression results show that in Germany, the tax advantage is less important. Of the German responses, only 21.1 % cited tax advantages as an important factor when determining their capital structure. For the other samples [englische, niederländische und französische CFO, R. M.] these percentages were much higher [...]“. Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 98.

Darüber hinaus stellen RAJAN und ZINGALES im Rahmen eines empirischen Vergleichs der Kapitalstruktur von sieben großen Industrieländern speziell für Deutschland Folgendes fest: „[L]everage increases with size in all countries except Germany. A possible explanation is that larger firms are better diversified and have a lower probability of being in financial distress. Lower expected bankruptcy costs enable them to take on more leverage. But a number of economists [...] argue that in Germany the bankruptcy code is not conducive to reorganizing firms, and firms entering bankruptcy are usually liquidated. Since liquidation values are generally lower than going concern values, bankruptcy is potentially more costly in Germany. So we might expect a stronger positive correlation between size and leverage in Germany. Why then do we observe a significant negative correlation?“ Rajan/Zingales (1995), S. 1422 f.

aggressively a firm uses debt by observing the shape of its tax benefit function. Paradoxically, large, liquid, profitable firms with low expected distress costs use debt conservatively.<sup>599</sup> Das in dem Zitat zum Ausdruck gebrachte Ergebnis spricht dafür, dass Finanzmanager – unter dem Gesichtspunkt der steuerlichen Optimierung betrachtet – das sich in Form einer Fremdkapitalbeschaffung bietende Finanzierungspotential nur unzureichend ausschöpfen.<sup>600</sup>

Auch wenn nicht nur steuerliche Aspekte Entscheidungen zur Fremdkapitalaufnahme bestimmen,<sup>601</sup> ist auf der Basis empirischer Hinweise und unter der Annahme, dass weitere Einflussfaktoren der Fremdkapitalaufnahme konstant sind, davon auszugehen, dass Finanzmanager den Steuervorteilen, die im Rahmen einer verstärkten Finanzierung über Fremdkapital erzielt werden können, einen zu geringen Wert beimessen.<sup>602</sup> Als tiefergehende Ursachen dieser unzureichenden Ausnutzung des Steuersenkungspotentials bieten sich sowohl das eigeninteressierte Handeln als auch kognitive Beschränkungen der Finanzmanager an.<sup>603</sup>

---

<sup>599</sup> Vgl. Graham (2000), S. 1901.

<sup>600</sup> Neben der angeführten empirischen Untersuchung von GRAHAM weist auch SHEFRIN anhand eines Fallbeispiels aus der Praxis darauf hin, dass Unternehmen die sich im Rahmen der Fremdfinanzierung bietenden Steuervorteile nur unzureichend ausschöpfen. Vgl. Shefrin (2007), S. 2, 12 f. und 95.

<sup>601</sup> Vgl. Fußnote 598.

<sup>602</sup> Eine endgültige Aussage kann nicht getroffen werden, da in der Forschung viele Zusammenhänge noch nicht eindeutig geklärt sind, die Frage betreffend, welche genauen Aspekte für oder auch gegen Entscheidungen zur Aufnahme von Fremd- beziehungsweise Eigenkapital sprechen und wie diese Aspekte ökonomisch rational zu gewichten sind. Die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur ist dementsprechend noch weitgehend ungeklärt. Eine Aussage von LELAND verdeutlicht dies folgendermaßen: „Financial economics has a rich literature analyzing the capital structure decision in qualitative terms. But it has provided relatively little specific guidance [...] [T]he theory addressing capital structure remains distressingly imprecise. This has limited its application to corporate decision making.“ Leland (1998), S. 1213.

Gleichwohl hat die Forschung Ansätze zur Erklärung der Kapitalstruktur von Unternehmen hervorgebracht, die einen vertieften Einblick in die relevanten Zusammenhänge bieten. Einen solchen Ansatz stellt neben der bereits in Kapitel 3.2.2.2.1 erläuterten Pecking Order die Trade-Off-Theorie dar (vgl. Myers (1984), S. 576; Kamath (1997), S. 335). Die Trade-Off-Theorie geht von der Annahme aus, dass ein Unternehmen in der Lage ist, ein optimales Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital und somit die anzustrebende Kapitalstruktur zu bestimmen, indem es Kosten und Nutzen einer Fremdkapitalaufnahme gegeneinander abwägt (vgl. Scott (1976)). In traditionellen Trade-Off-Modellen liegt der Hauptnutzen für das kapitalaufnehmende Unternehmen in der steuerlichen Absetzbarkeit der Zinskosten des Fremdkapitals (vgl. Modigliani/Miller (1963); Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 400). Die Hauptkosten des Fremdkapitals liegen aus der Sicht des kapitalaufnehmenden Unternehmens in den (potentiellen) Insolvenzkosten (vgl. Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 400). Für eine empirische Untersuchung der Trade-Off-Theorie vgl. Hovakimian/Opler/Titman (2001). Vgl. grundlegend zur Kapitalstruktur zudem Miller (1977).

Für eine detaillierte Untersuchung des Zusammenwirkens der Interessenlagen von Managern, Eigen- und Fremdkapitalgebern im Hinblick auf die Kapitalstruktur vgl. darüber hinaus Douglas (2002).

<sup>603</sup> Ergänzend zu der im Folgenden ausgeführten Ursachenergründung ist zu erwähnen, dass sich das Defizit einer mangelnden Ausschöpfung des Finanzierungspotentials auch als Folgedefizit einer unangemessenen Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung (Kapitel 3.2.2.2.1) erklären lässt. Umgekehrt kann auch die mangelnde Ausschöpfung des Finanzierungspotentials der Außenfinanzierung das in Kapitel 3.2.2.2.1 bereits erörterte Defizit erklären.

### **Ursachen**

Im Bereich des *eigeninteressierten Handelns* ist zunächst zu berücksichtigen, dass grundsätzlich eine geringere Fremdkapitalfinanzierung das Insolvenzrisiko verkleinert. Insofern erklären abweichende Karrierepräferenzen die unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Fremdkapitalbeschaffung. AGRAWAL und MANDELKER konstatieren: „To the extent that the manager’s future employment income is tied to the continued survival of the firm, a reduction in financial leverage increases the value of the human capital of the manager.“<sup>604</sup> Zudem trägt ein geringes Maß der Fremdfinanzierung dazu bei, dass Finanzmanager Handlungsspielräume schützen, die sich ihnen bei der Gestaltung des Unternehmensgeschehens bieten. Korrespondierend hierzu weisen BERGER, OFEK und YERMACK auf der Basis eines großen Datensatzes zur Fremdkapitalbeschaffung von 409 US-amerikanischen Unternehmen im Zeitraum von 1984 bis 1991 folgendes Ergebnis nach: „We find evidence that firm leverage is affected by the degree of managerial entrenchment, and most of our results indicate that entrenched managers seek to avoid debt.“<sup>605</sup>

Darüber hinaus bewirkt potentiell das Streben eines Finanzmanagers nach einer Reduktion des Arbeitsleids, dass er die komplexe Aufgabe der Festlegung einer angemessenen Politik der externen Fremdfinanzierung unter gleichzeitiger Berücksichtigung steuerlicher Aspekte nur mit mangelnder Sorgfalt wahrnimmt. Wird in Betracht gezogen, dass große Konzerne multinational agieren und ein Finanzmanager somit unterschiedlichste steuerliche Regelungen in sein Entscheidungskalkül einbeziehen muss, erklärt sich, dass bei einem eingeschränkten Arbeitseinsatz Fehlbewertungen auftreten.

Werden *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager berücksichtigt, die zu einer Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben, dann bilden Wissensbeschränkungen eine geeignete Erklärungsbasis. Einen empirischen Hinweis speziell auf die Relevanz dieser kognitiven Beschränkung liefert die Studie von GRAHAM und HARVEY. Die von den beiden Autoren durchgeführte CFO-Befragung liefert das Ergebnis, dass steuerliche Vorteile, die mit der Aufnahme von Fremdkapital im Ausland verbunden sein können, deutlich häufi-

---

<sup>604</sup> Agrawal/Mandelker (1987), S. 826. Vgl. ähnlich Berkovitch/Israel/Spiegel (2000), S. 551.

<sup>605</sup> Berger/Ofek/Yermack (1997), S. 1436. Für einen allgemeinen Hinweis vgl. zudem Mehran (1992), S. 540.

In Einklang zu einem formal-analytischen Modell von GROSSMAN und HART ist jedoch ergänzend anzumerken, dass dem Verzicht der Finanzmanager auf die Fremdkapitalfinanzierung Grenzen gesetzt sind. Dementsprechend würde ein kompletter Verzicht auf Fremdkapital den Marktwert des Unternehmens senken, da Eigenkapitalgeber in diesem Falle annehmen, dass sich Finanzmanager deshalb nicht der zur Disziplin mahnenden Zahlung regelmäßiger Zins- und Tilgungszahlungen aussetzen, da sie lediglich eine Verfolgung eigener Interessen beabsichtigen. Darüber hinaus erlaubt eine möglichst umfassende Nutzung der unterschiedlichen Finanzierungsquellen die Beschaffung hoher finanzieller Mittel, die Finanzmanager wiederum nutzen können, um Interessen jenseits einer Verkleinerung der Insolvenzgefahr verfolgen zu können. Vgl. Grossmann/Hart (1982), insbesondere S. 108 f. und 130 f.

ger von den CFO sehr großer Unternehmen mit einem hohen Anteil an Auslandsumsätzen wahrgenommen werden, die zudem jüngeren Alters sind, ihre Position kürzer als neun Jahre innehaben und einen MBA-Abschluss aufweisen können<sup>606</sup>: „This could indicate that firms need a certain level of sophistication and exposure to perform international tax planning.“<sup>607</sup>

Ferner begründen Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* eine unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Fremdkapitalbeschaffung. Die Verlustaversion der Finanzmanager bewirkt eine zu konservative Politik der externen Fremdfinanzierung, in der die steuerlich bedingten Kosteneinsparungen nur unzureichend genutzt werden. SHEFRIN konstatiert: „In general, loss aversion leads managers to be reluctant to issue debt, even when issuing more debt would produce positive financing side effects for shareholders. Psychologically the potential losses stemming from financial distress can loom larger than the potential gains stemming from tax shields.“<sup>608</sup>

Abschließend zur Ursachenergründung ist auf die Relevanz des Status Quo-Effekts hinzuweisen, der ebenfalls als Erweiterung der *evaluating-Annahme* in das RREEMM-Modell integriert wurde. Bei der Übertragung dieses Effekts auf den vorliegenden Kontext ist damit zu rechnen, dass Finanzmanager der in der Vergangenheit verfolgten Politik der Fremdkapitalbeschaffung unbewusst einen zu großen Wert beimessen und folglich an einer zu konservativ gestalteten Nutzung von Fremdkapital festhalten.

### **Fazit**

Der augenblickliche Stand der Forschung bietet keine endgültige Klarheit über das optimale Maß einer Finanzierung durch Fremdkapital. Doch auch wenn dieses Optimum nicht eindeutig feststeht, so hat die Erörterung des Defizits doch gezeigt, dass Finanzmanager die steuerlichen Vorteile einer Fremdkapitalfinanzierung bei der Gestaltung der Kapitalstruktur nur unzureichend ausnutzen.

### **3.2.2.2.3.3 Unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Eigenkapitalbeschaffung**

#### **Defizit**

Innerhalb der Außenfinanzierung ist nicht nur in Bezug auf das Fremdkapital, sondern auch in Bezug auf das Eigenkapital festzustellen, dass Finanzmanager das sich bietende Potential nicht

---

<sup>606</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 214.

<sup>607</sup> Graham/Harvey (2001), S. 211.

<sup>608</sup> Shefrin (2007), S. 13.

voll ausschöpfen.<sup>609</sup> Im Durchschnitt liegt der Preis, zu dem Wertpapiere auf die Entscheidung des Finanzmanagements hin am Kapitalmarkt emittiert werden, unterhalb des Preises, der sich im Laufe des ersten Tages nach der Emission auf dem Markt ergibt.<sup>610</sup> Dies bedeutet, dass das gesamte Finanzierungspotential beispielsweise im Rahmen eines Initial Public Offerings (IPO) in der Regel von den Finanzmanagern nur unzureichend genutzt wird. Unterschiedliche Erklärungsmöglichkeiten bieten sich an, um dieses Phänomen zu begründen.<sup>611</sup> Von besonderem Interesse sind im Kontext der vorliegenden Untersuchung diejenigen Erklärungsansätze, die für die Relevanz eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager sprechen.

LOUGHRAN und RITTER analysieren in einem empirischen Beitrag den Erfolg von IPOs und arbeiten als zentrales Ergebnis heraus: „The IPOs leaving a lot of money on the table are those where the offer price is revised upward from what had been anticipated at the time of distributing the preliminary prospectus. The offer price is increased in response to indications of strong demand, but it could have been increased even further. Thus at the same time that underpricing is diluting the preissue shareholders of these firms, these shareholders are receiving the good news that their wealth is much higher than they had anticipated.“<sup>612</sup>

---

<sup>609</sup> Grundsätzlich ist anzumerken, dass die Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen in den letzten vierzig bis fünfzig Jahren ständig gesunken sind. Vgl. Schäfer/Kruschwitz/Schwake (1998), S. 229 f.

<sup>610</sup> Vgl. Ibbotson/Ritter (1995), S. 993 f.; Baker/Ruback/Wurgler (2005), S. 47; Shefrin (2007), S. 84. Auf der Grundlage von Daten zu 6.391 Unternehmen im Zeitraum von 1980 bis 2003 (vgl. Loughran/Ritter (2004), S. 12 f.) können LOUGHRAN und RITTER am Beispiel von Initial Public Offerings (IPO) die hohe Bedeutung des genannten Phänomens belegen: „In the 1980s, the average first-day return was slightly over 7 %. The average first-day return increased to almost 15 % in the 1990s, and then jumped to 65 % during the internet bubble. In the post-bubble period, annual IPO volume dropped to 80 issues or fewer with a mean first-day return of approximately 12 %.“ Loughran/Ritter (2004), S. 13 f.

<sup>611</sup> Eine weit verbreitete Erklärung dieses Phänomens liefert BARON. Sie setzt an der Informationsasymmetrie an, die regelmäßig zwischen dem Emittenten eines Wertpapiers und den potentiellen Investoren besteht. Demzufolge besitzt der Emittent bewertungsrelevante Informationsvorsprünge gegenüber potentiellen Investoren. Aus diesem Grund werden Investmentbanken eingeschaltet, die dazu beitragen, das Informationsgefälle zu reduzieren. Demgemäß besteht die Funktion der Investmentbank darin, im Rahmen einer detaillierten Analyse und Bewertung des Emissionsunternehmens den Informationsvorsprung des Unternehmens abzubauen und einen angemessenen Preis für die zu emittierenden Wertpapiere zu bestimmen (Zertifizierung). Das Interesse an der Aufrechterhaltung der eigenen Reputation wird die Investmentbank ihrerseits dazu veranlassen, die Wertpapiere nicht zu einem unangemessen hohen Preis an die (uninformierten) Investoren zu verkaufen. Wenn eine überteuerte Kursemission zu Kursrückgängen führt und die Investoren bei Folgeemissionen mit einer geringeren Zeichnungsbereitschaft reagieren, dann droht der Investmentbank ein Reputationsverlust in Form sinkender zukünftiger Erträge. Dieser Reputationsverlust wirkt als Anreiz zur gewissenhaften Durchführung der Bewertung und schützt die Investoren vor dem Kauf womöglich überteuerter Wertpapiere. Vgl. detailliert Baron (1982). Negative Auswirkungen von Reputationsverlusten auf das zukünftige Emissionsgeschäft von Banken sind vielfach empirisch belegt. Vgl. beispielsweise Dunbar (2000).

Für eine Darstellung weiterer Erklärungsansätze vgl. Ibbotson/Ritter (1995), S. 995-1001.

<sup>612</sup> Loughran/Ritter (2002), S. 414.

### **Ursachen**

Das angeführte Zitat belegt, dass insbesondere in Situationen, in denen sich noch im Vorfeld eines IPO eine stärkere Nachfrage nach den zu emittierenden Aktien abzeichnet als ursprünglich erwartet, Finanzmanager systematisch zu wenig darauf einwirken, den Emissionspreis noch stärker nach oben zu korrigieren. Angesichts der empirischen Evidenz wäre dies in der Regel erforderlich, um das Finanzierungspotential besser auszunutzen. Unter der Voraussetzung, dass sich im Vermögen der Finanzmanager keine Aktien oder auch Aktienoptionen des eigenen Unternehmens befinden, kann dieses Versäumnis auf das **eigeninteressierte Handeln** der Finanzmanager zurückgeführt werden. Die Erzielung eines hohen Emissionspreises ist zwar ein aus Unternehmenssicht maßgeblich zu verfolgendes Ziel, steht aber möglicherweise im Konflikt zu Interessen der Finanzmanager, die im genannten Falle hieraus keine unmittelbaren Vorteile beispielsweise bezüglich der Erfüllung eigener Konsumziele ziehen können. Das Versäumnis ist dementsprechend als mangelnde Sorgfalt der Finanzmanager zu deuten, die der Reduktion des eigenen Arbeitsleids ein größeres Gewicht beimessen als der Anstrengung, eine ökonomisch sinnvollere Durchführung der Finanzierungsmaßnahme herbeizuführen.

In der Regel sind jedoch auch die Finanzmanager Aktionäre des eigenen Unternehmens, sodass die Erzielung eines höheren Emissionspreises zu einer Mehrung des eigenen Vermögens führt. Das Versäumnis, sich stärker für die Erreichung eines ökonomisch sinnvolleren Emissionspreises einzusetzen, spricht somit für die Annahme, dass in der Regel weniger eigeninteressiertes Handeln der Finanzmanager, sondern vielmehr **kognitive Beschränkungen** eine mangelnde Ausschöpfung des tatsächlich realisierbaren Finanzierungspotentials bewirken.

Das Versäumnis einer angemessenen Korrektur des Emissionspreises lässt sich auf die Anwendung von Verankerungs- und Anpassungsheuristiken (Erweiterung der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells**) in Verbindung mit dem Phänomen des Mental Accountings (Erweiterung der **evaluating-Annahme des RREEMM-Modells**) zurückführen.<sup>613</sup> Der ursprünglich erwartete Emissionspreis bildet den Anker beziehungsweise Referenzpunkt, auf dessen Grundlage Finanzmanager den Erfolg des Emissionsgeschäftes bewerten. Zeigt sich im Vorfeld der Emission eine verstärkte Nachfrage nach den zu emittierenden Aktien, sodass eine – wenn auch unzureichende – Erhöhung des ursprünglichen Emissionspreises vorgenommen wird, dann stellt die Veränderung dieser Größe aus der Sicht der Finanzmanager einen Gewinn dar. Ihm wird ein größerer Wert beigemessen als der Erkenntnis, dass die mangelnde Ausschöpfung des Finan-

---

<sup>613</sup> Vgl. Loughran/Ritter (2002), S. 414 und 420-424.



zierungspotentials eigentlich als Verlust zu werten ist.<sup>614</sup> Als Folge einer solchen Bewertung ergibt sich, dass die Finanzmanager (und auch alle anderen Aktionäre) mit dem Ergebnis des Emissionsgeschäftes zufrieden sind, statt das sich im Rahmen der Finanzierungsmaßnahme bietende Potential zur Kapitalbeschaffung besser auszuschöpfen. Zukünftige Emissionsgeschäfte werden angesichts dieser Zufriedenheit nach dem gleichen Muster ablaufen, sodass nicht davon auszugehen ist, dass sich das Rationalitätsdefizit mit zunehmender Erfahrung verringert.

### **Fazit**

Die Anwendung der Verankerungsheuristik und das Phänomen des Mental Accountings bewirken, dass Finanzmanager systematisch nicht das gesamte Finanzierungspotential einer Eigenkapitalbeschaffung im Rahmen der Außenfinanzierung ausschöpfen.

#### **3.2.2.2.3.4 Fehlende Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils**

### **Defizit**

Die angemessene Pflege der Investor Relations beziehungsweise die angemessene Steuerung des Ratingurteils leisten einen wichtigen Beitrag zur möglichst umfassenden Erschließung der Eigenkapitalquellen beziehungsweise Fremdkapitalquellen im Rahmen der Außenfinanzierung.<sup>615</sup> Insbesondere vergünstigen sich durch eine sorgfältige Wahrnehmung dieser Aufgaben die Konditionen der Kapitalvergabe,<sup>616</sup> da Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmen und potentiellen Investoren abgebaut werden.<sup>617</sup> Trotz der hohen Bedeutung der Investor

---

<sup>614</sup> Korrespondierend mit der Prospect Theory ist anzunehmen, dass Finanzmanager im Rahmen des Emissionsgeschäftes weniger das absolute Niveau, sondern viel mehr die Veränderung einer Größe bewerten.

<sup>615</sup> GÜNTHER und OTTERBEIN stellen empirische Ergebnisse einer Befragung von 21 deutschen Aktiengesellschaften vor, in der sie die Gestaltung der Investor Relations beleuchten. Die Studie zeigt, dass die befragten Unternehmen Investor Relations überwiegend als eine Pflege der Beziehungen zu Eigenkapitalgebern, nicht aber zu Fremdkapitalgebern verstehen. Vgl. Günther/Otterbein (1996), S. 390 f. sowie Kapitel 3.2.2.1.

<sup>616</sup> Für den Bereich der Investor Relations vgl. beispielsweise Botosan/Plumlee (2002), 21-40.

Für den Bereich des Ratings vgl. beispielsweise Koziol/Thabe (2005), S. 920.

<sup>617</sup> Unterschiedliche Arbeiten bestätigen allgemein die Senkung der Kapitalkosten infolge des Abbaus von Informationsasymmetrien. Vgl. beispielsweise Amihud/Mendelson (1986); Coles/Loewenstein/Suay (1995). Neben einer Erschließung günstiger Eigenkapitalquellen sehen HIRSCH und SORG den großen Nutzen der Investor Relations vor allem darin, relevante Informationen externer Beobachter und Stakeholder (Außenperspektive) in die unternehmensinternen Entscheidungsprozesse integrieren und somit verbessern zu können. Vgl. Hirsch/Sorg (2006), S. 434. Vgl. ähnlich Roberts et al. (2006), S. 290 f.

Für den Bereich des Ratings zeigen zudem HOLTHAUSEN und LEFTWICH, dass die Herabstufung des Ratings von Anleihen mit darauf signifikant schlechteren Renditen der Aktien des emittierenden Unternehmens zusammenhängen. Vgl. Holthausen/Leftwich (1986). Für eine Darstellung weiterer Vorzüge eines guten Ratingurteils vgl. Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 40.

Eine professionelle Aufgabenwahrnehmung im Bereich der Investor Relations und des Ratings bieten somit Chancen, die weit über die Senkung von Eigen- beziehungsweise Fremdkapitalkosten hinausgehen.

Relations und des Ratings zeigt die Unternehmenspraxis jedoch, dass Finanzmanager nicht uneingeschränkt ihrer Aufgabe gerecht werden, professionelle Investor Relations zu pflegen und das Ratingurteil optimal zu steuern.

Im Hinblick auf die Pflege der Investor Relations urteilen RUDA, MARTIN und PFEFFER allgemein, „dass im Bereich der IR [Investor Relations, R. M.] in Deutschland nach wie vor Nachholbedarf besteht.“<sup>618</sup> VERBOOM wirft speziell deutschen Finanzmanagern vor, dass sie den Grundsatz der Kontinuität im Berichterstattungsverhalten verletzen, da sie eine Kommunikation mit Investoren bevorzugt dann betreiben, wenn eine Kapitalerhöhung unmittelbar bevorsteht.<sup>619</sup> HARENBERG beschreibt das Problem, dass Finanzmanager häufig dazu neigen, bei einem schwachen Geschäftsverlauf die Kommunikation zu drosseln, wodurch das Vertrauensverhältnis zu den Investoren zerstört werden kann: „Ein Investor, der nur in ‚guten Zeiten‘ auch gut informiert wird, wird nicht nur schnell misstrauisch, wenn der Informationsfluss schwächer wird, er glaubt auch die ‚guten‘ Nachrichten irgendwann nicht mehr.“<sup>620</sup> Dass die kontinuierliche Pflege der Investor Relations gerade deutscher Unternehmen verbesserungswürdig ist, zeigen zudem DELLER, STUBENRATH und WEBER am Beispiel der Nutzung des Internets auf.<sup>621</sup> Die Analyse der über das Internet angebotenen Kommunikation mit (potentiellen) Eigenkapitalgebern großer Unternehmen<sup>622</sup> belegt, dass 91 % der US-amerikanischen Unternehmen umfassende Investor Relations-Angebote im Internet zur Verfügung stellen.<sup>623</sup> Demgegenüber nutzen deutsche Unternehmen das Internet zur Pflege der Investor Relations deutlich seltener (71 %) und präsentieren hierbei in der Regel nur ein recht knapp gestaltetes Informationsangebot.<sup>624</sup>

---

<sup>618</sup> Ruda/Martin/Pfeffer (2003), S. 216.

<sup>619</sup> Vgl. Verboom (1992), S. 340 f. Vgl. ähnlich Grunow/Figgenger (2006), S. 375.

<sup>620</sup> Harenberg (2000), S. 108 f.

FERBER und NITZSCH unterstreichen im Rahmen einer empirischen Untersuchung von Fondsmanagern die hohe Bedeutung des Aufbaus eines Vertrauensverhältnisses. Dieses kann nur durch eine kontinuierliche, intensive Kommunikation mit den Investoren erreicht werden. Vgl. Ferber/Nitzsch (2004), S. 822.

<sup>621</sup> Zur hohen Bedeutung des Internets im Rahmen der Investor Relations vgl. Werner/Kobabe (2005), S. 70.

<sup>622</sup> Die Stichprobe umfasst die DAX 100-Unternehmen Deutschlands sowie die S&P 100-Unternehmen aus den USA. Vgl. Deller/Stubenrath/Weber (1999), S. 354.

Darüber hinaus wird in der Studie auch das Investor Relations-Angebot der FTSE 100-Unternehmen Großbritanniens untersucht. Da deren Ergebnisse jedoch zwischen denen der USA und Deutschlands liegen, wird auf eine nähere Erörterung dieser Resultate verzichtet.

<sup>623</sup> Vgl. Deller/Stubenrath/Weber (1999), S. 361.

GELB präsentiert eine empirische Untersuchung, in der deutlich wird, dass in den USA insbesondere Unternehmen mit hohen Forschungs- und Entwicklungsausgaben umfängliche Investor Relations betreiben. Die Studie unterstützt die Annahme, dass der hierbei betriebene Aufwand gerechtfertigt ist, da solche Unternehmen auf der Grundlage knapp gestalteter Informationen in Form von Quartals- und Jahresabschlüssen kaum in der Lage wären, Aktien des eigenen Unternehmens als eine attraktive Anlagemöglichkeit darzustellen. Vgl. Gelb (2002).

<sup>624</sup> Vgl. Deller/Stubenrath/Weber (1999), S. 361.

Auch im Hinblick auf das Rating lassen sich Defizite feststellen. Die Herabstufung des Ratings mehrerer großer deutscher Unternehmen unterstützt die Annahme, dass Finanzmanager dazu neigen, das Rating als einen einmalig ablaufenden, jedoch nicht als fortlaufenden Prozess zu begreifen.<sup>625</sup> Da Ratingagenturen die von ihnen vergebenen Ratingurteile mindestens einmal jährlich überprüfen,<sup>626</sup> ist es erforderlich, dass Finanzmanager vorausschauend darauf hinarbeiten, den quantitativen und qualitativen Ratingkriterien jederzeit gerecht zu werden.<sup>627</sup> Der Verband Deutscher Treasurer weist explizit darauf hin, dass Manager deutscher Unternehmen sich verstärkt darum bemühen müssen, die Kommunikation mit den Ratingagenturen kontinuierlicher zu gestalten. Ratingagenturen sollten regelmäßig zu umfassenden Gesprächen mit dem Management eingeladen werden – spätestens dann, wenn sich bedeutende Entwicklungen abzeichnen, die einen Einfluss auf das Ratingurteil ausüben.<sup>628</sup>

Zusammenfassend kann somit das Defizit identifiziert werden, dass Aufgaben zur dauerhaften Pflege der Investor Relations und zur nachhaltigen Gewährleistung eines guten Ratingurteils nicht kontinuierlich genug wahrgenommen werden.<sup>629</sup>

### **Ursachen**

Die fehlende Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Gewährleistung eines guten Ratingurteils lässt sich auf das *eigeninteressierte Handeln* der Finanzmanager zurückführen. Im Hinblick auf abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen der Finanzmanager ist davon auszugehen, dass Finanzmanager darum bemüht sind, den unter Umständen starken Fremdeinfluss von Eigen- und Fremdkapitalgebern so gering wie möglich zu halten, damit möglichst große Handlungsspielräume zur Verfolgung persönlicher Interessen aufrechterhalten

---

<sup>625</sup> Vgl. Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 39; Weber/Müller/Sorg (2004), S. 44; Koziol/Thabe (2005), S. 920.

<sup>626</sup> Vgl. Everling (1991), S. 120 f.; Weber/Müller/Sorg (2004), S. 12.

<sup>627</sup> Einerseits ist zwar anzunehmen, dass die Steuerung des Ratingurteils nicht nachhaltig genug erfolgt. Andererseits zeigt jedoch eine fragebogengestützte Untersuchung von DROBETZ, PENZA und WÖHLE zur Kapitalstrukturpolitik von 80 börsengehandelten Unternehmen aus Deutschland, der Schweiz und Österreich, dass die befragten Finanzverantwortlichen dem Ratingurteil eine hohe Bedeutung beimessen. Nach Einschätzung der Befragten ist das Streben nach einem guten Ratingurteil der Faktor, der den größten Einfluss auf die Entscheidung über die Aufnahme weiteren Fremdkapitals ausübt. Vgl. Drobetz/Pensa/Wöhle (2006), S. 256 und 260 f. Den Einfluss des Strebens nach einem guten Ratingurteil auf die Kapitalstruktur kann auch KISGEN für eine Stichprobe US-amerikanischer Unternehmen bestätigen. Vgl. Kisgen (2006).

<sup>628</sup> Vgl. Verband Deutscher Treasurer (2003), S. 171.

<sup>629</sup> Die Ableitung eines konkreten Rationalitätsdefizits wird im Bereich der Investor Relations und im Bereich des Ratings dadurch erschwert, dass eine Vielzahl von Faktoren den Erfolg der Investor Relations (Steigerung des Aktienkurses) beziehungsweise den Erfolg des Ratings (Zuweisung eines guten Ratingurteils) beeinflussen. Beispielsweise konstatieren PERRIDON und STEINER, dass sich im Bereich der Investor Relations keine einzelnen Einflussfaktoren auf den Erfolg im Sinne eines Ursache-Wirkungs-Zusammenhanges ableiten lassen. Vgl. Perridon/Steiner (2004), S. 548.

werden können.<sup>630</sup> Eine restriktive Informationspolitik gegenüber (potentiellen) Kapitalgebern trägt zur Aufrechterhaltung der zwischen Kapitalgebern und dem Management bestehenden Informationsasymmetrie bei.

In der Ursachenkategorie eigeninteressierten Handelns leisten ferner abweichende Zeitpräferenzen und das Streben nach einer Reduktion des Arbeitsleids der Finanzmanager einen Erklärungsbeitrag. Die Anstrengungen einer langfristig ausgerichteten, intensiven Kommunikation mit Finanz- und Ratinganalysten werden von Finanzmanagern nicht erbracht, wenn diese nicht davon ausgehen, die augenblickliche Position auch noch langfristig zu besetzen.

Neben dem eigeninteressierten Handeln begründen auch *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager eine fehlende Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils.

Mit Blick auf Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* sind zunächst allgemein Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager für eine fehlende Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils verantwortlich zu machen. Da die beiden Aufgaben eine für deutsche Unternehmen vergleichsweise neue Herausforderung darstellen, fehlt vielen Verantwortlichen das Wissen für eine professionelle Wahrnehmung dieser Aufgaben. In Bezug auf die Pflege der Investor Relations urteilt HARENBERG: „Die IR-Manager [Investor Relations-Manager, R. M.] von heute sind überwiegend durch Zufall in ihre Funktionen gekommen.“<sup>631</sup>

Als Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* erklärt der Immediately-Effekt, dass Bemühungen im Bereich der Investor Relations und im Bereich des Ratingurteils nicht kontinuierlich und umfassend genug wahrgenommen werden. Wenn Finanzmanager entsprechend dem Immediately-Effekt kurzfristigen Wirkungen ihres Handelns einen übermäßig hohen Wert zuweisen, dann erklärt sich, dass ein intensiver Austausch mit Finanz- und Rating-

---

<sup>630</sup> SANTERRE und NEUN weisen empirisch nach, dass ein starker Aktionärs einfluss mit niedrigen Managergehältern korreliert. Ein starker Einfluss wird durch eine hohe Konzentration des Aktienbesitzes und/oder eine geringe Aktionärsanzahl begünstigt. Vgl. Santerre/Neun (1986), S. 685-687.

In der Übertragung auf die Pflege der Investor Relations kann dies bedeuten, dass Finanzmanager insbesondere gegenüber großen institutionellen Investoren eine restriktive Informationspolitik betreiben, um den starken Einfluss dieser Eigenkapitalgeber so gering wie möglich zu halten.

<sup>631</sup> Harenberg (2000), S. 105.

analysten bevorzugt nur dann stattfindet, wenn die Durchführung einer Finanzierungsmaßnahme unmittelbar bevorsteht.<sup>632</sup>

**Fazit**

Gerade Finanzmanager deutscher Unternehmen weisen das Rationalitätsdefizit einer fehlenden Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Gewährleistung eines guten Ratingurteils auf. Die unterschiedlichen Hinweise auf Unzulänglichkeiten bei der Wahrnehmung dieser Aufgaben sprechen für die Annahme, dass die Kapitalmarktorientierung noch nicht tief genug in der finanziellen Führung deutscher Unternehmen verwurzelt ist.

Die folgende Abbildung fasst die gesamte Erörterung relevanter Rationalitätsdefizite des Beschaffungsmanagements und ihre Ursachen abschließend zusammen (vgl. Abbildung 6).

Entstehungsort: Beschaffungs- management		Ursachen: Individuelles Handeln der Finanzmanager		Kognitive Beschränkungen																			
				Eigen- interessiertes Handeln						Resourceful- Annahme						Evaluating- Annahme						Expecting- Annahme	
				Arbeitsreiches Verhalten	Abweichende Konsumpräferenzen	Abweichende Karrierepräferenzen	Abweichende Risikopräferenzen	Abweichende Zeitpräferenzen	Wissens- beschränkungen	Merkmale Modelle	Verfügbarkeits- heuristik	Repräsentativitäts- heuristik	Verankerungs- und Anpassungsheuristik	Bestätigungs- verzerrungen	Prospect Theory	Verlustaversion	Status Quo-Effekt	Immediately-Effekt	Sunk Cost-Effekt	Mental Accounting	Regret Theory	Kontrollillusion	Overconfidence- Effekt
<b>Übergreifende Aufgaben</b>	Unangemessene Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung																						
<b>Innen- finanzierung</b>	Fehlallokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten																						
<b>Außen- finanzierung</b>	Unangemessen kurzfristige Fremdkapitalbeschaffung																						
	Unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Fremdkapitalbeschaffung																						
	Unangemessene Ausschöpfung des Potentials der Eigenkapitalbeschaffung																						
	Fehlende Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils																						

Abbildung 6: Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements

**3.2.3 Aufgabenbereich finanzielles Risikomanagement**

**3.2.3.1 Überblick über die im finanziellen Risikomanagement wahrzunehmenden Aufgaben**

Die Struktur der folgenden Beschreibungen orientiert sich an drei wesentlichen Teilaufgaben, die von Finanzmanagern im Aufgabenbereich eines Managements finanzieller Risiken wahrzunehmen sind. Die drei Teilaufgaben umfassen zunächst (1) die Definition der Ziele und potentiellen positiven Effekte, die es im finanziellen Risikomanagement zu erreichen gilt. Neben dieser

<sup>632</sup> Über die angeführten Begründungen hinausgehend lässt sich das Defizit der fehlenden Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils auch als Folgedefizit der unangemessenen Bevorzugung der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung begreifen und umgekehrt. Vgl. Kapitel 3.2.2.2.1.

grundsätzlichen Ausrichtung des Managements finanzieller Risiken müssen (2) alle relevanten Risiken angemessen erfasst und bewertet werden. Um diese zweite Teilaufgabe anschaulich darzustellen, werden sowohl eine Differenzierung unterschiedlicher Risikoarten im Finanzbereich als auch eine Differenzierung unterschiedlicher Effekte finanzieller Risiken auf den Cash Flow eines Unternehmens (Exposure-Arten) vorzustellen sein. Die dritte wesentliche Teilaufgabe betrifft schließlich (3) die Gestaltung der Steuerung und Bewältigung relevanter finanzieller Risiken.<sup>633</sup>

### ***Ausrichtung des finanziellen Risikomanagements***

Zur Darstellung der Aufgaben für eine erfolgversprechende Ausrichtung des Managements finanzieller Risiken sei zunächst auf die Problemstellung der Untersuchung verwiesen. Der dort genannte Hinweis auf unterschiedliche Unternehmensverluste macht deutlich, welche Folgen ein nicht vorhandenes oder auch ein falsch konzipiertes Management finanzieller Risiken<sup>634</sup> haben kann.<sup>635</sup>

Gleichwohl wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur diskutiert, ob der Einsatz knapper Ressourcen zum Zwecke des Managements finanzieller Risiken überhaupt im Interesse der Anteilseigner eines Unternehmens liegt. Unter den Annahmen neoklassischer Ansätze der Finanzierungstheorie – der Annahme vollkommener und vollständiger Kapitalmärkte – wäre dies nicht der Fall, da die Risikopolitik unabhängig vom Wert des Unternehmens wäre.<sup>636</sup> Wenn aber Marktunvollkommenheiten in Form von Steuern, Transaktionskosten oder auch Informationsasymmetrien berücksichtigt werden, dann eröffnet das Management finanzieller Risiken ein Potential zur Steigerung des Unternehmenswertes.<sup>637</sup> Im Rahmen dieser, der neoinstitutionalis-

---

<sup>633</sup> Die genannte Einteilung in die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken einerseits sowie deren Steuerung und Bewältigung andererseits kann nicht nur als Strukturierung in Aufgabenbereiche, sondern auch als grobe Prozessbeschreibung eines Managements finanzieller Risiken verstanden werden. Vgl. Kapitel 4.3.3.2, insbesondere die in Fußnote 1083 angegebene Literatur.

<sup>634</sup> Der Begriff „Risiko“ ist im gegebenen Kontext als Unsicherheit über die Höhe und zeitliche Verteilung von Zahlungsströmen zu verstehen. Vgl. Weck (1996), S. 25; Gebhardt (2002), Sp. 1714.

<sup>635</sup> Vgl. Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 12.

<sup>636</sup> Vgl. Gebhardt/Ruß (1999), S. 28 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 9 f.; Butler (2004), S. 244; Hachmeister (2005), S. 136; Schmitz/Wehrheim (2006), S. 44.

<sup>637</sup> Vgl. Gebhardt/Ruß (1999), S. 29-32; Hommel/Pritsch (2001b), S. 9 f.; Schwicht (2001), S. 17; Hachmeister (2005), S. 136.

Für einen Überblick zu empirischen Studienergebnissen, in denen positive Effekte des finanziellen Risikomanagements dargestellt werden, vgl. detailliert Smithson/Simkins (2005), S. 8-17.

tischen Finanzierungstheorie folgenden Sicht, können von einem Management finanzieller Risiken die im Folgenden beschriebenen vier positiven Effekte ausgehen.<sup>638</sup>

Die positiven Effekte umfassen eine **Reduktion der mit der Insolvenz verbundenen direkten und indirekten (Transaktions-)Kosten**. Führt die Volatilität der Cash Flows im Extremfall zur Insolvenz, dann fallen Anwalts- und Gerichtskosten an. Bereits vor einem Konkurs werden sich leistungsfähige Kunden, Lieferanten und qualifizierte Mitarbeiter von einem angeschlagenen Unternehmen trennen. Ein aktives Management finanzieller Risiken reduziert die Insolvenzwahrscheinlichkeit und somit auch den Erwartungswert sämtlicher Insolvenzkosten.<sup>639</sup> Hierdurch kann ein Potential für die zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital geschaffen werden, was wiederum aufgrund des Vorteils der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen mit weiteren positiven Effekten verbunden sein kann.<sup>640</sup>

Ein aktives Risikomanagement dient darüber hinaus der **Sicherung der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit**. Unter der Annahme, dass ein Management finanzieller Risiken zu einer Stabilisierung beziehungsweise Reduktion der Volatilität der Cash Flows eines Unternehmens führt, kann die Gefahr vermindert werden, dass in Zeiten knapper Cash Flows die Finanzierungsfähigkeit lohnender Investitionen nicht gewährleistet ist, während in Zeiten ausgiebig vorhandener Cash Flows potentiell unrentable Investitionen finanziert werden.<sup>641</sup>

Ein weiterer positiver Effekt liegt in einer **Reduktion der Steuerlast** begründet. In progressiven Steuersystemen führen Gewinnschwankungen im Zeitablauf zu einer höheren Steuerlast. Das

---

<sup>638</sup> Vgl. hierzu und zur folgenden Erörterung der positiven Effekte eines Managements finanzieller Risiken Pritsch/Hommel (1997), S. 675-685; Gebhardt/Mansch (2001), S. 56 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 10 f.; Hoitsch/Winter (2004), S. 238, Abbildung 1; Butler (2004), S. 246-259; Hommel (2005), S. 458-474; Kaen (2005), S. 426-432.

<sup>639</sup> Vgl. hierzu auch Stulz (1984), S. 139; Smith/Stulz (1985), S. 395-399; Mello/Parsons (2000), S. 151; Schwicht (2001), S. 18 f.; Fatemi/Luft (2002), S. 30.

<sup>640</sup> Vgl. hierzu auch Ross, Michael P. (1997); Leland (1998), S. 1213, sowie Kapitel 3.2.2.2.3.2. Für eine empirische Unterstützung dieser Motivation des finanziellen Risikomanagements vgl. Berkman/Bradbury (1996); Géczy/Minton/Schrand (1997); Haushalter (2000); Graham/Rogers (2002).

<sup>641</sup> Diese Argumentation geht auf FROOT, SCHARFSTEIN und STEIN zurück, die hierin die wichtigste Begründung für die Umsetzung eines finanziellen Risikomanagements sehen. Vgl. Froot/Scharfstein/Stein (1993), S. 1629-1631 und 1655; Froot/Scharfstein/Stein (1994), S. 92.

Vgl. hierzu auch Myers/Majluf (1984), S. 187-221; Mello/Parsons (2000), S. 151; Schwicht (2001), S. 18 f.; Fatemi/Luft (2002), S. 30, sowie die insbesondere in Kapitel 3.2.1.2.1.1 und 3.2.2.2.1 behandelten Defizite. Für eine empirische Unterstützung dieser Motivation vgl. Nance/Smith/Smithson (1993); Dolde (1995); Géczy/Minton/Schrand (1997); Gay/Nam (1998); Howton/Perfect (1998); Haushalter (2000); Carter/Rogers/Simkins (2006). Für empirische Ergebnisse, die diese Motivation nicht unterstützen, vgl. Berkman/Bradbury (1996); Mian (1996); Bartram/Brown/Fehle (2006). Für eine Beurteilung der unterschiedlichen Ergebnisse vgl. Smithson (1996); Graham/Rogers (1999).

Management finanzieller Risiken trägt dazu bei, den ausgewiesenen Vorsteuergewinn zu stabilisieren und dadurch die Steuerlast insgesamt zu reduzieren.<sup>642</sup>

Schließlich ist ein positiver Effekt in der *Selektion eines optimalen Risikoportfolios* zu sehen. Demnach schaffen Unternehmen Wert durch die Absorption von Risiken, für deren Management sie komparative Vorteile besitzen und für die sie entsprechend belohnt werden (beispielsweise Innovationsrisiken). Diese können oftmals nur im Bündel mit finanziellen Risiken erworben werden. Bei begrenzter Risikoaufnahmefähigkeit ermöglicht die Absicherung finanzieller Risiken die Absorption zusätzlicher (Innovations-)Risiken.<sup>643</sup>

Demzufolge ist ein sorgfältiges Management finanzieller Risiken anzustreben. Das Ziel sollte darin bestehen, einen kontrollierten Beitrag zur Verminderung der Volatilität des Cash Flows und damit des Unternehmenswertes zu leisten.<sup>644</sup> Dadurch ergibt sich die Aufgabe, Risiken im Finanzbereich bestmöglich zu erkennen, zu strukturieren und aktiv zu gestalten.<sup>645</sup> Zur angemessenen Erfüllung dieser Aufgabe sind klare Regelungen zu treffen, wie bereits bestehende und/oder geplante Risikopositionen erfasst und abgesichert oder auch bewusst Risikopositionen eingegangen werden.<sup>646</sup>

### ***Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken***

Im Hinblick auf die Beschreibung der bei der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken anfallenden Aufgaben ist es zunächst erforderlich, unterschiedliche Risikoarten zu differenzieren, die gegenseitige Wechselwirkungen entfalten. Allgemein gesprochen lassen sich als Risiken des Finanzbereichs das Liquiditäts-, das Ausfall-, das Rechts-, das Organisations- sowie das Marktpreisrisiko voneinander unterscheiden.<sup>647</sup>

---

<sup>642</sup> Vgl. hierzu auch Smith/Stulz (1985), S. 393-395; Fatemi/Luft (2002), S. 30; Graham/Rogers (2002), S. 815. Für eine empirische Unterstützung dieser Motivation vgl. Berkman/Bradbury (1996); Graham/Smith (1999).

<sup>643</sup> Vgl. hierzu auch Pollanz (1999), S. 1279, der die Notwendigkeit zur Weitergabe finanzieller Risiken betont, während das Unternehmen strategische Risiken (Kernrisiken) zu tragen hat.

SCHRAND und UNAL konstatieren: „Firms earn rents or economic profits for bearing risks related to activities in which the firm has a comparative information advantage (*core-business risk*). By contrast, firms earn zero economic rents in efficient markets for bearing financial risks such as unexpected changes in interest rates, foreign currency exchange rates, or commodity prices (*homogeneous risk*).“ [Hervorhebungen im Original], Schrand/Unal (1998), S. 980. Vgl. ähnlich Jorion (2001), S. 4; Hommel (2005), S. 470 f.

<sup>644</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (2001b), S. 6; Buckley (2004), S. 180 f.

<sup>645</sup> Vgl. Ertl (2001), S. 3.

<sup>646</sup> Vgl. Prahel (1996), S. 832 und 836.

<sup>647</sup> Vgl. stellvertretend für viele Scharpf/Luz (2000), S. 81 f.; Jorion (2001), S. 15-21. Vgl. ähnlich Oehler/Unser (2002), S. 14 f.



- Das Liquiditätsrisiko umfasst sowohl das Risiko, dass ein Unternehmen nicht permanent zahlungsfähig ist, als auch das Risiko, dass nicht zu jeder Zeit die Liquidität des Marktes für alle Finanzierungstitel des Unternehmens gegeben ist.<sup>648</sup>
- Unter dem Ausfallrisiko ist das Risiko des vollständigen oder teilweisen Ausfalls eines Kontrahenten beziehungsweise das Risiko der Verschlechterung der Bonität eines Kontrahenten und damit die Gefahr des ganzen oder teilweisen Verlusts des Kapitals zu verstehen.<sup>649</sup>
- Die Gefahr einer vertraglich lückenhaften Dokumentation von Vereinbarungen sowie einer rechtlich nicht durchsetzbaren Erfüllung aller Forderungen eines Unternehmens wird mit dem Begriff des Rechtsrisikos bezeichnet.<sup>650</sup>
- Das Organisations- beziehungsweise Betriebsrisiko bezieht sich auf die Gefahr fehlerhafter Entscheidungen infolge von Mängeln in der Aufbau- und Ablauforganisation, Fehlleistungen der Mitarbeiter des Finanzbereichs sowie die Gefahr eines Ausfalls technischer Systeme.<sup>651</sup>
- Als letzte Risikoart des Finanzbereichs ist schließlich das Marktpreisrisiko zu nennen. Dieses resultiert aus Änderungen der Bewertungsparameter von Finanzierungstiteln. Es erfasst Vermögenseinbußen aufgrund von Veränderungen der Marktpreise, der preisbildenden Parameter der Finanzierungstitel selbst oder bei Finanzderivaten

---

<sup>648</sup> Vgl. Gebhardt/Mansch (2001), S. 37; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 87.

Im Hinblick auf die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit lassen sich als Liquiditätsquellen vorhandene Vermögensgegenstände sowie Zahlungsüberschüsse unterscheiden. Bei originärer Nutzung dieser Liquiditätsquellen entsteht Liquidität durch Veräußerung der Vermögensgegenstände (güterwirtschaftliche Liquidität) beziehungsweise durch die erwarteten Zahlungsüberschüsse künftiger Perioden (zukünftige Liquidität). Eine derivative Nutzung erfolgt über die Beleihung von Vermögensgegenständen (verliehene Liquidität) beziehungsweise die Beleihung erwarteter Zahlungsüberschüsse (antizipierte Liquidität). Vgl. Drukarczyk/Lobe/Schüler (2002), Sp. 561.

Bei der Berücksichtigung der Marktliquidität ist zu beachten, dass bestehende Positionen aufgrund unzulänglicher Markttiefe oder wegen Marktstörungen nicht ohne weiteres zu fairen Marktpreisen oder zu nahe bei den fairen Marktpreisen liegenden Werten eingedeckt beziehungsweise glattgestellt werden können (Markteng), weil die bestehende Nachfrage zu gering ist. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 82.

<sup>649</sup> Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 85.

Bezüglich des Ausfallrisikos ist zu beachten, dass eventuell auftretende gefährliche Konzentrationen in der Zusammensetzung und Struktur des gesamten Kreditportfolios eines Unternehmens (beispielsweise Branchen oder Wirtschaftsregionen) stets auf der Basis einer Diversifikation reduziert werden. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 87 f. und 126.

<sup>650</sup> Vgl. Weber (1999), S. 62 f.; Scharpf/Luz (2000), S. 81 f., 118 und 134; Gebhardt/Mansch (2001), S. 25.

<sup>651</sup> Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 81 f., 119 und 133 f.

der preisbildenden Parameter der Basiswerte (Underlying).<sup>652</sup> Zum Marktpreisrisiko zählen – neben weiteren Risikoarten – das Zins-, das Währungs- sowie das Rohstoffpreisrisiko.<sup>653</sup>

Die letztgenannten Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken sind empirisch gesehen für das Risikomanagement von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche von herausragender Bedeutung.<sup>654</sup> Im Verständnis der vorliegenden Untersuchung soll dementsprechend im Folgenden die Bezeichnung finanzielle Risiken diese drei Risikoarten umfassen.<sup>655</sup> Aufgrund ihrer hohen Relevanz werden speziell Zins- und Währungsrisiken im Folgenden noch näher beschrieben. Die Zusammenhänge hinsichtlich des Rohstoffpreisrisikos ergeben sich analog, sodass auf eine detailliertere Vorstellung dieser Risikoart verzichtet werden kann.

Als Zinsrisiko wird allgemein die Gefahr einer von Marktzinsänderungen herbeigeführten Verringerung einer geplanten oder erwarteten Ergebnisgröße verstanden.<sup>656</sup> Die Verringerung

---

<sup>652</sup> Vgl. Weber (1999), S. 59 f.; Scharpf/Luz (2000), S. 89.

Da unter der Annahme effizienter Märkte aktuelle Preise bereits die erwarteten Änderungen dieser Größen widerspiegeln, stellen nur die unerwarteten Schwankungen tatsächlich ein Risiko dar. Vgl. Cornell/Shapiro (1983), S. 25; Bartram (1999), S. 9 f. Erwartete Schwankungen können darüber hinaus in der Planung des Unternehmens berücksichtigt werden. Vgl. Oxelheim/Wihlborg (1987), S. 83. Daneben sind lediglich die Veränderungen realer, also um Inflation bereinigter Größen relevant. Vgl. Bartram (1999), S. 10.

<sup>653</sup> Das Marktpreisrisiko setzt sich aus dem primären Preisrisiko, dem Basisrisiko, dem Spreadrisiko und dem optionsspezifischen Risiko zusammen. Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken zählen zur Gruppe der primären Preisrisiken. Für eine detaillierte Darstellung aller Risikoarten des Marktpreisrisikos vgl. Krumnow (1998), S. 851; Scharpf/Luz (2000), S. 88 f.

<sup>654</sup> Im Management von Risiken finanzwirtschaftlicher Aktivitäten stehen die drei genannten Risikoarten im Zentrum der Überlegungen. Ihre hohe Bedeutung kommt sowohl in empirischen Untersuchungen zur Praxis des finanziellen Risikomanagements US-amerikanischer Unternehmen als auch deutscher Unternehmen zum Ausdruck. Vgl. beispielsweise Bodnar/Hayt/Marston (1998) oder Graham/Harvey (2001) für eine Untersuchung US-amerikanischer Finanzmanager sowie Gebhardt/Ruß (1999) oder Glaum (2000) für eine Untersuchung deutscher Finanzmanager und Bodnar/Gebhardt (1999) für einen Vergleich US-amerikanischer und deutscher Finanzmanager, der große Ähnlichkeiten im Hinblick auf die von den Finanzmanagern abgesicherten Risikoarten aufdeckt.

Zudem wird insbesondere die hohe Bedeutung von Zins- und Währungsrisiken in einer Untersuchung von Geschäftsberichten der im DAX gelisteten Unternehmen im Zeitraum von 2001 bis 2004 bestätigt, innerhalb derer diese Risikoarten am häufigsten genannt werden. Vgl. Gleißner et al. (2005), S. 349, Tabelle 4.

Zur hohen Bedeutung der Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken vgl. auch Gebhardt/Mansch (2001), S. 10-22 und 35, sowie Muck/Rudolf (2005), die am Beispiel dreier großer Airlines speziell die hohe Bedeutung von Währungs- und Rohstoffpreisrisiken unterstreichen.

<sup>655</sup> In einigen Beiträgen der Literatur ist die Fokussierung auf Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken sogar so stark ausgeprägt, dass auf die Nennung aller anderen potentiellen Risikoarten des Finanzbereichs komplett verzichtet wird. Vgl. Bartram (2000), S. 1268; Hommel/Pritsch (2001b), S. 3; Fatemi/Luft (2002), S. 31.

Das Liquiditätsrisiko wird noch im Rahmen des Aufgabenbereichs zum Intermediationsmanagement zu erörtern sein. Vgl. Kapitel 3.2.4.

<sup>656</sup> Vgl. Schierenbeck (1994), S. 516.

Hierzu zählen beispielsweise auch negative Abweichungen eines Zinsüberschusses (Zinsergebnisses) oder eines Barwertes (Marktwertes) von einem zuvor erwarteten Wert. Vgl. Kalhoff/Cluse (1999), S. 108.

einer Ergebnisgröße wird entweder durch die Verteuerung der Kapitalaufnahme<sup>657</sup> oder die Verschlechterung der Kapitalanlagekonditionen verursacht.<sup>658</sup> Als einfaches Verfahren zur Feststellung eines Zinsänderungsrisikos kann eine Zusammenstellung aller derzeitigen und künftigen Finanzbestände entsprechend ihrer Zinsfestschreibung eingesetzt werden (Zinsbindungsbilanz).<sup>659</sup> Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche sind in der Regel Zinsänderungsrisiken ausgesetzt, da entweder eine Aktiv- (Kapitalanlagen überwiegen) oder Passivlastigkeit (Verbindlichkeiten überwiegen) gegeben ist.<sup>660</sup>

Das Währungsrisiko resultiert aus den in unterschiedlichen Währungen durchgeführten internationalen Leistungs- und Finanzbeziehungen eines Unternehmens.<sup>661</sup> Es teilt sich in ein Wechselkurs-, Transfer- und Konvertierungsrisiko auf.<sup>662</sup> Hierbei sind das Transferrisiko – staatliche Verbote unterbinden trotz bestehender Zahlungsfähigkeit des Schuldners den Transfer von Mitteln – und das Konvertierungsrisiko – gesetzliche Regelungen verhindern den Umtausch der heimischen Währung in eine Fremdwährung – im Unterschied zum Wechselkursrisiko vom Ausmaß staatlicher Regulierung der Devisenmärkte abhängig.<sup>663</sup> Als einfaches Verfahren zur Feststellung der Währungskursrisiken bietet es sich an, eine Fremdwährungsbilanz aufzustel-

---

<sup>657</sup> Finanziert sich beispielsweise ein Unternehmen in erheblichem Maße mit variabel verzinsten Krediten, dann schränkt eine Zinserhöhung die Liquidität möglicherweise bis hin zur Zahlungsunfähigkeit ein. Ähnliches gilt für die Finanzierung langfristiger Investitionen mit kurzfristigen Krediten. Vgl. Hommel/Pritsch (2001b), S. 4.

<sup>658</sup> Vgl. Rudolph (1995), Sp. 2042.

<sup>659</sup> Vgl. Beer/Goj (1996), S. 16-19 und 68-85.

Eine derartige Zinsbindungsbilanz ist für alle einbezogenen Währungen aufzustellen. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 127.

Neben der Zinsbindungsbilanz werden insbesondere bei Kreditinstituten noch weitere Methoden zur Analyse und Quantifizierung von Zinsrisiken eingesetzt, wie beispielsweise die Marktzinsmethode (vgl. Schierenbeck (1997), S. 72 f.), die Zinselastizitätenbilanz (vgl. Schierenbeck (1997), S. 94 f.), das Durationskonzept (vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 129 f.), die Barwertmethode (vgl. Beer/Goj (1996), S. 17 f.) oder auch Simulationsverfahren, wie beispielsweise der Basis Point Value, die Modified Duration oder auch der Value at Risk (vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 129 f.).

<sup>660</sup> Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 127.

<sup>661</sup> Das Währungsrisiko nimmt mitunter ein solches Ausmaß an, dass es die Gesamtrisikosituation eines Unternehmens entscheidend beeinflusst. Vgl. Jokisch/Mayer (2002), S. 156. Für eine empirische Untersuchung der hohen Bedeutung von Währungsrisiken speziell für deutsche Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche vgl. zudem Bartram (2004).

Das hohe Ausmaß erklärt sich daraus, dass Währungsrisiken – im Unterschied zu Finanzdienstleistern – für Industrie- und Handelsunternehmen nicht nur ein reines Preisrisiko darstellen, sondern von Mengenrisiken überlagert werden. Vgl. Moser (1985), S. 113 f.; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 86; Bartram/Dufey/Frenkel (2005), S. 397 f.

Gleichbedeutend mit der Unterscheidung in Preis- und Mengeneffekt werden in der Literatur beispielsweise von LESSARD und SHARP die Bezeichnung Translation Effect–Dependance Effect oder auch von FLOOD und LESSARD die Bezeichnungen Conversion Effect–Competitive Effect verwendet. Vgl. Lessard/Sharp (1984), S. 22; Flood/Lessard (1986), S. 26.

<sup>662</sup> Vgl. Eilenberger (1986), S. 14 f.

<sup>663</sup> Vgl. Albrecht (1977), S. 26.

len.<sup>664</sup> Der Grundgedanke besteht darin, dass dann ein Wechselkursrisiko besteht, wenn der passivische (aktivische) Fremdwährungsblock einer bestimmten Währung in einer bestimmten Periode beziehungsweise innerhalb eines Zeitfensters größer ist als der aktivische (passivische) und der Wechselkurs steigt (sinkt). Die Differenz zwischen aktivischen und passivischen Fremdwährungsvolumina gilt als mengenmäßiger Indikator für das Wechselkursrisiko. Von einer offenen aktivischen (passivischen) Fremdwährungsposition wird gesprochen, wenn die aktivischen Fremdwährungspositionen (Kassa und Termin) in einer bestimmten Betrachtungsperiode ein höheres (niedrigeres) Volumen aufweisen als die passivischen. Eine geschlossene Fremdwährungsposition ist in dem Umfang gegeben, in dem sich die aktivischen und passivischen Fremdwährungspositionen der Höhe nach ausgleichen.

Neben der Differenzierung nach Risikoarten lassen sich die Zins-, Währungs- und Rohstoffpreiskrisiken (finanzielle Risiken) auch im Hinblick auf unterschiedliche Exposure-Arten<sup>665</sup> differenzieren.<sup>666</sup> Gemäß dieser Unterscheidung können das bilanzielle Exposure (auch als Translation oder auch Accounting Exposure bezeichnet), das Transaktions-Exposure sowie das ökonomische Exposure voneinander abgegrenzt werden. Die Unterteilung ist im Hinblick auf die Wirkungen, die die Exposure-Arten jeweils auf den Cash Flow eines Unternehmens ausüben, von besonderem Interesse.<sup>667</sup>

Das bilanzielle Exposure beschreibt die Unsicherheit bezüglich der Bewertung der einzelnen Positionen im Jahresabschluss. Es ist vergangenheitsbezogen und unmittelbar nur erfolgs-, nicht aber liquiditätswirksam.<sup>668</sup> Ein mittelbarer Einfluss auf die Liquidität ergibt sich nur, weil die Erfolgsrechnung Bemessungsgrundlage für die zu zahlende Steuerlast ist. Die Höhe des bilanziellen Exposures und damit auch der etwaigen Bucherfolge ist abhängig von der Wahl der

---

<sup>664</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Scharpf/Luz (2000), S. 130 f.

<sup>665</sup> Der Begriff Exposure bezeichnet die Abhängigkeit bestimmter Performance-Größen (in der Regel Cash Flow) gegenüber Veränderungen von Risikoparametern. So lässt sich beispielsweise das durch Währungskursänderungen bedingte Exposure eines Exporteurs als derjenige Wert interpretieren, um den sich der Cash Flow als Folge von Wechselkursänderungen verändert. Vgl. Adler/Dumas (1984), S. 42; Bartram (2000), S. 1268; Hommel/Pritsch (2001b), S. 12.

<sup>666</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Bartram (2000), S. 1268; Scharpf/Luz (2000), S. 89; Hommel/Pritsch (2001b), S. 12 f.

In einigen teilweise älteren Beiträgen der Literatur wird die Unterscheidung von Exposure-Arten nur im Zusammenhang mit Währungsrisiken genannt. Vgl. McRae/Walker (1980), S. 49; Moser (1985), S. 124; Beck (1990), S. 4-8; Pausenberger/Glaum (1993b), S. 767-774; Gebhardt/Mansch (2001), S. 26; Pfennig/Rudolph (2001), S. 5-7; Buckley (2004), S. 135-143. Vgl. ähnlich Butler (2004), S. 104-107.

In neueren Publikationen wird sie aber insbesondere auch auf das Zins- und das Rohstoffpreiskrisiko ausgedehnt. Vgl. beispielsweise Hommel/Pritsch (2001a), S. 12, sowie die in den folgenden Ausführungen angegebene Literatur.

<sup>667</sup> Vgl. Bartram (2000), S. 1268; Hommel/Pritsch (2001b), S. 13.

<sup>668</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Hommel/Pritsch (2001b), S. 14 f.

Umrechnungsmethode. Die einzelnen Methoden unterscheiden sich darin, welche Bilanzpositionen mit historischen und welche mit zum Stichtag gültigen Kursen umgerechnet werden, und determinieren so die Höhe des Exposures. Als Entscheidungsgrundlage zum Management finanzieller Risiken ist das bilanzielle Exposure ungeeignet. Erstens sind die Daten des Rechnungswesens vergangenheitsbezogen, ökonomisch sinnvolle Zielgrößen – wie beispielsweise der Marktwert des Eigenkapitals –, werden jedoch von erwarteten zukünftigen Cash Flows determiniert. Zweitens sind nicht Buch-, sondern Marktwerte der einzelnen Positionen entscheidend im Sinne des Managements finanzieller Risiken. Drittens ist das bilanzielle Exposure durch subjektive Methodenwahl veränderbar und kann so zu sehr unterschiedlichen Exposure-Größen als Entscheidungsgrundlage führen.

Ein Transaktions-Exposure entsteht immer dann, wenn die Veränderung eines Preises den Wert eines bestehenden Geschäftes des betrachteten Unternehmens beeinflusst.<sup>669</sup> Wichtig ist, dass die aus Geschäftsbeziehungen ableitbaren Exposures nicht erst ab dem Zeitpunkt der Bestellung eines Produktes auftreten (auch realisiertes Exposure genannt), sondern auch schon in der Angebotsphase, in der durch eine verpflichtende Festlegung auf einen bestimmten Transaktionspreis – beispielsweise in Form einer in Auslandswährung veröffentlichten Preisliste – diese Komponente des Unternehmensertrags festgelegt wird (auch bedingtes Exposure genannt). Im Gegensatz zum bilanziellen Exposure stellt das Transaktions-Exposure auf die ökonomisch relevante Zielgröße des Cash Flows ab. Es umfasst allerdings nur bereits getätigte Geschäfte beziehungsweise Vorgaben hierzu und nicht die möglichen Veränderungen der langfristigen Wettbewerbsposition des Unternehmens. Zudem ist die Ermittlung des Transaktions-Exposures nicht durch eine Methodenwahl zu beeinflussen und somit weniger stark manipulierbar als die Ermittlung des bilanziellen Exposures. Schließlich ist beim Transaktions-Exposure eine gute Operationalisierbarkeit gegeben, da die notwendigen Daten unmittelbar aus dem betrieblichen Rechnungswesen entnommen werden können.

Das ökonomische Exposure beschreibt die Abhängigkeit zukünftiger Cash Flows und damit auch des Unternehmenswertes in Bezug auf Änderungen der relevanten Marktpreise.<sup>670</sup> Das ökonomische Exposure unterscheidet sich erheblich von den beiden anderen Arten, da es nicht unmittelbar auf der Basis der Daten des Rechnungswesens ermittelt werden kann. So wirken sich im Rahmen einer Betrachtung des ökonomischen Exposures beispielsweise Wechselkursänderungen

---

<sup>669</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Gebhardt/Mansch (2001), S. 26 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 15-18; Cooper (2004), S. 6-8.

<sup>670</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Gebhardt/Mansch (2001), S. 28 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 18-20.

direkt auf die im Ausland zukünftig erzielbaren Cash Flows aus. Ähnliches gilt für Änderungen der Zinssätze (beispielsweise als bestimmende Größe für die Nachfrage im Baugewerbe) oder auch Änderungen von Rohstoffpreisen (beispielsweise des Treibstoffpreises als die Cash Flow bestimmende Größe eines Logistikunternehmers). Trotz der Schwierigkeiten in der Erfassung sollte das ökonomische Exposure aufgrund der Relevanz für den zukünftigen Cash Flow eines Unternehmens im Mittelpunkt des Managements finanzieller Risiken stehen.<sup>671</sup>

Nach der Vorstellung unterschiedlicher Risiko- und Exposure-Arten ist für die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken festzuhalten, dass alle für den Fortbestand des Unternehmens relevanten Risikoarten unternehmensindividuell identifiziert, dokumentiert, analysiert und bewertet werden müssen.<sup>672</sup> Hierbei beinhaltet die Risikoerfassung sowohl die Identifikation bestehender finanzieller Risiken als auch sich aus dem Einsatz von Instrumenten zur Risikoabsicherung (beispielsweise in Form des Einsatzes von Finanzderivaten) ergebender Risiken.<sup>673</sup> Im Hinblick auf die drei Exposure-Arten setzt die Erfassung und Bewertung des bilanziellen Exposures und des Transaktions-Exposures die Lieferung vollständiger, zeitnaher und richtiger Informationen aus dem Rechnungswesen voraus.<sup>674</sup> Im Hinblick auf das ökonomische Exposure sind entsprechende Analysen durchzuführen und die bestehenden Abhängigkeiten zukünftiger Cash Flows von finanziellen Risiken offenzulegen. Zur angemessenen Erfüllung dieser Aufgaben müssen Methoden und Instrumente angewendet werden, die den Ausweis eines drohenden Vermögensverlustes unter Berücksichtigung seiner Wahrscheinlichkeit sowie von Risikointerdependenzen zwischen möglichst vielen Risikoarten ermöglichen.<sup>675</sup> Insbesondere die Möglichkeit zur Risikoaggregation ist als wichtige Voraussetzung einer leistungsfähigen Risikomessmethode einzuschätzen.<sup>676</sup>

---

<sup>671</sup> Zur unterschiedlichen Bedeutung der Exposure-Arten für das finanzielle Risikomanagement vgl. darüber hinaus das folgende Kapitel 3.2.3.2.3.1.

<sup>672</sup> Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 124 f.

<sup>673</sup> Vgl. Gebhardt/Mansch (2001), S. 151.

<sup>674</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 206; Scharpf/Luz (2000), S. 220.

<sup>675</sup> Eine große Bedeutung wird in diesem Zusammenhang Cash Flow at Risk-Ansätzen (CFaR) zugesprochen, die eine Weiterentwicklung der bei Finanzdienstleistern weit verbreiteten Value at Risk-Ansätze (VaR) darstellen. Den CFaR-Ansätzen liegen komplexe Modelle zugrunde, auf deren Basis mögliche Wertänderungen eines Portfolios unter Einbeziehung der Schwankungen sämtlicher wertbestimmender Parameter ermittelt werden können. Vgl. Bartram (1999), S. 1-3; Scharpf/Luz (2000), S. 89; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 92-95. Für detailliertere Ausführungen zu CFaR-Ansätzen vgl. Kapitel 4.3.3.

<sup>676</sup> Vgl. beispielsweise Laux (2005), S. 437 f.

Die Chance zur Nutzung von Risikoausgleichseffekten zwischen bestehenden Risiken setzt voraus, dass eine Aggregation der Risiken vorgenommen wird. Aus diesem Grund verbietet sich in der Regel ein vollständig disaggregiertes Management finanzieller Risiken. Lediglich in Ausnahmefällen, wenn etwa ein Unternehmens- teil einem einzelnen, besonders großen Risiko ausgesetzt wäre, ist die Umsetzung eines disaggregierten Vor-

### **Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken**

Abschließend zur Darstellung der im finanziellen Risikomanagement wahrzunehmenden Aufgaben ist der Bereich der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken näher vorzustellen. Im Hinblick auf die im Fokus stehenden Zins-, Währungs- und Rohstoffpreisrisiken kann die Steuerung und Bewältigung im Rahmen zweier grundsätzlich voneinander zu unterscheidender Strategien erfolgen:<sup>677</sup> (1) der Strategie der Flexibilisierung des Exposures und (2) der Strategie der Reduktion des Exposures.<sup>678</sup>

Die Flexibilisierung des Exposures zielt auf die Erhöhung der Anpassungsgeschwindigkeit an Veränderungen der Marktpreise durch den bewussten Einbau von Flexibilität in die Wertschöpfungskette. Die Absicherung des Exposures erfolgt im Rahmen dieser Strategie nicht antizipativ, sondern reaktiv (ex post) als Antwort auf Kursänderungen. Diese Strategie kann die Elimination des Verlustpotentials bewirken, ohne auf die aus Kursänderungen resultierenden Gewinnchancen verzichten zu müssen.<sup>679</sup>

Die Strategie der Reduktion des Exposures zielt auf die Minimierung der negativen Auswirkungen von Marktpreisänderungen durch den Aufbau von Gegenpositionen ab. Die Reduktion erfolgt hierbei antizipativ (ex ante), das heißt, vor dem Eintritt von Kursänderungen. Im Unterschied zur Strategie der Flexibilisierung des Exposures werden hier gleichermaßen das Verlustpotential wie auch die Gewinnchancen eliminiert. Zur Reduktion des ökonomischen Exposures steht eine Fülle real- und finanzwirtschaftlicher Instrumente zur Verfügung.<sup>680</sup> Zur Reduktion des Transaktions-Exposures sind demgegenüber lediglich finanzwirtschaftliche Instrumente

---

gehens möglich. Vgl. Gebhardt/Mansch (2001), S. 41 und 48. Vgl. ähnlich Bartram/Dufey/Frenkel (2005), S. 397; Hachmeister (2005), S. 142.

Dem Gebot zur Aggregation finanzieller Risiken folgend kann das Gesamtrisiko eines Portfolios über eine einfache Addition der einzelnen Risiken nicht erreicht werden. Stattdessen sind Korrelationen zwischen einzelnen Positionen und einzelnen Risikoarten zu berücksichtigen Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 89; Kremers (2002), S. 117 f.

<sup>677</sup> Neben der Einteilung in die Flexibilisierung und Reduktion des Exposures differenziert beispielsweise ERTL die folgenden vier Ansätze eines finanziellen Risikomanagements: (1) den kompletten Verzicht auf eine Risikoabsicherung, (2) die konsequente Absicherung aller Risiken, (3) den spekulativen Ansatz, der durch das Eingehen von Risikopositionen die Erzielung von Zusatzerträgen anstrebt, sowie (4) die grundgeschäftsbezogene Absicherung in Verbindung mit der Erzielung von Zusatzerträgen. Vgl. Ertl (2001), S. 4-7.

GEBHARDT und MANSCH unterscheiden die beiden Extrema der Risikotragung und der Risikomeidung sowie alle zwischen diesen beiden Extrema bestehenden Ausgestaltungsformen, die als Strategie der Risikoreduktion bezeichnet werden. Vgl. Gebhardt/Mansch (2001), S. 32-35.

<sup>678</sup> Vgl. Hommel/Pritsch (2001b), S. 23 f.; Loistl (2001), S. 22.

<sup>679</sup> Beispielsweise ist hierbei an die realwirtschaftliche Risikoabsicherung eines Automobilherstellers zu denken, der seine Produktion (und damit seine Kosten) in Abhängigkeit von den realen Wechselkursen kurzfristig an den günstigsten Standort verlegt. Vgl. Hommel/Pritsch (2001b), S. 24.

<sup>680</sup> Angefangen bei der Wahl einer Fremdfinanzierungsform über den Kauf derivativer Finanzinstrumente bis hin beispielsweise zur Wahl der Bezugsquellen von Rohstoffen.

sinnvoll einsetzbar, da das Exposure genau bekannt und der relevante Zeithorizont vergleichsweise kurzfristig ist. Zudem existieren liquide Märkte für die entsprechenden Finanzinstrumente.<sup>681</sup>

Die folgenden Ausführungen zur Identifikation und Begründung von Rationalitätsdefiziten konzentrieren sich auf allgemeine und – den empirischen Evidenzen nach – besonders relevante Rationalitätsdefizite. Die Ausführungen fokussieren die als finanzielle Risiken bezeichneten Risikoarten, während die restlichen Risikoarten des Finanzbereichs lediglich am Rande zu thematisieren sind.<sup>682</sup>

Die Erörterung relevanter Rationalitätsdefizite ist auf oberer Ebene an der Strukturierung der Teilaufgaben ausgerichtet. Dementsprechend werden im Folgenden Rationalitätsdefizite bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben beziehungsweise der Definition der Ziele des finanziellen Risikomanagements, Defizite bei der Gestaltung der Erfassung und Bewertung und schließlich bei der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken vorgestellt. Die hierbei auf unterer Ebene behandelten Defizite umfassen im Bereich übergreifender Aufgaben des finanziellen Risikomanagements die unangemessene Inkaufnahme finanzieller Risiken und die unangemessene Verfolgung von Gewinnabsichten (Kapitel 3.2.3.2.1). Im Bereich der Erfassung und Bewertung wird das Defizit einer Vernachlässigung dieser Teilaufgabe im Kontext eines unzureichenden Ressourceneinsatzes und einer Fehleinschätzung der Komplexität und Bedeutung dieser Aufgabe sowie das Defizit der Fehlerfassung und -bewertung im Kontext der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben behandelt (Kapitel 3.2.3.2.2). Das abschließende Kapitel zur Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken beschreibt das Defizit einer unangemessenen Absicherung der Exposure-Arten sowie der Fehlsteuerung und -bewältigung im Kontext der Vernachlässigung bestehender Korrelationen (Kapitel 3.2.3.2.3).

---

<sup>681</sup> Im Rahmen der Reduktion des Exposures sind Korrelationen zwischen ökonomischem Exposure und Transaktions-Exposure zu beachten. Vgl. Hommel/Pritsch (2001b), S. 24.

<sup>682</sup> Dies begründet sich sowohl aus der Breite des Aufgabenbereichs als auch aus dem aktuellen Stand der Forschung in diesem Bereich. So befindet sich die betriebswirtschaftliche Forschung im Hinblick auf das finanzielle Risikomanagement bei Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche noch in einem frühen Stadium und kann demzufolge nicht im Hinblick auf das Management aller Risikoarten adäquate Lösungsansätze anbieten. Vgl. Hoitsch/Winter (2004), S. 236.



### 3.2.3.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Aufgabenwahrnehmung im finanziellen Risikomanagement

#### **3.2.3.2.1 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des finanziellen Risikomanagements**

##### 3.2.3.2.1.1 Unangemessene Inkaufnahme finanzieller Risiken

###### **Defizit**

Ein grundlegendes Defizit im finanziellen Risikomanagement besteht darin, dass Finanzmanager entgegen der Annahme rationaler Handlungen teilweise finanzielle Risiken eingehen, die mit hohen Verlustgefahren verbunden sind.<sup>683</sup>

Zur Fundierung dieses Defizits kann eine empirische Untersuchung von FAULKENDER herangezogen werden über das Ausmaß, in dem Finanzmanager Zinsrisiken im Rahmen der Fremdkapitalaufnahme eingehen.<sup>684</sup> FAULKENDERS Analyse belegt, dass kein Zusammenhang zwischen unternehmensspezifischen Maßen zur Sensitivität der Cash Flows gegenüber der Veränderung von Zinssätzen und dem Ausmaß der Übernahme von Zinsrisiken nachgewiesen werden kann.

---

<sup>683</sup> Das Eingehen unangemessen hoher oder sogar bestandsgefährdender finanzieller Risiken ist eindeutig als ein Rationalitätsdefizit zu werten. Grundsätzlich ist jedoch anzumerken, dass die Inkaufnahme von Risiken nicht per se negativ zu bewerten ist. Wie bereits ausgeführt, sollten Unternehmen Wert durch die Absorption derjenigen Risiken schaffen, für deren Management sie komparative Vorteile besitzen (Core Business Risk). Vgl. die in Kapitel 3.2.3.1 für den letztgenannten, potentiell positiven Effekt des finanziellen Risikomanagements genannten Quellen Gebhardt/Mansch (2001), S. 56 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 10 f.; Hoitsch/Winter (2004), S. 238, Abbildung 1. Vgl. auch Glaum (2000), S. 13.

<sup>684</sup> Dazu sind gemäß FAULKENDER zweierlei Aspekte zu berücksichtigen. So wird das Ausmaß in der Übernahme von Zinsrisiken sowohl durch das Zinsrisiko beim ursprünglichen Geschäft einer Fremdkapitalaufnahme bestimmt als auch durch den Abschluss eines sich eventuell anschließenden Geschäftes zur Veränderung einer Zinsrisikoposition beim Einsatz von Finanzderivaten, wie etwa in Form der Nutzung eines Interest Rate Swaps. Dadurch trägt FAULKENDER der Tatsache Rechnung, dass Bemühungen zur Absicherung gegen Zinsrisiken nicht ausschließlich in Form des Einsatzes von Finanzderivaten in Erscheinung treten, sondern auch schon beim Abschluss des Geschäftes zur eigentlichen Fremdkapitalaufnahme. Vgl. Faulkender (2005), S. 931 f.

FAULKENDER weist explizit darauf hin, dass nicht – wie bei einigen Autoren implizit geschehen – allein der Abschluss von Geschäften mit Finanzderivaten darauf schließen lässt, dass ein Unternehmen Hedgingmaßnahmen zur Risikoreduktion ergreift. Demnach muss beispielsweise ein Unternehmen, das sich über festverzinsliches Fremdkapital finanziert, ebenso wenig mit einer hierdurch ausgeprägteren Varianz zukünftiger Cash Flows rechnen wie ein Unternehmen, das sich über variabel verzinsliches Fremdkapital finanziert und das Risiko über den Einsatz eines Finanzderivates absichert. Dieser Zusammenhang wird in FAULKENDERS Untersuchung berücksichtigt. Vgl. Faulkender (2005), S. 932.

Neben FAULKENDER üben auch andere Autoren Kritik an einem Vorgehen, bei dem das Ausmaß der Nutzung von Finanzderivaten als alleiniger Indikator zur Messung der Intensität herangezogen wird, mit der Unternehmen ein finanzielles Risikomanagement betreiben. Vgl. beispielsweise Petersen/Thiagarajan (2000), S. 5-7 und 27 f.; Pantzalis/Simkins/Laux (2001), S. 794; Graham/Rogers (2002), S. 826 f. und 837; Guay/Kothari (2003), S. 426 f.

Auf der Basis rationalen Handelns wäre zu erwarten, dass Finanzmanager von Unternehmen, deren Cash Flow-Entwicklung stark vom Zinssatz abhängt, sich bei der Aufnahme von Fremdkapital um eine Reduktion dieser Risiken bemühen. Entgegen der rationalen Erwartung entscheiden sich Finanzmanager dieser Unternehmen jedoch nahezu ebenso häufig zur Aufnahme variabel verzinslichen Fremdkapitals und damit zur Übernahme von einem aus Zinsrisiken resultierenden Exposure wie Unternehmen, bei denen diese Korrelation nicht gegeben ist.<sup>685</sup>

Bei der bewusst oder auch unbewusst stattfindenden Inkaufnahme finanzieller Risiken bleiben nicht nur die potentiell mit dem finanziellen Risikomanagement verbundenen positiven Effekte ungenutzt.<sup>686</sup> Noch dazu setzen die Finanzmanager ihre Unternehmen zum Teil bestandsgefährdenden Unsicherheiten aus.<sup>687</sup> Wie noch darzulegen sein wird, lässt sich das Defizit einer unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken in unterschiedlichen Kontexten noch näher spezifizieren und tiefergehend empirisch fundieren.<sup>688</sup> Die Ausführungen des aktuellen Kapitels beziehen sich jedoch auf die grundlegenden Zusammenhänge und Erklärungsansätze.

### *Ursachen*

Hinsichtlich des *eigeninteressierten Handelns* von Finanzmanagern erklären abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen die unangemessene Inkaufnahme hoher finanzieller Risiken. Dieser Erklärungsansatz lässt sich am Beispiel einer Investitionsentscheidung veranschaulichen. Hat ein eigeninteressiert handelnder Finanzmanager über die Durchführung einer mit hohen finanziellen Risiken behafteten Investition zu entscheiden, dann wird er die hiermit verbundenen Vor- und Nachteile abwägen. Für die Durchführung dieser Investition spricht die Hoffnung auf ein überdurchschnittlich hohes erfolgsabhängiges Einkommen und auf einen Aufstieg in der

---

<sup>685</sup> Vgl. Faulkender (2005), S. 933, 936 und 943.

Es ist darauf hinzuweisen, dass die in der Studie ausgewertete Stichprobe 275 Fälle einer Fremdkapitalaufnahme bei 133 verschiedenen Unternehmen der Chemiebranche im Zeitraum von 1994 bis 1999 umfasst. Vgl. Faulkender (2005), S. 938 f.

Darüber hinaus sei erwähnt, dass FAULKENDER nicht nur das Ergebnis herausarbeitet, demzufolge Finanzmanager Aspekte des finanziellen Risikomanagements im Rahmen der Fremdkapitalaufnahme vernachlässigen. FAULKENDER zeigt ferner, dass dieses Defizit im Zusammenhang mit dem Glauben der Finanzmanager steht, Entwicklungen von Zinssätzen vorhersagen zu können: „[S]ome managers appear to be guided by their views regarding anticipated movements of interest rates in the future and that such movements are correlated with the shape of the yield curve. While it is questionable whether such actions actually increase shareholder value, my discussion with corporate treasury employees, in conjunction with my empirical findings, suggest that some firms believe that they do.“ Faulkender (2005), S. 959 f.

Diese tiefergehende Ursache der Unterschätzung beziehungsweise Vernachlässigung finanzieller Risiken speziell aufgrund des Glaubens an die Vorhersagbarkeit von Marktpreisentwicklungen wird im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit noch aufzugreifen sein. Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2.

<sup>686</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>687</sup> Vgl. Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 12.

<sup>688</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2 und Kapitel 3.2.3.2.2.2.

Unternehmenshierarchie.<sup>689</sup> Dagegen spricht die Gefahr, Einbußen bei der erfolgsabhängigen Entlohnung erleiden zu müssen oder sogar die Anstellung zu verlieren. Insbesondere in der Kenntnis, dass beim Konkurrenzkampf zwischen Managern jedoch erst ein überdurchschnittlicher Erfolg Beförderungsmöglichkeiten eröffnet, kann diese Abwägung zugunsten einer Investition ausfallen, die mit unangemessen hohen finanziellen Risiken behaftet ist.<sup>690</sup>

Auch im Konflikt zu Zielen des Unternehmens stehende Risikopräferenzen von Finanzmanagern erklären das Eingehen unangemessen hoher finanzieller Risiken. Gemäß diesem Erklärungsansatz ist die Bereitschaft der Finanzmanager zur Übernahme hoher finanzieller Risiken insbesondere in Zeiten einer wirtschaftlich schlechten Lage zu erwarten.

Ferner sind Unternehmen unangemessen hohen finanziellen Risiken ausgesetzt, wenn Finanzmanager bei der Entscheidungsfundierung aufgrund des Strebens nach einer Reduktion des Arbeitsleids Risikoaspekte außer Acht lassen.

Neben dem eigeninteressierten Handeln erhellen *kognitive Beschränkungen* von Finanzmanagern das diskutierte Defizit. Im Unterschied zu den genannten Ursachen ist davon auszugehen, dass die Inkaufnahme hoher finanzieller Risiken unbewusst erfolgt.<sup>691</sup> Für die Relevanz dieser Ursachenkategorie spricht das Ergebnis, das KAHNEMAN und LOVALLO aus vielfältigen Untersuchungen ableiten: „Our review of research on individual risk attitudes suggests that the substantial degree of risk to which individuals and organizations willingly expose themselves is unlikely to reflect true acceptance of these risks. The alternative is that people and organizations often expose themselves to risk because they misjudge the odds.“<sup>692</sup>

---

<sup>689</sup> Für einen allgemeinen Hinweis vgl. Laux (2005), S. 499.

<sup>690</sup> Fehlerhaft ausgestaltete Anreizverträge können einen aus Sicht des Unternehmens negativen Einfluss auf die Alternativenauswahl von Managern ausüben. Da Beförderungen häufig als Anreizinstrument eingesetzt werden, wird in Untersuchungen speziell ihr Einfluss auf Investitionsentscheidungen analysiert.

SAYRE, RANKIN und FARGHER zeigen im Rahmen eines Experiments, dass Beförderungen als Turnier begriffen werden können, in dem lediglich der Gewinner befördert wird, alle anderen jedoch nicht. Dies hat zur Folge, dass die Turnierteilnehmer zu hohe Risiken eingehen. Vgl. Sayre/Rankin/Fargher (1998). Vgl. ähnlich Heaton (2002), S. 34. Des Weiteren bestätigen GOEL und THAKOR die Relevanz dieses Erklärungsmusters auf der Basis eines formal-analytischen Modells. Vgl. Goel/Thakor (2000), S. 3 f. und 32-34.

Das zur Veranschaulichung gewählte Beispiel einer Investition knüpft unmittelbar an das bereits behandelte Defizit der Überinvestition an. Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1.

<sup>691</sup> Für anekdotische Evidenz vgl. Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 48-50.

<sup>692</sup> Kahneman/Lovallo (1993), S. 24. Vgl. ähnlich Brühwiler (2003), S. 191.

Die Annahme, dass Finanzmanagern häufig gar nicht bewusst ist, dass sie mit ihren Entscheidungen unangemessene finanzielle Risiken in Kauf nehmen, deckt sich mit Ergebnissen einer fragebogengestützten Studie von GLAUM zur Praxis des finanziellen Risikomanagements großer deutscher Industrie- und Handelsunternehmen des DAX-100, an der sich 74 Finanzvorstände beteiligten. Die Studie zeigt, dass sich Finanzmanager deutscher Großunternehmen in der Selbsteinschätzung als weitgehend risikoneutral einstufen, also weder besonders risikosuchend noch besonders risikoavers. Vgl. Glaum (2000), S. 23 f.

Zahlreiche kognitive Beschränkungen leisten einen Erklärungsbeitrag zur Unterstützung der Annahme, dass Finanzmanager bestehende finanzielle Risiken falsch einschätzen. In der Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEM-Modells* ist den Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen der Finanzmanager eine hohe Bedeutung beizumessen. So setzt die angemessene Einschätzung finanzieller Risiken voraus, dass ein Finanzmanager diese überhaupt angemessen wahrnimmt und reflektiert. Aufgrund der Komplexität und Dynamik in vielen Entscheidungssituationen eines Finanzmanagers ist zu erwarten, dass diese Voraussetzung aufgrund der selektiven und beschränkten Wahrnehmung häufig nicht erfüllt ist.<sup>693</sup> Im Hinblick auf mentale Modelle ist zudem davon auszugehen, dass Finanzmanager – ähnlich anderen Investoren an Finanz- und Kapitalmärkten – eine stärker ausgeprägte Bereitschaft zur Spekulation besitzen als beispielsweise die Manager anderer Funktionsbereiche des Unternehmens und noch eher als diese die von den jeweiligen Risiken ausgehende Bedrohung unterschätzen.<sup>694</sup>

Eine grobe Fehleinschätzung finanzieller Risiken speziell im Zusammenhang mit Investitionsentscheidungen an Finanz- und Kapitalmärkten unterstreichen die empirischen Evidenzen, die SHEFRIN anführt: „Managers view stocks of good companies as representative of good stocks and associate positive feelings with these companies. Good companies feature both high returns and low risk. Therefore in considering the stocks of firms one by one, they tend to rate stocks of good firms as featuring both high future returns and low risk.“<sup>695</sup> Folglich ist bei Finanzmanagern der grundlegende Zusammenhang von höherer Rentabilität eines Wertpapiers und höherem Risiko nicht angemessen verinnerlicht. Erklärbar ist diese Fehleinschätzung durch die Repräsentativitätsheuristik.<sup>696</sup> Assoziiert ein Finanzmanager positive Gefühle mit dem Emittent eines Wertpapiers, dann werden diese Assoziationen ungerechtfertigt als repräsentativ für die Qualität des jeweiligen Wertpapiers erachtet. In der Folge unterstellen Finanzmanager, dass dieses Wertpapier sowohl eine hohe Rendite als auch ein niedriges Risiko aufweist.

---

<sup>693</sup> Vgl. allgemein Finke (2005), S. 14.

<sup>694</sup> Für die grundsätzliche Relevanz erfahrungsabhängig gebildeter mentaler Modelle im Risikomanagement spricht ein empirischer Nachweis, der von der Financial Executives Research Foundation (FERF), der Factory Mutual Insurance Company (FMIC) und der National Association of Corporate Treasurers (NACT) gemeinschaftlich erarbeitet wurde. Die Befragung zeigt, dass Finanzmanager mit der Beurteilung eines Investitionsvorhabens deutlich andere Risiken assoziieren als Risikomanager aus Versicherungsunternehmen. Vgl. FERG/FMIC/NACT (2003), S. 16. Demnach entwickeln unterschiedliche Berufsgruppen abweichende mentale Modelle.

<sup>695</sup> Shefrin (2007), S. 63.

Das Ergebnis stützt sich auf eine seit 1997 jährlich durchgeführte Befragung von Finanzmanagern. Vgl. Shefrin (2007), S. 57-59.

Für weitere empirische Evidenzen, deren Subjektauswahl unterschiedlichste Investorengruppen umfasst, vgl. Ganzach (2000); Shefrin (2001b).

<sup>696</sup> Vgl. Shefrin (2001b), S. 176 f. und 179 f.

Wenn das Bewusstsein für die Bedrohung durch tatsächlich existierende Risiken fehlt, dann fällt der Finanzmanager bei der Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik lediglich auf Grundlage einer inadäquaten Teilsicht seine Entscheidungen, also mit unangemessen hohem Risiko.

Über die Erweiterung der resourceful-Annahme hinaus begründen kognitive Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* die Inkaufnahme unangemessen hoher Risiken. Die Prospect Theory und die hiermit verbundene Verlustaversion erklären, dass sich Finanzmanager in Situationen, in denen eine Entscheidung zu Verlusten geführt hat, risikosuchend verhalten. In dieser Situation gehen Finanzmanager unangemessen hohe finanzielle Risiken ein, weil sie ungeachtet aller Gefahren darauf hoffen, die entstandenen Verluste noch minimieren zu können.

Auch die Regret Theory leistet einen Beitrag zur Erklärung des Defizits. Dabei sind Finanzmanager darum bemüht, die getroffenen Entscheidungen nicht bedauern zu müssen. Tritt eine Situation ein, in der sich Verluste abzeichnen, da relevante Risiken übersehen wurden, dann wird der Finanzmanager nicht plötzlich Maßnahmen ergreifen, die zu einer sinnvollen Reduktion dieser Risiken führen. Dies würde bedeuten, dass er sich selbst – und womöglich auch anderen – den Fehler eingestehen müsste, relevante Risiken unangemessen ignoriert zu haben.<sup>697</sup>

Neben den genannten kognitiven Beschränkungen leisten Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* einen schlüssigen Erklärungsbeitrag. Das Phänomen der Kontrollillusion verdeutlicht, weshalb Finanzmanager das Defizit einer unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken aufweisen: „[M]anagers commonly view risk as a challenge to be overcome, and believe that risk can be modified by ‚managerial wisdom and skill‘. [...] The common refusal of managers to refuse risk estimates provided to them as ‚given‘ is a clear illustration of illusion of control.“<sup>698</sup> SHEFRIN konstatiert: „The psychological evidence indicates that increased perceived control is associated with lower perceived risk. This relationship turns out to be particularly strong among white males.“<sup>699</sup>

Darüber hinaus ist Overconfidence- und Optimismus-Effekten eine hohe Relevanz zuzusprechen. Für ihre Relevanz zur Erklärung des Defizits der unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken spricht eine großzahlige empirische Untersuchung von GRAHAM und HARVEY. Sie leiten im Rahmen einer quartalsweise durchgeführten Befragung von Finanzmanagern US-amerikanischer Unternehmen, die in den Jahren von 2000 bis 2003 durchgeführt wurde, folgendes Ergebnis ab: „[...] CFOs’ assessment of market volatility is much lower than popular

---

<sup>697</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 50.

<sup>698</sup> Kahneman/Lovallo (1993), S. 27.

<sup>699</sup> Shefrin (2007), S. 42.

alternative measures, suggesting that CFOs are very confident in their opinions (i. e., their individual distributions for the market risk premium are tight).<sup>700</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Inkaufnahme unangemessen hoher finanzieller Risiken ein grundlegendes Rationalitätsdefizit im Finanzmanagement darstellt, das mit hohen Verlustgefahren verbunden ist. Auch wenn diese nicht zwangsläufig zu Zahlungsschwierigkeiten eines Unternehmens führen müssen, können sich hieraus negative Einflüsse auf die Finanzierungsfähigkeit ergeben. Wenn potentielle Investoren zu der Ansicht gelangen, dass Finanzmanager ihre Unternehmen beträchtlichen Verlustgefahren aussetzen, dann wird die Bereitschaft der Investoren zur Überlassung von Kapital hierdurch maßgeblich reduziert.<sup>701</sup>

#### **3.2.3.2.1.2 Unangemessene Verfolgung von Gewinnabsichten**

### **Defizit**

Das primär im Rahmen des finanziellen Risikomanagements zu verfolgende Ziel besteht – finanzwirtschaftlichen Empfehlungen zufolge – in der Reduktion der Volatilität der Cash Flows, also in der Absicherung künftiger Zahlungseingänge gegen die sich aus der Existenz finanzieller Risiken ergebenden Verlustgefahren.<sup>702</sup> Wie noch zu zeigen ist, legen empirische Evidenzen den Schluss nahe, dass Finanzmanager diesem vorrangigen Ziel häufig nicht gerecht werden, sondern ein finanzielles Risikomanagement betreiben, bei dem sie primär Gewinnabsichten verfolgen, insbesondere beim Einsatz von Finanzderivaten.<sup>703</sup> Wie bereits erwähnt, stehen spektakuläre finanzielle Verluste sowohl von Finanzdienstleistern als auch von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche oftmals im Zusammenhang mit dem Einsatz von Finanzderivaten,

---

<sup>700</sup> Graham/Harvey (2003), S. 4. Vgl. korrespondierend hierzu Fußnote 486.

Das Ergebnis von GRAHAM und HARVEY wird auch durch einen Beitrag von HILTON unterstützt, der unterschiedliche empirische Untersuchungen auswertet, in denen allgemein Investoren um die Vorhersage zukünftiger Wechsel- und Aktienkurse sowie um eine Einschätzung der Konfidenzintervalle bezüglich der getroffenen Vorhersagen gebeten wurden. Die Ergebnisse zeigen, dass die von den Befragten vermuteten Konfidenzintervalle zu eng sind und relevante Risiken mithin deutlich unterschätzt werden. Vgl. Hilton (2001), S. 39-43.

Im Hinblick auf die Beurteilung von Investitionsvorhaben unterstützt zudem HACKBARTH die Ansicht, dass Overconfidence- und Optimismus-Effekte zu einer unangemessenen Inkaufnahme der damit verbundenen Risiken führen. In dem von ihm erarbeiteten formal-analytischen Modell, überschätzen Manager zum einen die Wachstumsraten zukünftiger Cash Flows und unterschätzen zum anderen die Risiken, die mit der tatsächlichen Realisierung von Cash Flows verbunden sind. Vgl. Hackbarth (2004a), S. 5. Vgl. ähnlich Hackbarth (2004b), S. 2.

<sup>701</sup> Vgl. Fatemi/Luft (2002), S. 34 f.

<sup>702</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>703</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 11; Spremann (1996), S. 199; Hoefener (2000), S. 14 f.; Schöndube-Pirchegger (2006), S. 688-690.

weshalb eine Gewinnorientierung mit großen Verlustgefahren verknüpft ist.<sup>704</sup> FIGLEWSKI beschreibt die Gefahren wie folgt: „Attempting to turn the treasury function into a profit center is one way to lose money in derivatives.“<sup>705</sup> ALBRECHT führt aus: „Wird der Finanzbereich als Profit Center, d. h. mit eigener Ergebnisverantwortung geführt, so kann hieraus ein zumindest impliziter Erwartungsdruck entstehen, möglichst günstige Finanzierungsbedingungen zu erreichen bzw. möglichst hohe Investmentrenditen zu erzielen. Dieser Druck kann letztlich dazu führen, daß im Finanzbereich riskantere Positionen [im Zusammenhang mit Finanzderivaten, R. M.] eingegangen werden, ohne sich der inhärenten Risiken ausreichend bewußt zu sein.“<sup>706</sup> Schließlich konstatiert STATMAN im Hinblick auf den Umgang mit Währungsrisiken: „Currency hedges are advocated for the reduction of risk, yet they are often used for the enhancement of returns.“<sup>707</sup>

Zur Fundierung des Rationalitätsdefizits, dass das finanzielle Risikomanagement in der Praxis des Finanzmanagements nicht selten unangemessen auf die Gewinnerzielung fokussiert ist, gibt eine von BODNAR, HAYT und MARSTON durchgeführte Befragung US-amerikanischer CFO unter anderem Aufschluss über die Frage, auf welcher Basis Finanzmanager den Erfolg des finanziellen Risikomanagements in ihren Unternehmen beurteilen.<sup>708</sup> „The most popular choice was reduced volatility relative to some benchmark. This was the approach of 40 % of the respondents. Of firms, 22 % indicated that they evaluated the risk-management function based upon its ability to increase profits relative to some benchmark, while 18 % used an absolute profit-or-loss

<sup>704</sup> Zu den in Kapitel 1.1, insbesondere in Fußnote 12, genannten Hinweisen sei erwähnt, dass der Einsatz von Finanzderivaten im Zusammenhang mit vielfältigen Markt- und Kreditrisiken steht, die im Verhältnis zum erforderlichen Kapitaleinsatz bei diesen Instrumenten große Dimensionen erreichen können. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 64.

Die Gefahren im Umgang mit Finanzderivaten erkennend hat die Washingtoner Organisation Group of Thirty (G 30) im Jahr 1993 eine Studie veröffentlicht (Derivatives: Practices and Principles), die unter dem Namen G 30-Report oder G 30-Studie bekannt geworden ist. Diese Studie unterstreicht das Erfordernis eines sorgfältigen Risikomanagements im Umgang mit Finanzderivaten und gliedert sich in zwanzig Empfehlungen für Banken und Nichtbanken und vier Empfehlungen für Aufsichtsbehörden. Vgl. Group of Thirty (1993).

Für eine weitere Veranschaulichung der Verlustgefahren im Umgang mit Finanzderivaten sei abschließend noch auf eine empirische Studie von ALLAYANNIS, BROWN und KLAPPER hingewiesen, die am Beispiel der Absicherung von Währungsrisiken ost-asiatischer Unternehmen verdeutlicht, welche Verluste mit dem Einsatz von Finanzderivaten verbunden sein können. Vgl. Allayannis/Brown/Klapper (2003).

<sup>705</sup> Figlewski (1994), S. 77. Vgl. ähnlich Grinblatt/Titman (1998), S. 726 und 728.

<sup>706</sup> Albrecht (1997), S. 206.

<sup>707</sup> Statman (2005), S. 15.

<sup>708</sup> Die als Wharton Survey of Financial Risk Management bezeichnete Studie wurde in den Jahren 1994, 1995 und 1998 durchgeführt, wobei sich die in der vorliegenden Arbeit zitierten Ergebnisse lediglich auf die aktuellste Studie aus dem Jahr 1998 beziehen. Hierin stellen BODNAR, HAYT und MARSTON eine Befragung von 399 Finanzverantwortlichen US-amerikanischer Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche vor, in der die Hälfte der Befragten angibt, dass Finanzderivate zur Absicherung finanzieller Risiken in ihrem Unternehmen zum Einsatz kommen. Vgl. Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 71.

approach to risk-management evaluation. Finally, 21 % of the firms indicated that they prefer to examine a risk-adjusted performance measure (profits relative to volatility change) to evaluate the risk-management function. Given that the purpose of risk management is to reduce risk rather than increase profits, it is surprising that 40 % of the firms (22 % + 18 %) have a profit-based approach to risk-management evaluation. Such an approach can provide incentives for risk managers to take positions that may ultimately increase the total riskiness of the firm.<sup>709</sup>

Die Studie macht zudem deutlich, dass Finanzmanager insbesondere deshalb nach der Erzielung von Gewinnen streben, weil sie an die Qualität der eigenen Marktpreisprognosen glauben:<sup>710</sup>

„Although financial research has suggested that it is virtually impossible to outperform the expectations of future rates embedded in the market rates, financial managers have typically found it difficult to avoid letting their own view of the currency market affect their risk-management activities. [...] Without entering the debate about what constitutes a hedge and what constitutes speculation, it is apparent that a majority of firms sometimes takes into account their opinion about market conditions when choosing a risk-management strategy.“<sup>711</sup>

---

<sup>709</sup> Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 84 f.

Neben BODNAR, HAYT und MARSTON weist auch eine von BROWN erarbeitete Fallstudie darauf hin, dass speziell die Motivation zum Einsatz von Finanzderivaten nicht selten in dem Streben nach der Erzielung von Gewinnen zu suchen ist statt in einer Absicherung gegen finanzielle Risiken. Vgl. Brown (2001), S. 413 f.

Schließlich weisen auch GUAY und KOTHARI in einer Analyse des Einsatzes von Finanzderivaten bei 234 Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche darauf hin, dass Unternehmen Geschäfte mit Finanzderivaten (auch) zur Erzielung von Spekulationsgewinnen nutzen. Vgl. Guay/Kothari (2003), S. 426.

<sup>710</sup> Neben den im Folgenden angeführten Evidenzen stellt auch die Aussage eines Finanzverantwortlichen von Lukens, Inc. eine Veranschaulichung dieser Aussage dar: „[W]e will pursue a strategy of *active* risk management – that is, we will only hedge a fraction of our exposures and the percentage we choose to hedge will be subject to continuous review [...]. A reason for this approach is our belief that we can add some value by changing our hedging position when we have a view about future developments in our markets.“ [Hervorhebungen im Original], Van Roden (1995), S. 61. Für einen weiteren Hinweis vgl. Bischoff (1989), S. 138.

<sup>711</sup> Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 77 f.

Das zitierte Urteil bezieht sich auf das von den Autoren ermittelte Ergebnis, demzufolge rund 60 % derjenigen Finanzmanager, die Finanzderivate einsetzen, sowohl den Zeitpunkt als auch den Umfang der eingegangenen Derivatepositionen zur Absicherung gegen Zins- und Währungsrisiken häufig beziehungsweise häufiger von eigenen Einschätzungen zu Marktpreisentwicklungen abhängig machen. Vgl. Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 78-81.

In dieselbe Richtung weisen Ergebnisse von DOLDE, der eine fragebogengestützte Untersuchung des Einsatzes von Finanzderivaten zum Management von Zins- und Währungsrisiken US-amerikanischer Fortune 500 Unternehmen vorstellt und hierbei die Antworten von 244 Unternehmen auswertet. DOLDE kommt zu dem Ergebnis, dass 85 % der antwortenden Unternehmen Derivategeschäfte nutzen und davon wieder 90 % aktiv Hedginggeschäfte auf eigene Einschätzungen bezüglich relevanter Marktpreisentwicklungen abstimmen. Vgl. Dolde (1993), S. 34 und 40.



Gemäß einer empirischen Studie von GLAUM besitzt der letztgenannte Hinweis speziell für die Gruppe deutscher Finanzmanager eine hohe Bedeutung.<sup>712</sup> Die Untersuchung belegt, dass im Hinblick auf die Absicherung von Zinsrisiken (Währungsrisiken) mit einem Anteil von 61 % (54 %) die Finanzmanager bevorzugt eine Kurssicherungsstrategie verfolgen, bei der lediglich diejenigen Positionen abgesichert werden, für die Finanzmanager einen Verlust befürchten, während Positionen, für die Finanzmanager einen Gewinn erwarten, unbesichert bleiben.<sup>713</sup> GLAUM urteilt – mit Blick auf die Währungsrisiken – zusammenfassend: „Das aus Sicht der Theorie sicherlich erstaunlichste Ergebnis besteht jedoch darin, daß eine Mehrzahl der Unternehmungen gewinnorientierte, selektive Hedging-Strategien verwendet, die auf Wechselkursprognosen basieren. Die Entscheidungsträger dieser Unternehmungen glauben, durch den bewussten Verzicht auf eine Absicherung offener Positionen im Zeitablauf gegenüber einer Strategie der Vollabsicherung einen höheren Cash Flow erzielen zu können; sie nehmen dabei die Möglichkeit von Währungsverlusten in Kauf.“<sup>714</sup>

Zur weiteren Veranschaulichung dieser Fehlausrichtung kann zudem auf eine Studie von BROWN, CRABB und HAUSHALTER hingewiesen werden, die das finanzielle Risikomanagement

---

<sup>712</sup> Die von GLAUM vorgestellte fragebogengestützte Studie zur Praxis des finanziellen Risikomanagements großer deutscher Industrie- und Handelsunternehmen des DAX-100 umfasst Antworten von 74 Finanzvorständen und wurde zu Beginn des Jahres 1999 durchgeführt. Vgl. Glaum (2000), S. 87.

Mit Bezug zur identischen Studie vgl. auch Fatemi/Glaum (2000).

<sup>713</sup> Vgl. Glaum (2000), S. 44 f. und 58 f.

Die Strategie eines kompletten Verzichts auf die Absicherung von Währungsrisiken (Zinsrisiken) findet demgegenüber bei 11 % (11 %) der Befragten Zustimmung, die komplette Absicherung der Risiken bei 22 % (3 %), eine regelgebundene Strategie (beispielsweise in Form einer Festlegung, dass stets die Hälfte der offenen Risikopositionen abzusichern ist) bei 12 % (18 %) und ein Anteil von 1 % (7 %) der befragten Finanzmanager gibt an, dass in ihren Unternehmen sogar in Abhängigkeit von getroffenen Wechselkursprognosen (Zinssatzprognosen) offene Fremdwährungspositionen (Zinspositionen) auch über die aus Grundgeschäften resultierenden Positionen hinaus aufgebaut werden. Vgl. Glaum (2000), S. 44 f. und 58 f.

<sup>714</sup> Glaum (2000), S. 48.

Ähnliche Ergebnisse offenbart zudem eine empirische Untersuchung zur Praxis des finanziellen Risikomanagements deutscher Finanzmanager, die auf einem identischen Fragebogen aufbaut, der bereits in der Untersuchung von BODNAR, HAYT und MARSTON zur Untersuchung US-amerikanischer Finanzmanager zum Einsatz kam. Vgl. Gebhardt/Ruß (1999), S. 58-60 und 65 f.

Ein Vergleich beider Ergebnisse zeigt, dass sich deutsche Finanzmanager bei der Umsetzung des finanziellen Risikomanagements sogar noch stärker auf selbsterstellte Prognosen verlassen als US-amerikanische Finanzmanager: „German firms are more likely to incorporate their own market view on price movement when taking positions with derivatives than US firms.“ Bodnar/Gebhardt (1999), S. 156.

Diesen Befund kommentieren GEBHARDT und RUS wie folgt: „In stärkerem Umfang als bei amerikanischen Unternehmen prägen eigene Einschätzungen von künftigen Wechselkursen und Zinssätzen den Derivateinsatz, der teilweise sogar einem aktiven Aufbau von Positionen dient. Dies erscheint nicht unproblematisch, da Industrieunternehmen tendenziell einen komparativen Nachteil gegenüber Finanzinstituten bei der Einschätzung der zukünftigen Wechselkurs- oder Zinsentwicklungen haben werden.“ Gebhardt/Ruß (1999), S. 80.

in den Jahren 1993 bis 1998 von 44 Unternehmen der Goldabbau-Branche untersuchen.<sup>715</sup> Korrespondierend zu den gerade angeführten Evidenzen belegen die Autoren, dass die in der Stichprobe analysierten Unternehmen versuchen, eigene Voraussagen und Einschätzungen zu nutzen, um die Durchführung von Hedgingmaßnahmen entsprechend dieser Einschätzungen aktiv zu gestalten.<sup>716</sup> Die Untersuchung weist insofern die Fehlansicht dieses Vorgehens nach, da entgegen theoretischen Empfehlungen zum finanziellen Risikomanagement der Umfang durchgeführter Hedgingmaßnahmen in Situationen abnimmt (zunimmt), in denen sich für die untersuchten Unternehmen nachteilige (vorteilhafte) Preis- und Kursentwicklungen auf den Märkten ereignen, der Goldpreis also sinkt (steigt).<sup>717</sup>

Die angeführten Evidenzen sprechen für die Erwartung, dass Finanzmanager im Rahmen des finanziellen Risikomanagements häufig auf der Grundlage eigener Marktpreisvorhersagen primär Gewinnabsichten verfolgen.<sup>718</sup> Das hieraus resultierende Defizit besteht zum einen darin,

---

<sup>715</sup> Vgl. Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 2 und 4.

<sup>716</sup> Vgl. Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 3 f.

<sup>717</sup> Vgl. Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 2 f.

Die Autoren urteilen zusammenfassend: „Although the success of managers’ attempts to time the markets is not entirely clear, what is clear is that managers rarely have advantages that can be translated into significant improvements in shareholder value.“ Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 4.

<sup>718</sup> Entgegen der mehrheitlich in der Literatur vertretenen Sichtweise sei darauf hingewiesen, dass STULZ dafür plädiert, dass Finanzmanager im Falle einer intimen Kenntnis der Marktverhältnisse die Politik des finanziellen Risikomanagements an den von ihnen aufgestellten Marktprognosen ausrichten sollten und hierdurch – gemäß STULZ – auch Gewinne erzielen könnten (für eine empirische Studie am Beispiel der Goldabbau-Branche, in denen Gewinne durch spekulative Geschäfte belegt werden können, vgl. Adam/Fernando (2006)). STULZ räumt in diesem Zusammenhang jedoch selbst die hohe Mißbrauchsgefahr eines derart betriebenen Managements finanzieller Risiken ein. Vgl. Stulz (1996), S. 23 f.

BROWN, CRABB und HAUSHALTER weisen in diesem Zusammenhang auf großen Forschungsbedarf hin: „Specifically, significant agency costs may be incurred because of a risk manager’s overconfidence in making market predictions. Financial theory could help alleviate these problems by providing more specific guidance regarding when and how managers should incorporate their market predictions.“ Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 29.

Wie das Zitat von BROWN, CRABB und HAUSHALTER verdeutlicht, ist die Frage nach dem optimalen Ausmaß der Absicherung nicht endgültig geklärt. Mit Bezug auf Währungsrisiken konstatiert SLONIK, dass eine theoretische Lösung zur konkreten Bestimmung der optimalen Absicherung von Risiken ohnehin nicht erreichbar ist: „Even in a perfect world with no market segmentation or differential taxes or transaction costs, no reasonable theory will ever come up with practical and unquestionable recommendations regarding a systematic hedging policy. [...] Because hedge ratios differ across assets and currencies, depending on unobservable foreign asset positions, utility functions, individual risk aversion, and inflation, there is no simple practical solution and no theoretically unquestionable benchmark for the currency allocation, and there will never be one.“ Slonik (1998), S. 49.

In der vorliegenden Untersuchung soll nicht der Mindermeinung von STULZ gefolgt werden, sondern der mehrheitlich vertretenen Meinung, dass Finanzmanager von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche in der Regel keine erfolgreichen Marktprognosen aufstellen können und folglich finanzielle Risiken stets absichern sollten. Neben den bereits genannten Quellen, die diese Ansicht unterstützen, vgl. stellvertretend für viele Bartram (1999), S. 22 f.

dass Finanzmanager ihre Unternehmen bezüglich der ungesicherten Positionen relevanten Verlustgefahren aussetzen. Zum anderen sind Maßnahmen der von Finanzmanagern abgesicherten Positionen nicht optimal auf die Reduktion der Verlustgefahr, sondern primär auf eine Gewinnerzielung ausgerichtet. BARTRAM, DUFEY und FRENKEL urteilen in Bezug auf Währungsrisiken: „[N]on-financial firms cannot be expected to persistently make better predictions on foreign exchange rates than professional traders in banks and other financial institutions who provide transaction and pricing services for financial assets to their clients as their core business. As a result, they will typically not be able to increase the value of the firm by betting on particular exchange rate movements. To the contrary, theoretical arguments largely supported by empirical evidence indicate that taking financial risk will generally be a value-destroying strategy for firms outside the financial sector.“<sup>719</sup>

### ***Ursachen***

Die Ursachen einer unangemessenen Verfolgung von Gewinnabsichten im Rahmen des finanziellen Risikomanagements lassen sich auf das ***eigeninteressierte Handeln*** der Finanzmanager zurückführen. Innerhalb dieser Ursachenkategorie begründen von den gemeinsamen Zielen des Unternehmens abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen der Finanzmanager das erläuterte Defizit. Diese Ursache ist von hoher Bedeutung, da – wie bereits in den weiter oben wiedergegebenen Ausführungen von FIGLEWSKI, ALBRECHT, STATMAN sowie BODNAR, HAYT und MARSTON angesprochen – Finanzbereiche häufig als Profit Center ausgestaltet und/oder Erfolgsgrößen des finanziellen Risikomanagements auf die Erzielung von Gewinnen ausgerichtet sind. Unter diesen Voraussetzungen besteht ein Fehlanreiz für Finanzmanager, sich primär an Gewinnen zu orientieren, statt finanzielle Risiken optimal abzusichern. Speziell die Relevanz abweichender Karrierepräferenzen untermauert zudem ein formal-analytisches Modell von NAM, WANG und ZHANG, die folgende Aussage treffen: „Because managers with high career concerns must produce really good results to convince shareholders and outsiders of their quality, they are likely to speculate early in their careers.“<sup>720</sup>

Abweichende Konsumpräferenzen der Finanzmanager erklären auch insofern die fehlerhafte Ausrichtung des finanziellen Risikomanagements, als die Absicherungsmaßnahmen lediglich auf den Zweck ausgerichtet sein können, das Vermögen des Finanzmanagers in Form von Aktien

---

<sup>719</sup> Bartram/Dufey/Frenkel (2005), S. 409.

<sup>720</sup> Nam/Wang/Zhang (2005), S. 3.

und Aktienoptionen möglichst umfassend zu schützen:<sup>721</sup> „If managers cannot effectively hedge corporate volatility in their personal accounts, or if it is cheaper for the firm to hedge than it is for managers, then corporate hedging can improve managerial welfare.“<sup>722</sup> Die zugrunde liegende Strategie des Risikomanagements ist hierbei an Vermögens- beziehungsweise Gewinninteressen der Finanzmanager orientiert, die im Widerspruch zu den Interessen der Anteilseigner des Unternehmens stehen.<sup>723</sup>

Zudem ist eine primäre Fokussierung auf die Gewinnerzielung durch abweichende Risikopräferenzen der Finanzmanager erklärbar. Finanzmanager, die sich in einer Situation wirtschaftlicher Bedrängnis befinden, werden unter dem Deckmantel eines vermeintlichen Managements finanzieller Risiken den Abschluss spekulativer Absicherungsgeschäfte vorantreiben, um ungeachtet aller Gefahren auf eine Besserung der Lage hoffen zu dürfen.

Neben dem eigeninteressierten Handeln besitzen *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager ein Potential zur Erklärung des Defizits einer unangemessenen Gewinnorientierung. Da die Studien für die Annahme sprechen, dass die Gewinnorientierung aus dem Glauben der Finanzmanager an die Qualität der von ihnen prognostizierten Entwicklungen relevanter Marktpreise resultiert, ist auch der Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen eine hohe Bedeutung

---

<sup>721</sup> Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die erfolgsabhängige Entlohnung in Form von Aktienoptionen in vielen Unternehmen eingesetzt wird, um Manager zur Übernahme von Risiken zu motivieren. Vgl. Smith/Stulz (1985), S. 399-403. Für eine empirische Unterstützung dieser Annahme vgl. Guay (1999b); Rajgopal/Shevlin (2002); Rogers (2002); Coles/Daniel/Naveen (2006).

Wie LAMBERT, LARCKER und VERRECCHIA sowie CARPENTER jedoch herausarbeiten, ist den Aktienoptionen nicht nur ein risikosuchender, sondern auch ein die Risikoaversion fördernder Anreiz immanent. Vgl. Lambert/Larcker/Verrecchia (1991), insbesondere S. 136-139; Carpenter (2000).

Im Einklang hierzu arbeiten KNOPF, NAM und THORNTON in einer empirischen Untersuchung von 260 Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche folgendes Ergebnis heraus: „We find that as the sensitivity of managers' stock and stock option portfolios to stock price increases, firms tend to hedge more. However, as the sensitivity of managers' stock option portfolios to stock return volatility increases, firms tend to hedge less.“ Knopf/Nam/Thornton (2002), S. 801.

Welcher Einfluss durch eine erfolgsabhängige Bezahlung in Form von Aktienoptionen auf die Bereitschaft eines Managers zur Übernahme von Risiken genommen werden kann, lässt sich somit – dem aktuellen Forschungsstand entsprechend – nicht eindeutig beantworten. ROSS konstatiert in diesem Zusammenhang: „The common folklore that giving options to agents will make them more willing to take risks is false. In fact, no incentive schedule will make all expected utility maximizers more or less risk averse.“ Ross (2004), S. 207.

<sup>722</sup> Graham/Rogers (2002), S. 821.

<sup>723</sup> Vgl. Fatemi/Luft (2002), S. 30 und 33.

In einer empirischen Untersuchung von Unternehmen der Goldabbau-Branche arbeitet TUFANO einen Hinweis auf die Relevanz dieser Argumentation heraus. Dementsprechend üben sowohl das Ausmaß, in dem Manager mit dem eigenen Vermögen am Unternehmen beteiligt sind, als auch die Art der Entlohnung einen Einfluss auf den Anteil des Exposures aus, der über Hedginggeschäfte abgesichert wird. Vgl. Tufano (1996), S. 1128-1130. Für eine weitere empirische Bestätigung vgl. Schrand/Unal (1998), sowie die bereits in Fußnote 721 angegebene Literatur, die Zusammenhänge zwischen der Gewährung von Aktienoptionen und der Übernahme finanzieller Risiken aufzeigt.

beizumessen. Analog zu dem erörterten Defizit der Durchführung wenig rentabler Finanzinvestitionen aufgrund der Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten (Kapitel 3.2.1.2.3.3) steht dieser Glaube im Zusammenhang mit einer defizitären Prognose von Marktpreisen und einer Überschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeiten des eigenen Handelns.

Die inadäquate Prognose relevanter Marktpreise erklärt sich aus kognitiven Beschränkungen, die in die *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* integriert wurden. Zukünftige Kursentwicklungen sind zwangsläufig mit hohen Unsicherheiten behaftet und können dementsprechend die tatsächlich eintretenden Kursverläufe nicht systematisch zutreffend beschreiben. Finanzmanager tragen diesen Unsicherheiten nicht angemessen Rechnung, wenn sie in dem Glauben an die hohe Qualität ihrer eigenen Prognosen handeln. Vielmehr ist davon auszugehen, dass diese Prognosen verfälscht sind, weil Finanzmanager zu ihrer Ableitung Heuristiken anwenden. Demnach ist die Kursprognose eines Finanzmanagers, der diese lediglich auf der Grundlage verfügbarer beziehungsweise abrufbarer Informationen erstellt (Verfügbarkeitsheuristik), ebenso verzerrt und unbrauchbar wie eine Kursprognose, bei der Finanzmanager den aktuellen Kurs als Referenzpunkt wählen und alle später verarbeiteten Informationen in Richtung dieses Referenzpunktes interpretieren (Verankerungs- und Anpassungsheuristik).<sup>724</sup>

Einen besonderen Gehalt zur Erklärung fehlerhafter Marktpreisprognosen bietet ferner die Anwendung der Repräsentativitätsheuristik. Auch bezüglich dieser kognitiven Beschränkung liefert die Untersuchung von BROWN, CRABB und HAUSHALTER zu Unternehmen der Goldabbau-Branche ein interessantes Indiz. Die Autoren arbeiten heraus, dass die von den befragten Finanzmanagern aufgestellten Goldpreis-Prognosen speziell durch das Phänomen einer Regression zur Mitte geprägt sind. Die befragten Finanzmanager unterstellen eine Tendenz, derzufolge sich der Goldpreis (auch kurzfristig) bevorzugt in Richtung eines Mittelwertes bewegt.<sup>725</sup> Dass unterschiedliche empirische Evidenzen gegen die Gültigkeit dieser von den Finanzmanagern unterstellten Tendenz sprechen und somit nicht von einer Vorhersagbarkeit künftiger Rohstoffpreise auszugehen ist,<sup>726</sup> führt zu der Erwartung, dass Finanzmanager mit zunehmender Erfahrung die unterstellte Tendenz kritisch reflektieren und entsprechend revidieren müssten. Die Revision der unterstellten Zusammenhänge findet jedoch offenbar nicht statt, was für die Wirksamkeit von Bestätigungsverzerrungen spricht.

Des Weiteren sind Finanzmanager nicht vor kognitiven Beschränkungen geschützt, die als Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* in die vorliegende Unter-

---

<sup>724</sup> Zur Relevanz der Verankerungs- und Anpassungsheuristik vgl. Eisenführ/Weber (2003), S. 180.

<sup>725</sup> Vgl. Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 15.

<sup>726</sup> Vgl. beispielsweise Irwin/Zulauf/Jackson (1996); Kellard et al. (1999).

suchung eingeführt wurden. Der Fähigkeit zur Durchführung angemessener Bewertungen ist Beachtung zu schenken, weil Finanzmanager zur Erzielung von Gewinnen im Rahmen des finanziellen Risikomanagements teils spekulative Finanzderivate einsetzen, die grundsätzlich eine hohe Volatilität aufweisen. Zumindest langfristig ergeben sich hieraus zwangsläufig Situationen, in denen ein Finanzderivat teils hohe Verluste aufweist. Vor dem Hintergrund, dass Finanzmanager in diesen Situationen keine rationalen Bewertungen vornehmen, sondern entsprechend der Prospect Theory die Hoffnung auf eine Verlustminderung übermäßig hoch bewerten, erscheint es plausibel, dass keine angemessenen Gegenmaßnahmen zur Verlustbegrenzung unternommen werden. Gemäß dem Sunk Cost-Effekt und der Escalation of Commitment kann erklärt werden, dass Finanzmanager sogar stetig wachsende Verluste hinnehmen, weil sie darum bemüht sind, die entstandene Situation zu vertuschen, und sie darauf hoffen, dass sich die relevanten Marktpreise doch noch vorteilhaft verändern.<sup>727</sup> Speziell auf der Basis dieser Effekte werden die teilweise hohen Verluste im Geschäft mit Finanzderivaten erklärbar.<sup>728</sup> Maßnahmen, die eigentlich bestehende Verlustgefahren abwenden sollen, bergen aufgrund der Fehlaustrichtung des finanziellen Risikomanagements ein unter Umständen noch viel größeres Verlustpotential in sich.

Schließlich beleuchten auch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* das Defizit, demzufolge Finanzmanager auf der Grundlage eigener Marktpreisvorhersagen eine primär an Gewinnen orientierte Strategie des finanziellen Risikomanagements verfolgen. Im Hinblick auf die Überschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit lässt sich anhand von Overconfidence- und Optimismus-Effekten die geschilderte Fehlaustrichtung des Managements finanzieller Risiken erklären.<sup>729</sup> Dabei bestärken die Ergebnisse der von BROWN, CRABB und HAUSHALTER durchgeführten Studie die Autoren in der Annahme, dass auch die im Zusammenhang mit diesen kognitiven Beschränkungen stehenden Gefahren in Betracht zu ziehen sind: „[I]f overconfidence leads managers to believe that they have superior information or ability relative to other market participants when they do not, managers acting on their market views may in fact destroy value.“<sup>730</sup> Auch hier ist im aktuellen Kontext damit zu rechnen, dass das Phänomen der Kontrollillusion Finanzmanager davon abhält, die von ihnen (selbst) antizipierte hohe Erfolgswahrschein-

---

<sup>727</sup> Vgl. Figlewski (1994), S. 78; Albrecht (1997), S. 205.

<sup>728</sup> Vgl. Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 12.

<sup>729</sup> ALBRECHT führt im Zusammenhang mit dem Einsatz von Finanzderivaten aus, dass der Glaube an die Fähigkeit, Marktbewegungen innerhalb eines bestimmten Zeitraums risikolos einschätzen zu können, verlustreiche Fehlanwendungen bedingt: „Ein solcher Glaube ist nicht nur naiv, sondern vor allem auch gefährlich!“ Albrecht (1997), S. 210.

<sup>730</sup> Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 1 f.

lichkeit eines primär an Gewinnen orientierten finanziellen Risikomanagements kritisch zu hinterfragen.

Die Wirksamkeit von Overconfidence- und Optimismus-Effekten sowie des Phänomens der Kontrollillusion wird durch zwei Studienergebnisse speziell für die Gruppe deutscher Finanzmanager unterstrichen.

Zum einen zeigen BODNAR und GEBHARDT, dass gerade Finanzmanager deutscher Unternehmen nur selten die potentiellen Gefahren erkennen, die im Zusammenhang mit dem Einsatz von Finanzderivaten stehen. Sie halten als Ergebnis ihrer Studie, die die Einschätzungen US-amerikanischer mit den Einschätzungen deutscher Finanzmanager vergleicht, fest: „The questionnaires next identified some areas of possible concerns by management when using derivatives and asked firms to rate their degree of concern with each issue. [...] Many US firms report ‚high‘ or ‚moderate‘ concern with all twelve issues raised [(1) Evaluating risks of derivatives; (2) Monitoring and evaluating; (3) Pricing and valuing; (4) Perceptions by public; (5) Difficulty quantifying exposure; (6) Lack of knowledge; (7) Liquidity risk; (8) Transaction costs; (9) Disclosure requirements; (10) Tax/legal issues; (11) Accounting treatment; (12) Credit risk, R. M.] whereas German firms express little concern with almost all of the issues. [...] Are German companies ignorant of the risks implied in the list of concerns or are they more confident in mastering those risks?“<sup>731</sup>

Zum anderen weist die Studie deutscher Finanzmanager von GLAUM die inadäquate Erfolgsbeurteilung des finanziellen Risikomanagements nach: „Angesichts der Tatsache, daß ein deutlich größerer Anteil der Unternehmungen versucht, ihre Wechselkurs- und insbesondere die Zinsänderungsrisiken auf der Basis von Kurs- bzw. Zinsprognosen zu steuern [...], ist es erstaunlich, daß 42 % der Unternehmungen eine Erfolgsermittlung für nicht erforderlich halten.“<sup>732</sup>

### **Fazit**

Insgesamt ist festzuhalten, dass Finanzmanager das Management finanzieller Risiken häufig als eine Möglichkeit begreifen, primär Gewinnziele zu verfolgen statt primär relevante finanzielle Risiken abzusichern. Mit dieser Fehlausrichtung hängt zum einen das Defizit zusammen, dass relevante finanzielle Risiken unbesichert bleiben. Zum anderen steht diese Fehlausrichtung im

---

<sup>731</sup> Bodnar/Gebhardt (1999), S. 164 f.

Auch GLAUM behandelt in seiner Studie zur Praxis des finanziellen Risikomanagements bei großen deutschen Unternehmen die Frage nach den von Finanzmanagern wahrgenommenen Problemen hinsichtlich des Einsatzes von Finanzderivaten. Zwar weisen diese Antworten einige Unterschiede zu den Ergebnissen der Studie von BODNAR und GEBHARDT auf, zusammenfassend stellt jedoch auch GLAUM fest, dass Finanzmanager im Umgang mit Derivaten keine wirklich gravierenden Probleme erkennen. Vgl. Glaum (2000), S. 37 und 83.

<sup>732</sup> Glaum (2000), S. 29.

Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften, die teilweise auf rein intuitiv getroffenen Prognosen über Marktpreisentwicklungen basieren. In der Konsequenz werden Hedgingmaßnahmen umgesetzt, die keine Reduktion von Risiken, sondern sogar zusätzliche Verlustgefahren bewirken.

### **3.2.3.2.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken**

#### **3.2.3.2.2.1 Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken**

##### **Defizit**

Neben der grundsätzlichen Fehlausrichtung des Managements finanzieller Risiken weist auch die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken Defizite auf. Eines dieser Defizite betrifft die Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken, die im Zusammenhang mit einem unzureichenden Ressourceneinsatz steht und im Folgenden näher erörtert wird.

Die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken ist eine komplexe Teilaufgabe des Finanzmanagements, die umfangreiches Wissen erfordert und besondere Anforderungen an die Datenverarbeitung stellt.<sup>733</sup> Die Ergebnisse zweier empirischer Studien zur Praxis des finanziellen Risikomanagements liefern grundsätzliche Hinweise darauf, dass Finanzmanager diese Aufgabe nicht angemessen erfüllen und auch die eingesetzten Ressourcen dieser herausfordernden Aufgabe nicht angemessen Rechnung tragen.<sup>734</sup>

Zum einen präsentiert DOLDE die Ergebnisse einer Befragung von 244 Fortune 500-Unternehmen.<sup>735</sup> Die Ergebnisse erlauben Rückschlüsse auf den unzureichenden Einsatz sowohl personeller Ressourcen als auch einer adäquaten Softwareunterstützung. Aus den ausgewerteten Fragebögen der Untersuchung geht hervor, dass ein Anteil von rund 35 % der befragten Unternehmen zur Bewältigung des finanziellen Risikomanagements nicht einmal das Äquivalent von 0,25 Vollzeitkräften an personellen Ressourcen vorsieht, ein Anteil von 19 % zwischen 0,25 und eins, 31 % zwischen eins und drei, lediglich 14 % drei oder mehr und 1% über zehn Vollzeitkräfte. Neben dieser angesichts der hohen Komplexität und Bedeutung der Aufgabe geringen

---

<sup>733</sup> Vgl. Priermeier (2005), S. 12, sowie Kapitel 3.2.3.1.

<sup>734</sup> Neben den im Folgenden erörterten empirischen Evidenzen wird in der Literatur allgemein darauf hingewiesen, dass erst seit Anfang der 90er Jahre auch in Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche finanzielle Risiken verstärkt beachtet werden. Deshalb verfügen Finanzdienstleister über professionelle Methoden und Instrumente zur Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken, während entsprechende Verfahren bei anderen Unternehmen erst in Ansätzen vorhanden sind. Vgl. Bartram (1999), S. 3; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 86.

<sup>735</sup> Vgl. Dolde (1993), S. 34.



personellen Besetzung stellt DOLDE auch im Hinblick auf die IT-Unterstützung einen potentiellen Mangel fest. Er belegt, dass ein Anteil von rund 24 % der an der Befragung teilnehmenden Unternehmen keine Softwareunterstützung im Bereich des finanziellen Risikomanagements nutzt. Ein Anteil von 22 % gibt an, eine selbst entwickelte Software einzusetzen.<sup>736</sup> Die restlichen Unternehmen verwenden eine speziell gekaufte Software (rund 24 %) oder einen Mix aus gekaufter und selbst entwickelter Software (rund 30 %).<sup>737</sup>

Zum anderen weist eine etwas aktuellere Industriestudie zur Praxis des finanziellen Risikomanagements bei deutschen Aktiengesellschaften auf einen unzureichenden Ressourceneinsatz hin. Diese Studie von GLAUM umfasst die Antworten von insgesamt 74 Finanzvorständen deutscher Aktiengesellschaften (DAX-100).<sup>738</sup> GLAUM präsentiert unter anderem Ergebnisse zu der Frage nach der Systemunterstützung im Finanzmanagement. Demnach werden bei 74 % der analysierten Unternehmen (lediglich) Tabellenkalkulationsprogramme eingesetzt. Ein Anteil von 34 % der befragten Finanzmanager gibt an, im Finanzmanagement vor allem auf der Basis selbst entwickelter Software zu arbeiten. Von professionellen Anbietern entwickelte Systeme zur Quantifizierung von Risikopositionen (beispielsweise in Form eines Value at Risk) werden gerade einmal von 37 % der befragten Unternehmen genutzt. 29 % der befragten Finanzmanager berichten, dass sie zahlreiche unterschiedliche Programme einsetzen und dass die mangelnde Integration dieser Programme ein Problem darstelle. Insgesamt kommt GLAUM zu dem Ergebnis, dass lediglich 25 % ein umfassendes und voll integriertes Informationssystem im Risikomanagement nutzen.<sup>739</sup>

Der unzureichende Ressourceneinsatz lässt erwarten, dass die Praxis des finanziellen Risikomanagements von einer Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken geprägt ist.<sup>740</sup> Genau diesen Mangel leitet GLAUM aus der Analyse der von deutschen Finanzmanagern gegebenen Antworten ab: „Der Formulierung unserer Frage [nach der Existenz eines Risikomanagement-Prozesses, R. M.] lag die Annahme zugrunde, daß die verschiedenen Phasen des Risikomanagement-Prozesses aufeinander aufbauen und daß daher beispielsweise eine

---

<sup>736</sup> Der Einsatz selbst entwickelter Software lässt aufgrund der bei der Erfassung und Bewertung zu bewältigenden Komplexität vermuten, dass Risiken hierbei auf der Basis fehlerhafter Algorithmen berechnet werden.

<sup>737</sup> Vgl. Dolde (1993), S. 37, insbesondere Table 2.

<sup>738</sup> Vgl. Glaum (2000), S. 87.

<sup>739</sup> Vgl. Glaum (2000), S. 31.

Ähnliche Ergebnisse zum Softwareeinsatz offenbart auch eine empirische Untersuchung von BERKMAN, BRADBURY und MAGAN zur Praxis des finanziellen Risikomanagements bei 79 neuseeländischen börsennotierten Großunternehmen. Vgl. Berkman/Bradbury/Magan (1997), S. 69 und 73.

<sup>740</sup> Speziell zu den hohen Anforderungen an die Softwareunterstützung im Bereich des Risikomanagements vgl. detailliert Gleißner/Romeike (2005), S. 154-164.

zielorientierte Risikosteuerung nicht ohne eine vorherige Quantifizierung der Risikopositionen stattfinden kann [...]. In nachfolgenden Abschnitten der Studie wird sich allerdings zeigen, daß diese Systematik in der Praxis nicht von allen Unternehmungen eingehalten wird, d. h. in einzelnen Unternehmungen werden Risiken offenkundig ‚gesteuert‘, ohne daß die betreffenden Risikopositionen zuvor quantifiziert werden.<sup>741</sup>

Zudem präsentiert WIEDEMANN die Ergebnisse einer Befragung der 500 umsatzstärksten Unternehmen Deutschlands außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche aus dem Jahr 2000. Er konstatiert, dass die Messung finanzieller Risiken mit erheblichen Mängeln behaftet ist, und stellt abschließend fest: „Bei allen Marktpreisrisiken zeigt sich durchgängig, dass diese teilweise ohne Risikomessung gemanagt werden.“<sup>742</sup> Auch LODERER und PICHLER stellen in einer Befragung von Finanzmanagern zur Praxis des finanziellen Risikomanagements großer Unternehmen in der Schweiz bezüglich des Managements von Währungsrisiken fest:<sup>743</sup> „Firms are unable to quantify the currency RP [Risk Profile, R. M.] of their value, and about half of them does not even know the currency RP of their cash flow. Apparently, they do not think they need to know. Yet, this approach is puzzling, since knowing their RPs could help firms better calibrate their risk management tools. [...] Firms either fail to properly understand why currency risk reduces firm value or manage risk even when it is unnecessary.“<sup>744</sup>

Angesichts der empirischen Evidenzen ergeben sich Zweifel, ob Finanzmanager die erforderliche Aufgabe der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken angemessen erfüllen. Mit Blick auf den Ressourceneinsatz ist einerseits zwar zu beachten, dass der Nutzen des finanziellen Risikomanagements die mit der Implementierung und der Durchführung verbundenen Kosten überkompensieren muss, sodass dem im finanziellen Risikomanagement zu betreibenden Aufwand Grenzen der Wirtschaftlichkeit gesetzt sind.<sup>745</sup> Andererseits veranschaulichen die – wenn

---

<sup>741</sup> Glaum (2000), S. 16.

<sup>742</sup> Wiedemann (2002), S. 521.

<sup>743</sup> In der Befragung werden die Antworten von 84 Finanzmanagern ausgewertet, die den Finanzbereich großer, multinational agierender Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche leiten und deren Unternehmen an der Schweizer Börse notiert sind. Vgl. Loderer/Pichler (2000), S. 322 f.

<sup>744</sup> Loderer/Pichler (2000), S. 341.

<sup>745</sup> Auf der Basis einer Auswertung der Jahresabschlussberichte von 3.022 Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche stellt MIAN eine positive Korrelation zwischen der Unternehmensgröße und dem Engagement in der Durchführung von Maßnahmen zum finanziellen Risikomanagement fest. Vgl. Mian (1996), S. 420, 424, 426, 429, 431, 433 und 437. Die genannte positive Korrelation wird auch von DOLDE herausgearbeitet. Vgl. Dolde (1993), S. 34.

Diese Ergebnisse können so interpretiert werden, dass Wirtschaftlichkeitsüberlegungen einen Einfluss auf das Ausmaß des von Finanzmanagern betriebenen finanziellen Risikomanagements ausüben. Sie widersprechen jedoch nicht dem aktuell identifizierten Rationalitätsdefizit, demzufolge das Ergebnis dieser Wirtschaftlichkeitsabwägung mit Fehlern behaftet sein kann.

auch schwer quantifizierbaren – potentiell positiven Effekte des finanziellen Risikomanagements<sup>746</sup> und die bestandsgefährdenden Unsicherheiten, die sich aus einer Missachtung finanzieller Risiken ergeben,<sup>747</sup> dass das Handeln des Finanzmanagers eines großen Konzerns, der ein Äquivalent von weniger als 0,25 Vollzeitkräften mit dieser Aufgabe betraut und für keine angemessene Softwareunterstützung zur Erfassung und Bewertung relevanter Risiken sorgt, als ein Rationalitätsdefizit zu werten ist.<sup>748</sup> Als klares Rationalitätsdefizit ist zudem der angesprochene komplette Verzicht auf die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken anzusehen. MERBECKS, STEGEMANN und FROMMEYER halten fest: „Viele Unternehmen kennen ihre Risiken nicht oder nicht ausreichend oder sie verlassen sich blindlings auf mehr oder weniger komplexe Rechenmodelle, die ihrerseits ein Risiko darstellen.“<sup>749</sup>

### **Ursachen**

Die Ergründung potentieller Erklärungen der Vernachlässigung beziehungsweise des Verzichts auf die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken kann an der im Kern des RREEMM-Modells bestehenden Annahme *eigeninteressierten Handelns* der Finanzmanager ansetzen. Abweichende Konsum-, Karriere- und Risikopräferenzen besitzen eine Erklärungsrelevanz der unzureichenden Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken, wenn ein Finanzmanager davon ausgeht, dass die Identifikation relevanter Risiken dazu führen würde, dass eine von ihm anhand dieser Präferenzen getroffene Entscheidung nicht durchgesetzt werden kann. Mit Blick auf das im Anlagemanagement behandelte Defizit der Überinvestition ist hierbei beispielsweise an die Durchführung einer Investition zu denken, die hohe Verlustgefahren in sich birgt, Finanzmanager jedoch auf eine umfassendere Erreichung persönlicher Ziele hoffen lässt.<sup>750</sup>

Eine schlüssige Erklärung des angesprochenen Defizits stellt darüber hinaus die Annahme dar, dass Finanzmanager um eine Reduktion des Arbeitsleids bemüht sind. Diese Ursache besitzt in zweifacher Hinsicht Erklärungspotential. Zum einen verringert eine Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken den Arbeitsaufwand. Zum anderen reduziert ein Finanzmanager dadurch das empfundene Arbeitsleid, da schon der Begriff Risiko vorwiegend

---

<sup>746</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>747</sup> Vgl. Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 12.

<sup>748</sup> Speziell der Einsatz einer nur eingeschränkt tauglichen Software ist vor dem Hintergrund der genannten Ergebnisse gerade im Finanzmanagement deutscher Unternehmen als verbesserungswürdig einzuschätzen. So sprechen die recht ähnlichen Ergebnisse der Studie von DOLDE für den US-amerikanischen Raum und der Studie von GLAUM für den deutschen Raum dafür, dass die IT-Unterstützung im Finanzmanagement deutscher Unternehmen zu Beginn des Jahres 1999 gerade einmal das Niveau aufwies, das DOLDE bereits im Jahr 1993 für US-amerikanische Unternehmen festgestellt hat.

<sup>749</sup> Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 47.

<sup>750</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1.

negative Assoziationen auslöst und eine Identifikation relevanter finanzieller Risiken den Finanzmanager in seinem Tatendrang bremst.

Neben dem eigeninteressierten Handeln der Finanzmanager lässt sich die unzureichende Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken dadurch erklären, dass Finanzmanager die Komplexität und Bedeutung dieser Aufgabe verkennen und mithin *kognitive Beschränkungen* das Defizit verursachen.

Die Fehleinschätzung der Komplexität und Bedeutung steht im Zusammenhang mit den die *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* erweiternden Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen von Finanzmanagern. Aufgrund dieser Beschränkungen fehlt Finanzmanagern das sachlich gebotene Problembewusstsein. Zudem besitzen Wissensbeschränkungen und mentale Modelle deshalb einen Erklärungsgehalt, weil – wie in der Einleitung dieser Untersuchung dargestellt – Fragen des Managements finanzieller Risiken im Unterschied zu Fragen des Anlage- und Beschaffungsmanagements erst seit vergleichsweise kurzer Zeit thematisiert werden.<sup>751</sup> Die Diffusion des Wissens und die erforderliche Anpassung mentaler Modelle der Finanzmanager halten nicht Schritt mit dem hohen Tempo in der Generierung von Erkenntnissen, die Finanzmanager bei der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken beachten müssen.

Eine Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken wird ferner durch Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* plausibilisiert. Demgemäß nehmen Finanzmanager nicht immer Bewertungen vor, die einem rationalen Nutzenkalkül entsprechen. Vielmehr hängt die Bewertung von dem Wissen und den mentalen Modellen des Finanzmanagers ab. Wenn ein Finanzmanager keine Erfahrung in der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken besitzt und noch keine hohen Verluste erlebt hat, die aus finanziellen Risiken resultierten, dann wird er die Komplexität und Bedeutung dieser Aufgabe unterschätzen und ihrer Wahrnehmung einen zu niedrigen Wert beimessen. In der Konsequenz ist davon auszugehen, dass ein Finanzmanager entsprechend dem Status Quo-Effekt den tradierten Vorgehensweisen und Methoden zum Umgang mit finanziellen Risiken einen übermäßig hohen Wert beimisst. Wenn sich etwa infolge einer zunehmenden Internationalisierung der Geschäfte die Notwendigkeit zur Erfassung und Bewertung von Währungsrisiken vergrößert, dann werden für die Wahrnehmung dieser Aufgabe nur unzureichende Ressourcen vorgesehen und folglich nur ein unzureichender Aufwand betrieben.

Schließlich machen auch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* eine Erklärung des angesprochenen Defizits begreiflich. Finanzmanager verzichten auf eine mit

---

<sup>751</sup> Vgl. Kapitel 1.1, sowie Fußnote 734.

größerem Aufwand betriebene Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken, da sie infolge von Overconfidence- und Optimismus-Effekten sowohl die mit den Risiken verbundenen Gefahren systematisch unterschätzen als auch – in Verbindung mit dem Phänomen der Kontrollillusion – über Gebühr auf die Gültigkeit ihrer eigenen, teils intuitiv getroffenen Einschätzungen zum Umgang mit finanziellen Risiken vertrauen.

### **Fazit**

Zusammenfassend ist anhand der empirischen Evidenz festzustellen, dass in der Praxis des Finanzmanagements keine angemessene Erfassung und Bewertung relevanter finanzieller Risiken durchgeführt wird. Neben der Ergründung möglicher Ursachen lässt sich das Defizit insbesondere auch als Folgedefizit der in Kapitel 3.2.3.2.1.1 behandelten unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken verstehen. Zudem verschärft die Vernachlässigung oder der komplette Verzicht auf die Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken die Virulenz von Rationalitätsdefiziten, die im Bereich der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken auftreten. Wie bereits durch das von GLAUM wiedergegebene Zitat zum Ausdruck gebracht, ist die Erfassung und Bewertung eine wesentliche Voraussetzung zur Umsetzung einer effektiven und effizienten Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken.

#### **3.2.3.2.2 Fehlerfassung und Fehlbewertung finanzieller Risiken**

### **Defizit**

Ein zentrales Ziel im Bereich des Anlagemanagements besteht darin, dass ein Finanzmanager einen Beitrag zur Identifikation rentabler Investitionsvorhaben leistet. Dazu müssen Finanzmanager adäquate Investitionsrechenverfahren einsetzen. Dass diese Forderung in der Praxis nicht uneingeschränkt erfüllt wird, wurde in der vorliegenden Untersuchung bereits erörtert (Kapitel 3.2.1.2.2.1 und 3.2.1.2.2.2). Diese Erörterung wird im Folgenden um einen weiteren Aspekt ergänzt, der die Behandlung investitionsspezifischer Risiken bei der Anwendung der Kapitalwertmethode berührt.

Die finanzwissenschaftliche Literatur spricht sich einhellig dafür aus, Rechnungen mit der Kapitalwertmethode dem Risiko des zu beurteilenden Vorhabens anzupassen, was entweder in Form einer Anpassung der Diskontierungsrate oder der prognostizierten Cash Flows erfolgen kann.<sup>752</sup> In Bezug auf die Diskontierungsrate resultiert aus dieser Forderung, dass die Anwendung der Kapitalwertmethode unbrauchbare Ergebnisse liefert, wenn die zu beurteilende Investition spezifische Risiken umfasst, Finanzmanager jedoch eine unternehmensweit festgelegte

---

<sup>752</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 204.

Diskontierungsrate in die Rechnung einsetzen und gleichzeitig keine risikospezifische Anpassung der prognostizierten Cash Flows vornehmen.<sup>753</sup>

Die von GRAHAM und HARVEY vorgestellten Ergebnisse der Befragung US-amerikanischer CFO sowie die von BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK präsentierten Resultate zur Befragung europäischer CFO zeigen, dass in der Praxis des Finanzmanagements genau dieses Defizit auftritt. Auf die Frage nach der Bewertung eines Investitionsprojektes im Ausland zeigen die sehr ähnlichen Ergebnisse zur Praxis des Finanzmanagements US-amerikanischer und europäischer Unternehmen, dass mehr als die Hälfte der befragten CFO die spezifischen Risiken solcher Investitionen ignoriert, indem sie eine unternehmensweit zur Verfügung stehende Diskontierungsrate einsetzt und auch keine risikospezifischen Anpassungen der prognostizierten Cash Flows vornimmt.<sup>754</sup>

Neben den genannten Studien sprechen noch weitere Hinweise für die Annahme, dass Finanzmanager infolge einer Vernachlässigung spezifischer Risiken fehlerhafte Beurteilungen der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben ableiten. BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS halten fest: „[O]nly 26 % of companies always adjust the cost of capital to reflect the risk of individual investment opportunities.“<sup>755</sup> SHEFRIN konstatiert: „To be sure, the simple heuristic ‚one discount rate fits all projects‘ leads to bias. Its application leads to risky projects being favored over safer projects, all else being the same.“<sup>756</sup> Schließlich führt auch eine Befragung von TRAHAN und GITMAN zu dem Ergebnis, dass lediglich rund die Hälfte der untersuchten CFO projektspezifische Anpassungen von Risiken vornimmt.<sup>757</sup>

---

<sup>753</sup> Stellvertretend für zahlreiche Standardwerke der Finanzwissenschaft konstatieren in diesem Zusammenhang BRUNER, EADES, HARRIS und HIGGINS: „Finance theory is clear that a single WACC is appropriate only for investments of broadly comparable risk: a firm’s overall WACC is a suitable benchmark for a firm’s average risk investment. Finance theory goes on to say that such a company-specific figure should be adjusted for departures from such an average risk profile. Attracting capital requires payment of a premium that depends on risk.“ Bruner et al. (1998), S. 23.

Zur Notwendigkeit des Einsatzes projektspezifischer Diskontierungsraten vgl. beispielsweise auch Grinblatt/Titman (1998), S. 379; Männel (2006), S. 87-100.

<sup>754</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 205 und 208 f.; Brounen/De Jong/Koedijk (2004), S. 86-91.

<sup>755</sup> Bruner et al. (1998), S. 23.

<sup>756</sup> Shefrin (2007), S. 70.

In einer anderen Veröffentlichung führt SHEFRIN aus: „[M]anagers should match the hurdle rate for a project to the level of systematic risk associated with that project’s future returns, although risk assessment can be far from straightforward. In practice, however, capital budgeting is often loosely done. Firms tend to apply their firms’ cost of capital uniformly across all projects.“ Shefrin (2001a), S. 124.

<sup>757</sup> Vgl. Trahan/Gitman (1995), S. 79, Table 2.

Zweifel an der Annahme einer angemessenen Berechnung von Kapitalkosten kommen darüber hinaus durch die bereits in Kapitel 3.2.1.2.2.2 genannte empirische Studie von DRURY und TAYLES auf. Vgl. Drury/Tayles (1997), S. 89-91.

Die aufgeführten Ergebnisse münden – wie bereits durch das Zitat von SHEFRIN zum Ausdruck gebracht – in ein Defizit, demzufolge Finanzmanager bei der Konstanz aller anderen Faktoren systematisch riskantere gegenüber weniger riskanten Investitionen bevorzugen, da die spezifischen Risiken nicht erfasst werden und nicht in die Bewertung einfließen.

### **Ursachen**

Hinsichtlich der Ergründung möglicher Ursachen dieses Defizits ist auf den engen Zusammenhang zu den beiden bereits diskutierten Defiziten der Überinvestition (Kapitel 3.2.1.2.1.1) und der unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken (Kapitel 3.2.3.2.1.1) hinzuweisen. Die speziell bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben auftretende Inkaufnahme unangemessen hoher finanzieller Risiken kann in Analogie zur Erörterung dieser Defizite anhand der gleichen Ursachen erklärt werden. Da diese grundsätzlichen Erklärungsmuster bereits vorgestellt wurden, sollen sie nicht mehr behandelt werden. Lediglich auf zwei Ursachen sei speziell hingewiesen, die im gegebenen Kontext besonders relevant sind. Mit Blick auf die im Kern des RREEMM-Modells bestehende Annahme des *eigeninteressierten Handelns* betrifft eine dieser beiden Ursachen das arbeitsscheue Verhalten. Die Bewertung investitionsspezifischer Risiken stellt eine herausfordernde Aufgabe dar, deren Bewältigung – insbesondere im Falle einer unzureichenden Unterstützung durch die Software – mit großem Aufwand verbunden sein kann. Der Verzicht auf die risikospezifische Anpassung prognostizierter Cash Flows und/oder der in der Kapitalwertmethode verwendeten Diskontierungsrate reduziert den Arbeitsaufwand eines Finanzmanagers. Mit Blick auf *kognitive Beschränkungen*, die eine Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen, sei die hohe Bedeutung der Verfügbarkeitsheuristik hervorgehoben. Aufgrund der Komplexität der Berechnung investitionsspezifischer Risiken überblicken Finanzmanager viele relevante Informationen nicht, die zur angemessenen Beurteilung spezifischer Risiken in das Entscheidungskalkül einbezogen werden müssten. Stattdessen verwenden sie Größen bei der Berechnung eines Kapitalwertes, über die sie verfügen können. So stellt das Rechnen auf der Basis einer unternehmensweit verfügbaren Diskontierungsrate eine Konsequenz der Verfügbarkeitsheuristik dar.<sup>758</sup>

### **Fazit**

Die Analyse hat gezeigt, dass Finanzmanager speziell bei der Beurteilung von Investitionsvorhaben relevante finanzielle Risiken gar nicht oder nur unzureichend berücksichtigen. Beim Einsatz der Kapitalwertmethode werden oftmals investitionsspezifische Risiken vernachlässigt, sie führen also weder zu einer Anpassung der prognostizierten Cash Flows noch zu einer Anpas-

---

<sup>758</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 70.

sung der unternehmensweiten Diskontierungsrate. Das bereits erörterte Defizit einer fehlerhaften Anwendung der Kapitalwertmethode ist um einen weiteren Aspekt zu ergänzen, der die Behandlung finanzieller Risiken betrifft.

### **3.2.3.2.3 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken**

#### **3.2.3.2.3.1 Unangemessene Absicherung der unterschiedlichen Exposure-Arten**

##### **Defizit**

Neben den bereits erörterten Rationalitätsengpässen weist auch die Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken Defizite auf. Diese stehen in Verbindung mit den drei Exposure-Arten, die in Abhängigkeit von der Wirkung finanzieller Risiken auf den Cash Flow zu differenzieren sind.<sup>759</sup>

Demnach betrifft das bilanzielle Exposure lediglich die Unsicherheit bezüglich der Bewertung einzelner Positionen im Jahresabschluss und entfaltet keine Auswirkungen auf den Cash Flow. Folglich lautet die finanzwissenschaftliche Empfehlung, dieser Exposure-Art keine besondere Beachtung zu schenken und insbesondere keine Geschäfte mit Finanzderivaten<sup>760</sup> für eine eventuelle Absicherung dieses Exposures durchzuführen.<sup>761</sup>

Das tendenziell kurzfristige Transaktions-Exposure resultiert aus bestehenden Verträgen eines Unternehmens und entfaltet innerhalb dieses Rahmens eine Wirkung auf den Cash Flow. In der Literatur wird argumentiert, dass sich zur Absicherung kurzfristiger finanzieller Risiken die Durchführung von Hedgingmaßnahmen mit Finanzderivaten anbietet, während die Durchführung natürlicher Hedgingmaßnahmen eine größere Effektivität in Bezug auf die Absicherung langfristiger finanzieller Risiken besitzt.<sup>762</sup> Daraus leitet sich die Empfehlung ab, die dem Unternehmen auf der Basis bestehender Verträge bereits bekannten, finanzwirtschaftlich relevanten

<sup>759</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>760</sup> Wie in Kapitel 3.2.3.1 bereits erwähnt, lassen sich zwei unterschiedliche Formen der Reduktion finanzieller Risiken voneinander unterscheiden. Eine Reduktion kann sowohl durch den Einsatz von Finanzderivaten (Financial Hedging), als auch durch die Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen (Operational Hedging) realisiert werden. Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>761</sup> Vgl. Shapiro (1996), S. 196; Bodnar/Gebhardt (1999), S. 167; Glaum/Förschle (2000), S. 582; Pausenberger/Glaum (1993b), S. 769 f.; Buckley (2004), S. 173-176 und 339.

<sup>762</sup> Vgl. Logue (1995), S. 43 und 47 f.; Chowdhry/Howe (1999), S. 229; Hentschel/Kothari (2001), S. 94; Butler (2004), S. 296 und 320 f.

Die bereits in Kapitel 3.2.3.2.1.2 genannte empirische Studie von BODNAR, HAYT und MARSTON, die den Einsatz von Finanzderivaten in US-amerikanischen Unternehmen analysiert, spricht für die Annahme, dass der Einsatz von Finanzderivaten tendenziell der Unterstützung eines kurzfristigen Managements finanzieller Risiken dient. In Bezug auf den Einsatz von Finanzderivaten zur Absicherung gegen Währungsrisiken leiten die Autoren unter anderem das folgende Ergebnis ab: „[F]irms tend to concentrate most of their foreign-currency derivatives usage at the short-horizon, especially 90 days or less.“ Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 77.



Größen heranzuziehen und zum Abschluss adäquat ausgestalteter Absicherungsmaßnahmen in Form von Finanzderivaten zu nutzen.

Das tendenziell langfristige ökonomische Exposure unterscheidet sich erheblich von den beiden anderen Exposure-Arten. Es beschreibt die Abhängigkeit zukünftiger Cash Flows in Bezug auf unerwartete Veränderungen von Marktpreisen und besitzt somit die höchste Wirkung auf den Cash Flow. Entsprechend der Zukunftsorientierung sind finanzwirtschaftlich relevante Größen zum ökonomischen Exposure jedoch unsicherer als die Determinanten des Transaktions-Exposures.<sup>763</sup> Die Absicherung des ökonomischen Exposures kann – korrespondierend mit der längerfristigen Perspektive – somit sehr viel effektiver im Rahmen der Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen erfolgen.<sup>764</sup>

---

<sup>763</sup> Am Beispiel von Währungsrisiken soll diese Unsicherheit veranschaulicht werden. So liegt eine besondere Schwierigkeit darin begründet, inflationsbedingte von nicht-inflationsbedingten Wechselkursänderungen zu unterscheiden. Diese Unterscheidung ist notwendig, weil alle inflationsbedingten Änderungen eines Wechselkurses kein Risiko darstellen, da sie langfristig mit entsprechenden Preisänderungen korrespondieren und nicht zu einem Verlust führen können. Vgl. Grinblatt/Titman (1998), S. 734-738.

<sup>764</sup> CHOWDHRY und HOWE veranschaulichen die Vorzüge natürlicher Hedgingmaßnahmen zur Absicherung ökonomischer Exposures am Beispiel von Währungsrisiken wie folgt: „If the quantity of foreign currency revenues the firm is expected to generate is certain, it is easy to hedge the exchange rate exposure associated with it by using a forward contract for that certain quantity. This eliminates the associated transaction exposure completely with a relatively simple financial hedge. However, fluctuating foreign currency cash flow represents an additional source of uncertainty for many multinationals. For certain products, demand conditions can swing dramatically from year to year, inducing large changes in foreign currency revenues. If the quantity of foreign currency revenues is uncertain (and not perfectly correlated with the exchange rate), no financial contract (that must be agreed upon *ex ante*) that is contingent only on *ex post* observable and non-manipulable variables such as the exchange rate, can completely eliminate the exchange risk. [...] [O]ne of the advantages of an operational hedge is that it allows the firm to align domestic currency production costs and revenues more closely.“ [Hervorhebungen im Original], Chowdhry/Howe (1999), S. 230 f.

Neben CHOWDHRY und HOWE unterstreichen auch die empirischen Evidenzen einer von PANTZALIS, SIMKINS und LAUX durchgeführten Studie die hohe Bedeutung und Effektivität natürlicher Hedgingmaßnahmen zur Reduktion des ökonomischen Exposures. Ebenfalls am Beispiel von Währungsrisiken präsentieren die Autoren Ergebnisse einer Analyse natürlicher Hedgingmaßnahmen von 220 multinational agierenden US-amerikanischen Konzernen. Vgl. Pantzalis/Simkins/Laux (2001).

Zudem sei auf eine Untersuchung von ALLAYANNIS, IHRIG und WESTON hingewiesen, die auf der Basis von Daten zu 265 multinational agierenden US-amerikanischen Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche für die Jahre 1996 bis 1998 zeigen, dass insbesondere eine Strategie des finanziellen Risikomanagements den Unternehmenswert steigern kann, wenn sowohl natürliche als auch finanzielle Hedgingmaßnahmen umgesetzt werden. Vgl. Allayannis/Ihrig/Weston (2001), S. 391-394.

Schließlich können auch KIM, MATHUR und NAM auf der Grundlage von Daten zu 424 US-amerikanischen Unternehmen aus dem Zeitraum von 1996 bis 2000 das Wertsteigerungspotential bestätigen, das natürliche Hedgingmaßnahmen darstellen. Vgl. Kim/Mathur/Nam (2006), S. 834-836 sowie 852.

Hinsichtlich des relevanten Zeitraumes gibt BARTRAM an, dass die Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen zur Reduktion des ökonomischen Exposures zwischen drei bis fünf Jahren liegt. Vgl. Bartram (1999), S. 13.

Mit Bezug auf Währungsrisiken<sup>765</sup> bedeutet die Umsetzung einer natürlichen Hedgingmaßnahme beispielsweise, dass ein multinational agierender Konzern die Produktion in ein bestimmtes Land verlagert, um dadurch die mit dem Umsatz in diesem Land verbundenen Währungsrisiken zu eliminieren.<sup>766</sup>

Entsprechend der zunehmenden Wirkung auf den Cash Flow der drei Exposure-Arten urteilt DOLDE: „In sum, firms hedging just translation exposures are likely to be tilting at windmills. Firms targeting just transactions – currently open orders and accounts payable – may often be avoiding only the tip of the iceberg; those firms targeting cash flows over the planning horizon are more likely to escape the fate of the Titanic.“<sup>767</sup>

Entgegen der finanzwissenschaftlichen Empfehlung belegen empirische Evidenzen jedoch, dass Finanzmanager der unterschiedlichen Bedeutung der drei Exposure-Arten nicht angemessen Rechnung tragen.<sup>768</sup> BARTRAM konstatiert allgemein: „[I]n der Literatur [besteht, R. M.] Einigkeit darüber, dass aus theoretischer Sicht allein das ökonomische Exposure für das unternehmerische Risikomanagement relevant sein sollte. Im Gegensatz dazu richten die meisten Betriebe in der unternehmerischen Praxis ihr Risikomanagement oft immer noch an dem Accounting Exposure oder Transaktionsexposure aus.“<sup>769</sup>

Darüber hinaus wird dieses Rationalitätsdefizit durch einen Beitrag von RICHTSFELD gestützt, der die Ergebnisse von Interviews mit 42 Finanzmanagern aus 25 unterschiedlichen Unternehmen der Schweiz und Deutschlands vorstellt: „Die Evaluation des ökonomischen Exposures, die bedeutend komplizierter und schwieriger ist (langfristige Perspektive und Betrachtung der Beeinträchtigung der Wettbewerbsposition des Gesamtunternehmens), erfolgt nur in 13 % der Unternehmen, obwohl erwiesen ist, daß das ökonomische Exposure in fast allen Fällen bedeutend größer als das Transaktionsexposure ist. Das Bewußtsein um die Bedeutung dieses Expo-

---

<sup>765</sup> Die Hervorhebung von Währungsrisiken soll nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich natürliche Hedgingmaßnahmen ebenso im Zusammenhang einer Absicherung gegen Zinsrisiken (vgl. Fußnote 684) oder auch Rohstoffpreisrisiken anbieten: „An example from the gold industry is a gold loan. Instead of borrowing dollars, a firm borrows gold that it then sells to fund its mining operation. At the end of the loan, the firm returns a fixed amount of gold (principal plus interest). A gold loan is economically equivalent to a cash loan plus a series of short positions in the forward gold market.“ Petersen/Thiagarajan (2000), S. 7.

Für eine Diskussion unterschiedlicher Möglichkeiten natürlicher Hedgingmaßnahmen vgl. zudem Triantis (2005), S. 599-603.

<sup>766</sup> In der Umsetzung solcher natürlicher Hedgingmaßnahmen besitzen multinational agierende Konzerne einen klaren Vorteil gegenüber weniger international agierenden Unternehmen, den es zu nutzen gilt. Vgl. Butler (2004), S. 325 f.

<sup>767</sup> Dolde (1993), S. 39. Vgl. ähnlich Duch (2005), S. 134 f.

<sup>768</sup> Für einen allgemeinen Hinweis in Bezug auf Währungsrisiken vgl. Pausenberger/Glaum (1993b), S. 783 f.

<sup>769</sup> Bartram (1999), S. 15. Vgl. ähnlich Bartram/Dufey/Frenkel (2005), S. 408.

asures und der Evaluation eines *Overall Exposures* ist noch nicht sehr weit verbreitet, was dazu führt, daß oft inadäquate, kostenverursachende Absicherungsmaßnahmen getroffen werden.<sup>770</sup>

Schließlich unterstützen auch die Ergebnisse der von GLAUM durchgeführten Industriestudie zur Praxis des finanziellen Risikomanagements die Relevanz des genannten Rationalitätsdefizits. GLAUM stellt fest, dass 16 % der befragten Finanzvorstände großer deutscher Aktiengesellschaften um die zielorientierte Steuerung und Bewältigung des bilanziellen Exposures bemüht sind, 64 % eine Steuerung des Transaktions-Exposures verfolgen und lediglich ein Anteil von 15 % die aktive Gestaltung des ökonomischen Exposures berücksichtigt.<sup>771</sup>

Das Rationalitätsdefizit der unangemessenen Absicherung der unterschiedlichen Exposure-Arten konkretisiert sich somit in zwei Erscheinungsformen. Zum einen betreiben Finanzmanager eine unzweckmäßige, kostenverursachende Absicherung bilanzieller Exposures.<sup>772</sup> Zum anderen vernachlässigen sie die Absicherung gegen ökonomische Exposures, denen mit Abstand die höchste Bedeutung beim Management finanzieller Risiken beigemessen werden sollte.<sup>773</sup>

### **Ursachen**

Als Erklärungsmöglichkeiten des Defizits, demzufolge Finanzmanager den ökonomischen Exposures und den zu ihrer Reduktion umzusetzenden natürlichen Hedgingmaßnahmen nicht die ihnen zukommende Bedeutung beimessen, bieten sich zunächst die (bereits in Kapitel 3.2.3.2.1.1 erörterten) Ursachen an, die allgemein das Eingehen unangemessen hoher finanzieller Risiken begründen können. Wie noch zu zeigen sein wird, lassen sich jedoch noch weitere Ursachen der Kategorie eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager anführen.

---

<sup>770</sup> [Hervorhebungen im Original], Richtsfeld (1994), S. 226. Vgl. auch Richtsfeld (1994), S. 224, Abbildung 4.25. Zu den Kosten der Durchführung finanzieller Absicherungsmaßnahmen vgl. Tufano (1998), S. 67; Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 26.

<sup>771</sup> Vgl. Glaum (2000), S. 41.

<sup>772</sup> Neben den genannten Belegen kann das Defizit einer übermäßigen Absicherung des bilanziellen Exposures zudem durch eine empirische Evidenz fundiert werden, die BODNAR und GEBHARDT präsentieren. Sie stellen eine vergleichende Analyse zur Praxis des finanziellen Risikomanagements in den USA und in Deutschland vor, die auf Ergebnissen eines identisch aufgebauten Fragebogens basiert, den einerseits US-amerikanische und andererseits deutsche Finanzmanager beantwortet haben. Hierbei halten die Autoren das Ergebnis fest, dass insbesondere deutsche Finanzmanager um die Absicherung bilanzieller Exposures bemüht sind. Vgl. Bodnar/Gebhardt (1999), S. 155 f. und 162.

<sup>773</sup> In einer weiteren empirischen Untersuchung von GLAUM, BRUNNER und HIMMEL stellen die Autoren fest, dass ein aus Währungsrisiken resultierendes ökonomisches Exposure einen hohen Einfluss auf den Marktwert des Eigenkapitals deutscher Aktiengesellschaften ausübt. Dieses Ergebnis bestätigt die Annahme, dass eine Vernachlässigung ökonomischer Exposures als Rationalitätsdefizit zu werten ist. Vgl. Glaum/Brunner/Himmel (2000), S. 715-724.

Im Bereich des *eigeninteressierten Handelns* besitzen abweichende Karrierepräferenzen eine hohe Erklärungskraft. Entsprechend DEMARZO und DUFFIE erklären abweichende Karrierepräferenzen der Finanzmanager, dass diese speziell nur solche Absicherungsmaßnahmen umsetzen, die ihnen die Möglichkeit bieten, besondere Fähigkeiten bezüglich des Managements nach außen zu signalisieren.<sup>774</sup> Die Autoren vertreten die These, dass das Ausmaß des Einsatzes von Finanzderivaten zur Absicherung gegen finanzielle Risiken in Abhängigkeit von den in der Rechnungslegung präsentierten Informationen geschieht: „Our analysis demonstrates that the optimal hedging policy adopted by managers depends on the type of accounting information made available to shareholders. This connection sheds light on why managers often hedge accounting risk as opposed to, or in addition to, economic risk.“<sup>775</sup> Auf der Basis eines formal-analytischen Modells vergleichen die Autoren den Erfolg unterschiedlicher Hedgingstrategien im Hinblick auf die jeweils maßgeblichen Rechnungslegungsvorschriften und leiten folgendes zentrales Ergebnis ab: „[T]he connection between disclosure requirements and equilibrium hedging allows us to explore the consequences of alternative accounting standards on the value of the firm. In the context of our model, we show that even though the value of the firm is increasing in the amount of information available to shareholders, it can be optimal for shareholders to require *ex ante* that managers not disclose their hedging activities.“<sup>776</sup> Die Argumentation erklärt sowohl die inadäquate Adressierung bilanzieller Exposures als auch die Vernachlässigung ökonomischer Exposures. Demnach nehmen Finanzmanager von der Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen und den hierdurch reduzierbaren ökonomischen Exposures Abstand, da diese Maßnahmen nach außen weniger transparent in Erscheinung treten als beispielsweise der Einsatz von Finanzderivaten, der eher dem Zweck dient, eigene Fähigkeiten nach außen ersichtlich zu dokumentieren.

Ferner erklären abweichende Zeitpräferenzen der Finanzmanager speziell die Vernachlässigung ökonomischer Exposures. Demnach ignoriert ein Finanzmanager langfristige Risiken beziehungsweise langfristige Maßnahmen zur Absicherung gegen diese Risiken, wenn die von ihm antizipierte Verweildauer im Unternehmen kurzfristiger ausfällt.

---

<sup>774</sup> Vgl. DeMarzo/Duffie (1995), S. 743. Für einen ähnlichen Ansatz vgl. Breeden/Viswanathan (1996), S. 1. Darüber hinaus ziehen auch BROWN, CRABB und HAUSHALTER die Möglichkeit in Betracht, dass Finanzmanager aufgrund abweichender Karrierepräferenzen eine suboptimale Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken betreiben: „[R]isk managers may use selective hedging to justify their positions or identify their value added.“ Brown/Crabb/Haushalter (2003), S. 30.

<sup>775</sup> DeMarzo/Duffie (1995), S. 744.

<sup>776</sup> [Hervorhebungen im Original], DeMarzo/Duffie (1995), S. 744.

Im Bereich eigeninteressierten Handelns ist schließlich auch das Streben nach einer Reduktion des Arbeitsleids dafür verantwortlich zu machen, dass Finanzmanager die mit einem hohen Aufwand verbundene Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen zur Adressierung der ökonomischen Exposures scheuen.

Darüber hinaus begründen *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager das identifizierte Defizit. Die Erörterung dieser Ursachenkategorie knüpft an Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* an. Wie bereits von RICHTSFELD angedeutet, fehlt Finanzmanagern teilweise das Bewusstsein um die hohe Bedeutung ökonomischer Exposures im Vergleich zu den Transaktions-Exposures und den bilanziellen Exposures. Dementsprechend erhellen Wissensbeschränkungen die Vernachlässigung dieses Exposures und der hiermit in Verbindung stehenden natürlichen Hedgingmaßnahmen. Zudem sind mentale Modelle als Erklärungsmöglichkeit in Betracht zu ziehen. Aufgrund ihrer funktionalen Prägung besitzen Finanzmanager mentale Modelle, die weniger realwirtschaftlich, sondern vielmehr finanzwirtschaftlich geprägt sind. Der Einsatz von Finanzderivaten zur Reduktion finanzieller Risiken wird unbewusst gegenüber der Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen bevorzugt, sodass den ökonomischen Exposures nicht angemessen Rechnung getragen wird. Darüber hinaus stellt die Vernachlässigung ökonomischer Exposures eine Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik dar. Relevante Informationen zu risikobestimmenden Größen des bilanziellen Exposures und des Transaktions-Exposures sind aus dem Rechnungswesen ableitbar und somit – zumindest begrenzt – verfügbar, während die für die Reduktion ökonomischer Exposures relevanten zukunftsorientierten Informationen komplett neu zu generieren sind.

In Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* gibt auch der Immediately-Effekt, der das kognitive Pendant zu abweichenden Zeitpräferenzen darstellt, Aufschluss über die Vernachlässigung ökonomischer Exposures. Dementsprechend weisen Finanzmanager kurzfristig eintretenden Wirkungen einen übermäßig hohen Wert zu, sodass längerfristig orientierte ökonomische Exposures und natürliche Hedgingmaßnahmen unbewusst ignoriert werden.

Einen übermäßig hohen Wert messen Finanzmanager entsprechend dem Status Quo-Effekt ferner bereits bestehenden Methoden zum Umgang mit finanziellen Risiken bei. Bieten sich beispielsweise infolge einer zunehmenden Internationalisierung des Unternehmens weitreichendere Möglichkeiten zur Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen, so vernachlässigen Finanzmanager diese auch deshalb, weil sie die damit verbundenen Änderungen meiden.

Schließlich begründen auch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* das Defizit einer unangemessenen Adressierung der unterschiedlichen Exposure-Arten. Overconfidence- und Optimismus-Effekte in Verbindung mit dem Phänomen der Kontrollillusion erklären

die Vernachlässigung ökonomischer Exposures und natürlicher Hedgingmaßnahmen. Wie bereits dargelegt,<sup>777</sup> wird aufgrund dieser kognitiven Beschränkungen die tatsächliche Gefahr unterschätzt, die allgemein von finanziellen Risiken ausgeht. Im Kontext ökonomischer Exposures ist die Datenbasis zur Ableitung von Wahrscheinlichkeitsurteilen noch unsicherer als bei bilanziellen Exposures und des Transaktions-Exposures. Vor dem Hintergrund der drei genannten Erweiterungen des RREEMM-Modells repräsentiert diese Unsicherheit größere Freiräume, in denen sich die negativen Auswirkungen von Overconfidence- und Optimismus-Effekten sowie der Kontrollillusion noch stärker entfalten können.

### **Fazit**

Die empirischen Hinweise legen nahe, dass Finanzmanager nur unzureichende Anstrengungen unternehmen, um langfristig entscheidende ökonomische Exposures im Rahmen der Umsetzung natürlicher Hedgingmaßnahmen sinnvoll zu adressieren. Des Weiteren führen sie zum Teil unzureichende, kostenverursachende finanzielle Hedgingmaßnahmen zur Absicherung des bilanziellen Exposures durch. Da ökonomische Exposures noch viel stärker als Transaktions-Exposures und bilanzielle Exposures den nachhaltigen Erfolg eines Unternehmens beeinflussen, stellt diese Vernachlässigung ein Rationalitätsdefizit dar.

#### **3.2.3.2.3.2 Vernachlässigung relevanter Korrelationen**

### **Defizit**

Über das im Aufgabenbereich der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken bereits behandelte Defizit hinaus lassen sich auch empirische Evidenzen anführen, dass relevante finanzielle Risiken nicht angemessen adressiert werden, weil Finanzmanager bestehende Korrelationen vernachlässigen oder erforderliche Saldierungen und Aufrechnungen unterlassen. GLEIBNER und ROMEIKE halten hierzu allgemein fest, dass „der fehlende Überblick über die Risikolage eines Unternehmens in der Form eines aggregierten Gesamtrisikoumfangs“ eine bedeutende Schwachstelle in der Praxis des Risikomanagements ist.<sup>778</sup>

Einleitend sei erwähnt, dass die Vernachlässigung relevanter Korrelationen in einem engen Zusammenhang zur Gestaltung von Finanzinvestitionen steht. Untersuchungen zeigen, dass Investoren häufig nicht der Anforderung nach einer Diversifikation des Portfolios gerecht werden, über die unsystematische Risiken eliminiert werden könnten.<sup>779</sup> In diesem Kontext sind mit

---

<sup>777</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.1.

<sup>778</sup> Gleißner/Romeike (2005), S. 155. Vgl. ähnlich Pritsch/Hommel (1997), S. 685.

<sup>779</sup> Für allgemeine Hinweise vgl. Bromiley/James-Wade (2003), S. 39.

Zur Darstellung unterschiedlicher Möglichkeiten der Diversifikation vgl. Schulte (2006), S. 290.

dem 1/n-Bias<sup>780</sup> und dem Home-Bias<sup>781</sup> sogar spezielle Formen kognitiver Beschränkungen identifiziert worden, die die unzureichende Diversifikation von Portfolios erklären. SHEFRIN und STATMAN konstatieren zusammenfassend: „[P]eople do not choose well-diversified portfolios. In particular, people ignore covariance among security returns and therefore, choose stochastically dominated portfolios that lie below the efficient frontier.“<sup>782</sup>

Im Folgenden wird belegt und begründet, dass die Vernachlässigung relevanter Korrelationen nicht nur ein spezielles Defizit des Portfoliomanagements, sondern ein systematisches Defizit im Management finanzieller Risiken darstellt.<sup>783</sup> Dieses Defizit bezieht sich gleichermaßen auf eine Vernachlässigung von Korrelationen zwischen (1) einzelnen Risikopositionen eines Unternehmens, (2) einzelnen Risikoarten, (3) der Beziehung zwischen Risikopositionen und den zur Absicherung eingesetzten Finanzderivaten wie auch auf eine Vernachlässigung von Korrelationen zwischen (4) einzelnen Finanzderivaten.

Im Hinblick auf die Vernachlässigung bestehender Korrelationen zwischen einzelnen Risikopositionen eines Unternehmens (ad 1) sprechen die Ergebnisse der von GLAUM präsentierten Industriestudie zum finanziellen Risikomanagement deutscher Industrie- und Handelsunternehmen des DAX-100 dafür,<sup>784</sup> dass Finanzmanager vielfach nicht den Anforderungen gerecht werden, die zu erfüllen sind, um ein effektives und effizientes finanzielles Risikomanagement sicherzustellen. Speziell mit Bezug auf Währungsrisiken urteilt GLAUM: „Schließlich ist es erstaunlich, daß beinahe die Hälfte der Unternehmungen (44 %) ihre *Kurssicherung auf der Basis individueller Wechselkursrisiko-Positionen* betreiben und auf die Vorteile einer Net-Exposure-Bestimmung verzichten. Eine genauere Analyse der Antworten zeigt zwar, daß die Neigung zur Verwendung des Netto-Ansatzes mit der Größe der Unternehmungen korreliert; dennoch befinden sich unter der Gruppe derjenigen Unternehmungen, die keine Saldierung ihrer Positionen vornehmen, auch einige sehr große Unternehmungen mit hohem Internationa-

---

<sup>780</sup> Die kognitive Beschränkung des 1/n-Bias sagt aus, dass Investoren dazu neigen, ihr Vermögen gleichmäßig über die zur Verfügung stehenden Investitionsalternativen zu verteilen, ohne dabei die Risiken der einzelnen Anlageoptionen in Betracht zu ziehen. Für einen empirischen Nachweis vgl. Benartzi/Thaler (2001).

<sup>781</sup> Der Home-Bias umschreibt die kognitive Beschränkung, derzufolge Investoren einen übermäßig hohen Anteil des investierten Kapitals in Wertpapieren des Heimatlandes anlegen beziehungsweise in Wertpapieren von Unternehmen, deren Sitz sich in unmittelbarer geographischer Nähe zum jeweiligen Investor befindet und die folglich einen ähnlichen kulturellen Hintergrund besitzen. Für empirische Nachweise vgl. French/Poterba (1991) beziehungsweise Grinblatt/Keloharju (2001); Huberman (2001).

<sup>782</sup> Shefrin/Statman (2003), S. 55.

<sup>783</sup> Für einen allgemeinen Hinweis auf dieses Defizit vgl. Ertl (2000), S. 359; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 95.

<sup>784</sup> Diese Studie wurde bereits an früherer Stelle genannt. Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2.

lisierungsgrad. Es ist zu vermuten, daß in diesen Unternehmungen durch eine entsprechende Umstrukturierung ihres Währungsmanagement Einsparungspotenziale erzielt werden können.<sup>785</sup>

Korrespondierend hierzu zeigt GLAUM zudem auf, dass Finanzmanager deutscher Großunternehmen auch die zwischen einzelnen Risikoarten bestehenden Korrelationen vernachlässigen (ad 2). Wiederum im Kontext des Umgangs mit Währungsrisiken belegt GLAUM, „daß die Korrelationen zwischen dem Wechselkursrisiko und anderen Risiken, denen die Unternehmungen ausgesetzt sind, ihre Hedging-Entscheidungen nicht beeinflussen. Idealerweise sollten die Korrelationen eine Rolle spielen. Aus theoretischer Sicht sind Wechselkursrisiken nur insofern von Bedeutung, als sie zur Gesamtsteuerung der Cash Flows der Unternehmung beitragen. Bei einer nur unvollkommenen positiven Korrelation mit anderen Risiken kann eine isolierte Absicherung der Wechselkursrisiken sogar zu einer Erhöhung des Gesamtrisikos der Unternehmung führen. Vor diesem Hintergrund ist es erstaunlich, daß etwa die Hälfte der Teilnehmer unserer These [Die Korrelation des Wechselkursrisikos zu anderen Unternehmensrisiken spielt bei unseren Kurssicherungsentscheidungen keine Rolle, R. M.] zustimmte.“<sup>786</sup>

Eine zusätzliche Fundierung der Annahme, dass Finanzmanager bestehende Korrelationen vernachlässigen, bietet eine Fallstudie von BROWN. Darin wird deutlich, dass Finanzmanager die zwischen Risikopositionen eines Unternehmens und den zur Absicherung eingesetzten Finanz-

---

<sup>785</sup> [Hervorhebungen im Original], Glaum (2000), S. 43.

Auch die in Kapitel 3.2.3.2.1 bereits genannte empirische Untersuchung von LODERER und PICHLER zeigt, dass Finanzmanager in Unternehmen der Schweiz lediglich einzelne Risikopositionen absichern, jedoch keine aggregierten Exposures. Vgl. Loderer/Pichler (2000), S. 324 und 341 f. Unter Ausschluss weiterer Erklärungsmöglichkeiten vermuten die beiden Autoren: „CFOs and treasurers may have a compartmentalized view of the firm.“ Loderer/Pichler (2000), S. 342.

<sup>786</sup> Glaum (2000), S. 52.

Auch SLONIK weist darauf hin, dass die Volatilität von Währungskursen nicht zwangsläufig mit einer Steigerung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens verbunden sein muss: „Foreign currencies provide an element of diversification against domestic budgetary, fiscal and monetary risks. For example, domestic inflationary pressures are usually bad for domestic interest rates and often lead to a depreciation of the currency. In this scenario, an inflationary rise in interest rates is bad for domestic bonds and stocks but good for foreign currencies. Although the value of foreign currencies is volatile, they bring some risk diversification to a domestic portfolio.“ Slonik (1998), S. 47.

Zu den Gefahren der Vernachlässigung relevanter Korrelationen zwischen den unterschiedlichen Risikoarten vgl. auch Bartram (1999), S. 28.



derivaten bestehenden Korrelationen nicht angemessen steuern (ad 3).<sup>787</sup> BROWN zeigt auf, dass die von Finanzmanagern eingesetzten Derivategeschäfte zur Reduktion finanzieller Risiken in der Regel weit vom sogenannten Perfect Hedge entfernt sind, bei dem die Entwicklung des Wertes der Derivateposition vollständig negativ mit der Entwicklung des jeweils abzusichernden Risikos korreliert ist. BROWN leitet in seiner Fallstudie eine durchschnittliche Korrelation in Höhe von -0,39 ab.<sup>788</sup>

Schließlich sprechen auch Ergebnisse einer von GUAY und KOTHARI durchgeführten Analyse zum Einsatz von Finanzderivaten bei 234 US-amerikanischen Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche dafür, dass Finanzmanager Defizite im Hinblick auf die Berücksichtigung bestehender Korrelationen aufweisen. In diesem Zusammenhang bezieht sich die Vernachlässigung bestehender Korrelationen auf die zwischen einzelnen Finanzderivaten geltenden Beziehungen (ad 4). Die beiden Autoren berichten beispielsweise in Bezug auf die Absicherung von Zinsrisiken, dass drei Unternehmen gleichzeitig Interest-Rate-Swaps halten, in denen ein fester Zinssatz gegen einen variablen Zinssatz ausgetauscht wird und umgekehrt. Ein weiteres Beispiel bezieht sich auf die Absicherung gegen Währungsrisiken. So kann bei zwei Unternehmen festgestellt werden, dass gleichzeitig Optionsgeschäfte zum Einsatz kommen, bei denen US-Dollar sowohl gekauft als auch verkauft werden.<sup>789</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass nicht nur allgemein Investoren bei der Strukturierung des Portfolios Korrelationen vernachlässigen, sondern speziell Finanzmanager beim finanziellen

---

<sup>787</sup> Neben der Fallstudie von BROWN weist auch eine empirische Untersuchung von HENTSCHEL und KOTHARI darauf hin, dass Finanzmanager infolge einer unzureichenden Berücksichtigung von Korrelationen zwischen Risikopositionen und den zur Absicherung eingesetzten Finanzderivaten ein suboptimales Management finanzieller Risiken betreiben. Die beiden Autoren präsentieren Ergebnisse einer Analyse 425 großer, US-amerikanischer Unternehmen, die bezweifeln lassen, dass Finanzmanager im Rahmen des Abschlusses von Geschäften mit Finanzderivaten auch tatsächlich eine Reduktion finanzieller Risiken des eigenen Unternehmens erreichen: „Our estimates of the effects of derivatives on firm risk are simply close to zero in both economic and statistical terms.“ Hentschel/Kothari (2001), S. 94. „Moreover, in our sample, a firm’s exposure to variations in interest and exchange rates are not directly related to the firm’s derivatives position.“ Hentschel/Kothari (2001), S. 117.

Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die schwache Absicherungswirkung der eingesetzten Finanzderivate nicht nur auf eine Vernachlässigung relevanter Korrelationen, sondern auch auf die unangemessene Verfolgung von Gewinnabsichten bei der Umsetzung eines Managements finanzieller Risiken zurückgeführt werden kann. Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2.

<sup>788</sup> Vgl. Brown (2001), S. 420.

Auch dieses Ergebnis lässt nicht nur die Interpretation zu, dass relevante Korrelationen vernachlässigt werden, sondern lässt sich auch auf die unangemessene Verfolgung von Gewinnabsichten zurückführen.

<sup>789</sup> Vgl. Guay/Kothari (2003), S. 441.

Neben den bereits genannten Studien existieren auch Untersuchungen, die keinen expliziten Hinweis auf eine Vernachlässigung relevanter Korrelationen im finanziellen Risikomanagement erlauben. Vgl. Guay (1999a); Allayannis/Weston (2001); Graham/Rogers (2002).

Risikomanagement dieses Rationalitätsdefizit aufweisen. Eine fallweise Absicherung einzelner Risikopositionen kann somit dazu führen, dass Finanzmanager durch den Abschluss einzelner Finanzderivate die Gesamtrisikoposition ihres Unternehmens sogar erhöhen.<sup>790</sup>

### **Ursachen**

Die Ursachen der Vernachlässigung relevanter Korrelationen lassen sich mit Blick auf die im Kern des RREEMM-Modells bereits bestehende Annahme *eigeninteressierten Handelns* auf das Streben nach einer Reduktion des Arbeitsleids zurückführen. Demnach erklärt die mangelnde Sorgfalt der Finanzmanager bei der Aufgabenwahrnehmung zur Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken das beschriebene Defizit.

Zudem leisten *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager einen wichtigen Beitrag zur Erklärung des identifizierten Rationalitätengpasses. Die um kognitive Beschränkungen erweiterte *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* schlägt sich gesamtheitlich in der Erwartung nieder, dass Entscheidungsträger lediglich eine inadäquate Teilsicht auf ein zu lösendes Problem besitzen. Genau diese Teilsicht erklärt, dass sie relevante Korrelationen missachten. Begründbar ist sie auf der Basis von Wissensbeschränkungen und komplexitätsreduzierenden mentalen Modellen der Finanzmanager, die insbesondere dann eine beschränkte Verarbeitung relevanter Informationen nach sich ziehen, wenn Finanzmanager nicht einmal eine geeignete Software zur Unterstützung des finanziellen Risikomanagements einsetzen.<sup>791</sup> Eine inadäquate Teilsicht resultiert zudem aus einer Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik. Entscheidet ein Finanzmanager beispielsweise lediglich in Kenntnis einer einzelnen Risikoposition über den Kauf eines Finanzderivates zu ihrer Absicherung, so erklärt sich die in der Praxis nachzuweisende suboptimale Ausgestaltung der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken.<sup>792</sup>

Auf der Grundlage der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* erklärt das Phänomen des Mental Accountings die Vernachlässigung relevanter Korrelationen. Gemäß dem Mental Accounting verbuchen Finanzmanager die mit einer Entscheidung verbundenen Gewinne und

---

<sup>790</sup> Vgl. Kropp/Gillenkirch (2004), S. 95.

Wenn sich Finanzmanager bei einzelnen Risikopositionen für eine Absicherung entscheiden und hierbei die Korrelation zu anderen Positionen, die ein finanzielles Risiko implizieren, außer Acht lassen, kann dies kontraproduktive Wirkungen hervorrufen. Liegt eine Situation vor, in der sich die aus zwei Geschäften ergebenden Exposures teilweise oder vollständig aufheben, so resultiert aus dem Kauf eines Finanzderivates zur Absicherung des Exposures für eines der beiden Geschäfte eine gesamtheitlich betrachtete Erhöhung der finanziellen Risiken. Vgl. DeMarzo/Duffie (1995), S. 750, Fußnote 10. Vgl. ähnlich Laux (2005), S. 444.

Für einen allgemeinen Hinweis auf die Relevanz der durch isolierte Entscheidungen bedingten Fehler vgl. auch Weber/Schäffer (2006), S. 243.

<sup>791</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.2.1.

<sup>792</sup> „Zuweilen tappen Unternehmen in die Falle und beschäftigen sich vornehmlich mit den Risiken, die sie derzeit kennen und messen können.“ Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 47.

Verluste isoliert voneinander. Die unbewusst ablaufende, separate Bewertung einzelner Positionen steht der Berücksichtigung relevanter Korrelationen diametral entgegen.<sup>793</sup> Darüber hinaus besagen die Prospect Theory und die damit im Zusammenhang stehende Verlustaversion, dass Verlustverringerungen ein größerer Wert beigemessen wird als gleich hohen Gewinnen. Hieraus resultieren verzerrte Bewertungen eines Finanzmanagers in Bezug auf eventuell bestehende Ausgleichseffekte.<sup>794</sup>

Schließlich begründen auch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells*, weshalb Finanzmanager relevante Korrelationen missachten. Dementsprechend zeigen Overconfidence- und Optimismus-Effekte in Verbindung mit dem Phänomen der Kontrollillusion, dass ein Finanzmanager übermäßig darauf vertraut, dass seine persönliche Einschätzung zur Risikolage des Unternehmens richtig sei und die von ihm getroffenen Entscheidungen zur fallweisen Absicherung gegen finanzielle Risiken eine angemessene Adressierung bestehender Verlustgefahren darstellen. Dabei unterbleibt eine kritische Reflexion der Frage, ob die jeweilige Absicherungsmaßnahme überhaupt notwendig gewesen wäre, ob sie möglicherweise sogar zu einer Erhöhung der Gesamtrisikoposition statt zu einer Verminderung relevanter Risiken beiträgt oder auch, ob sie im Widerspruch zu anderen Maßnahmen der Risikoabsicherung steht.<sup>795</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass durch die Missachtung relevanter Korrelationen eine wichtige Voraussetzung zur Umsetzung eines effektiven und effizienten Managements finanzieller Risiken verletzt wird. Dieses Rationalitätsdefizit lässt sich neben der häufig zutreffenden Erklärungsmöglichkeit arbeitsscheuen Verhaltens insbesondere durch das Unvermögen von

---

<sup>793</sup> KAHNEMAN und LOVALLO bezeichnen dieses Phänomen auch allgemein als Isolation Error. Neben weiteren Aspekten beschreibt dieses Phänomen ein Verhalten, bei dem unterschiedliche Projekte und deren Risiken getrennt voneinander erfasst und beurteilt werden. Vgl. Kahneman/Lovallo (1993), S. 17.

<sup>794</sup> In diesem Zusammenhang sei auf eine Arbeit von BARBERIS und HUANG hingewiesen, die auf der Grundlage eines formal-analytischen Modells einen Beitrag zur Erklärung unterschiedlicher Phänomene des Verhaltens von Investoren an Finanz- und Kapitalmärkten leisten. Dieses Modell berücksichtigt explizit die genannten und im Zusammenhang mit der Prospect Theory stehenden Effekte. Die Ergebnisse sprechen für die Annahme, dass Investoren eine stärkere Verlustaversion gegenüber den einzelnen Aktientiteln ihres Portfolios (Individual Stock Accounting) besitzen als gegenüber dem gesamten Wert des von ihnen gehaltenen Portfolios an Aktien (Portfolio Accounting). Vgl. Barberis/Huang (2001), S. 1247-1249 und 1286 f.

<sup>795</sup> Mit Bezug auf das Defizit, demzufolge Investoren relevante Korrelationen bei der Gestaltung des Portfolios an Finanzinvestitionen vernachlässigen, zeigt ODEAN auf der Grundlage eines formal-analytischen Modells auf, dass Investoren unter dem Einfluss von Overconfidence- und Optimismus-Effekten nicht diversifizierte Portfolios halten. Vgl. Odean (1998b), S. 1889 und 1912.

Ebenfalls mit Bezug auf die Gestaltung des Portfolios einer finanziellen Anlage konstatiert REDHEAD allgemein: „If investors are highly confident about their stock selection abilities, they will not feel the need to reduce risk by means of diversification.“ Redhead (2002), S. 25.

Finanzmanagern zur Einnahme einer ganzheitlichen Perspektive auf das finanzielle Risikomanagement erklären.

Die folgende Abbildung fasst die gesamte Erörterung relevanter Rationalitätsdefizite des finanziellen Risikomanagements und ihre Ursachen abschließend zusammen (vgl. Abbildung 7).

Entstehungsort: Finanzielles Risiko- management		Ursachen: Individuelles Handeln der Finanzmanager		Kognitive Beschränkungen																		
				Eigen- interessiertes Handeln						Resourceful- Annahme						Evaluating- Annahme				Expecting- Annahme		
				Abwärtstrend Verhalten	Abweichende Konsumpräferenzen	Abweichende Karrierepräferenzen	Abwärtstrend Risikopräferenzen	Abweichende Zeitpräferenzen	Wissens- beschränkungen	Mentale Modelle	Verfügbarkeits- heuristik	Repräsentativitäts- heuristik	Verankerungs- und Anpassungsheuristik	Bestätigungs- verzerrungen	Prospect Theory	Verlustaversion	Status Quo-Effekt	Immediately-Effekt	Sunk Cost-Effekt	Mental Accounting	Regret Theory	Kontrollillusion
Übergreifende Aufgaben	Unangemessene Inkaufnahme finanzieller Risiken	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Unangemessene Verfolgung von Gewinnabsichten	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken	Vernachlässigung der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Fehlerfassungen und Fehlbewertungen finanzieller Risiken	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken	Unangemessene Absicherung der unterschiedlichen Exposure-Arten	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Vernachlässigung relevanter Korrelationen	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

Abbildung 7: Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements

### 3.2.4 Aufgabenbereich Intermediationsmanagement

#### 3.2.4.1 Überblick über die im Intermediationsmanagement wahrzunehmenden Aufgaben

Der Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements steht im Zusammenhang mit dem zunehmenden Verzicht auf die Inanspruchnahme von Finanzdienstleistern. Er knüpft an die bereits eingangs der Untersuchung genannte Entwicklung des Corporate Bankings oder auch Inhouse Bankings an.<sup>796</sup> Vor allem große, multinational agierende Konzerne substituieren Intermediationsleistungen der Finanzdienstleister zunehmend durch eine konzerninterne Erstellung

<sup>796</sup> Vgl. Kapitel 1.1, insbesondere Fußnote 6.

Zwar stehen die Aufgaben des Intermediationsmanagements im Zusammenhang mit der Entwicklung des Corporate Bankings oder auch Inhouse Bankings, eine Gleichsetzung der Aufgaben wäre jedoch nicht zweckmäßig. Dies liegt darin begründet, dass mit den Begriffen Corporate Banking oder auch Inhouse Banking nicht nur die Disintermediation, sondern das gesamte Finanzmanagement moderner Prägung eines großen Konzerns bezeichnet wird. In der Folge umfasst die Beschreibung von Aufgaben des Corporate Bankings oder auch Inhouse Bankings regelmäßig Aspekte, die nicht nur dem Intermediationsmanagement, sondern auch dem Anlage-, Beschaffungs- und Risikomanagement zuzuschreiben sind. Vgl. Richtsfeld (1994), S. 48-64; Hommels (1995), S. 30-125; Schrief (1995), S. 66-92; Jacob (1996), S. 32-108; Weck (1996), S. 152-201, sowie die folgende Fußnote 797.

dieser Leistungen.<sup>797</sup> Dies bedeutet, dass sie in ihrem Finanzmanagement finanzielle, dem üblichen Leistungssortiment insbesondere von Kreditinstituten zugehörige Leistungen<sup>798</sup> für den eigenen Bedarf und auch für die im Konzernverbund stehenden Tochterunternehmen selbst erstellen. Hierdurch werden externe Bankleistungen durch interne substituiert und/oder bestimmte banktypische Leistungen aufgrund der Anwendung neuer Techniken und Verfahrensweisen des Finanzmanagements entgegen früherer Praxis nicht mehr in Anspruch genommen oder nicht mehr benötigt.<sup>799</sup>

Grundsätzlich können große Teile der bereits in den Bereichen des Anlage-, Beschaffungs- und Risikomanagements geschilderten Aufgaben als Dienstleistungen verstanden werden, die auch von einem Finanzintermediär erbracht werden könnten.<sup>800</sup> Aus einem derart breiten Verständnis würde jedoch resultieren, dass nahezu das gesamte Finanzmanagement einzig ein Intermediationsmanagement ist. Unter Berücksichtigung der Vollständigkeit und Überschneidungsfreiheit in der Strukturierung der Aufgaben des Finanzmanagements ist dem Intermediationsmanagement folglich ein engeres Begriffsverständnis zugrunde zu legen. Zweckmäßig ist ein Begriffsverständnis, demgemäß das Intermediationsmanagement verschiedene Aufgaben des Cash Managements umfasst.<sup>801</sup>

---

<sup>797</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 61.

Neben der konzerninternen Erstellung von Intermediationsleistungen ist auch das Eingehen direkter Finanzierungsbeziehungen auf den Kapitalmärkten wichtiger Bestandteil des Phänomens der Disintermediation. Hierbei spielen innovative Finanzierungstitel eine große Rolle, die eine Verbriefung von Buchkrediten und Bucheinlagen (Securitization) erlauben. Vgl. Dahlhausen (1996), S. 61. Zur Securitization vgl. ausführlich Dombret (1987) oder Hastenpflug (1990).

Darüber hinaus werden auch das konzerninterne Factoring, das Konsumentenkreditgeschäft, das Herstellerleasing oder die Lieferantenfinanzierung unter Ausschaltung von Intermediationsleistungen der Finanzdienstleister realisiert. Diese Finanzierungsbeziehungen sind aber nicht Bestandteil des Aufgabenbereichs der Intermediationsleistungen, sondern der Aufgabenbereiche des Anlagemanagements und Beschaffungsmanagements. Vgl. Dahlhausen (1996), S. II.

<sup>798</sup> Dieses Leistungssortiment umfasst gemäß § 1 KWG das Einlagen-, Kredit-, Diskont-, Effekten-, Depot-, Investment-, Garantie- und Girogeschäft.

<sup>799</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 1 f.

<sup>800</sup> Beispielsweise illustriert die konzerninterne Innenfinanzierung im Rahmen des Beschaffungsmanagements besonders gut die bankähnliche Rolle, die das Finanzmanagement hierbei einnimmt. Vgl. Kapitel 3.2.2.1

<sup>801</sup> Einige Autoren setzen die Begriffe Corporate Banking oder Inhouse Banking auch mit den im Cash Management relevanten Verfahren gleich: „For some in-house banking is simply pooling, concentrating corporate activity to gain lower borrowing rates, higher investment yields or smaller bank fees.“ Elgin (1991), S. 32.

Insgesamt sind die Begriffsbestimmungen des Corporate Bankings oder auch Inhouse Bankings nicht ganz eindeutig. Im folgenden Zitat erfolgt beispielsweise eine Vermischung des Treasury mit dem Inhouse Banking: „[A]n in-house bank is an internal treasury operation designed to centralize and manage liquidity and risk while recognizing and exploiting the strategic applications of both.“, und weiter heißt es: „In-house bank is an apt description for the corporate treasury function just described. How does it differ, in any significant way, from the modus operandi of a well managed bank? The answer is – not much if at all.“ Witkins (1990), S. 21.

Diesem Verständnis folgend sind im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements zwei wichtige Aufgaben wahrzunehmen:<sup>802</sup> (1) die effiziente Gestaltung des Zahlungsverkehrs, die im multinational agierenden Konzern mit der Herausforderung verbunden ist, in geeigneter Art und Weise einen Finanz- und Liquiditäts- sowie Währungsausgleich zwischen den einzelnen Konzerneinheiten durchzuführen<sup>803</sup> und (2) die kurzfristige Disposition liquider Mittel, über deren Saldo das Finanzmanagement der Zentrale infolge des konzernweit durchgeführten Finanz-, Liquiditäts- und Währungsausgleichs Kenntnis erlangt.<sup>804</sup>

Die erste Aufgabe betrifft die ***Gewährleistung einer möglichst reibungslosen und effizienten Abwicklung aller Zahlungsvorgänge im Konzernverbund***. Zu diesem Zweck ist eine geeignete Software-Unterstützung erforderlich, die eine tägliche Analyse aller konzernweiten Zahlungsvorgänge erlaubt.<sup>805</sup> Wie auch bei der Betrachtung der Zahlungsvorgänge eines Einzelunternehmens ist für diese Aufgabe die Minimierung von Transferzeiten,<sup>806</sup> die Ausnutzung von Skontofristen, die möglichst frühzeitige Absendung von Rechnungen sowie eine optimale Gestaltung der Lagerhaltung wichtig.<sup>807</sup> Darüber hinaus ist bei der Betrachtung der in der vorliegenden Untersuchung interessierenden multinational agierenden Konzerne eine Konzentration

---

<sup>802</sup> Vgl. ähnlich Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 39. Eine empirische Studie von PHILLIPS spricht für die hohe Bedeutung der beiden folgenden Teilaufgaben des Intermediationsmanagements. Vgl. Phillips (1997).

<sup>803</sup> In einem multinational agierenden Konzern sind der Währungsrisiko- und Liquiditätsausgleich simultan zu betrachten. Die zentralisierte Kassenhaltung verbindet beide Aspekte. Die Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs weist somit Verbindungen zum Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements auf. Vgl. Bischoff (1989), S. 158.

<sup>804</sup> Vgl. Büschgen (1997), S. 484 f.; Sperber/Sprink (1999), S. 164.

Es sei angemerkt, dass der Ansicht BISCHOFFS folgend die Begriffe Cash Management und Liquiditätsmanagement nicht gleichgesetzt werden können: „Die in Literatur und Praxis häufig zu findende Gleichsetzung der Begriffe Cash Management und Liquiditätsmanagement wird abgelehnt, da das Cash Management als absolut kurzfristige Managementfunktion verstanden wird, während die Liquidität auch unter langfristigen Aspekten zu behandeln ist.“ Bischoff (1989), S. 3.

<sup>805</sup> Vgl. Herold (1994), S. 34; Jacob (1996), S. 75; Ross, Derek (1997), S. 14; Shapiro (2002), S. 545 f.

<sup>806</sup> Vgl. Shapiro (2002), S. 546.

<sup>807</sup> Der Zeitraum zwischen dem Abschluss eines Geschäfts und dem tatsächlichen Zahlungseingang wird auch als Float bezeichnet. Vielfältige Techniken können im Cash Management eingesetzt werden, um den Float zu minimieren. Vgl. Brealey/Myers/Marcus (1995), S. 519-523; Kim/Kim/Kim (2002), S. 368-371; Shapiro (2002), S. 545-548.

Da die Anwendung dieser Techniken in der Regel jedoch nicht zu besonders brisanten Problemen führt, soll dieser Themenbereich im Folgenden nicht detailliert erörtert werden. Für eine empirische Untersuchung hierzu vgl. Ricci (1999).

beziehungsweise Zentralisation des Zahlungsverkehrs herbeizuführen,<sup>808</sup> um die aufgrund von Größenvorteilen bestehenden Potentiale zur Effektivitäts- und Effizienzsteigerung zu nutzen.<sup>809</sup> Dazu bieten sich im Cash Management verschiedene Verfahren an, die im Folgenden kurz vorgestellt werden: das Leading und Lagging, das Matching und Netting, das Pooling sowie die Cash Concentration.

Beim Leading und beim Lagging werden Tochterunternehmen von einer zentralen Finanzabteilung angewiesen, aus dem konzerninternen Lieferungs- und Leistungsverkehr resultierende Zahlungsverpflichtungen im Verhältnis zu den vereinbarten Zahlungsterminen entweder vorzeitig (Leading) oder auch verzögert (Lagging) zu erfüllen, damit Konzernunternehmen mit überschüssiger Liquidität diejenigen mit Liquiditätsbedarf kurzfristig finanzieren können.<sup>810</sup>

Das Matching und das Netting (oder auch Clearing<sup>811</sup>) stellen eine Aufrechnung konzerninterner Forderungen und Verbindlichkeiten dar, mit dem Ziel, den Zahlungsverkehr zwischen den Konzernunternehmen und damit die Inanspruchnahme von Bankleistungen auf ein Minimum zu

---

<sup>808</sup> Vgl. Reintges (1988), S. 676 f.; May (1992), S. 34; Franke (1995), S. 212; Süchting (1995), S. 568 f.; Jacob (1996), S. 75.

Für eine detaillierte Darstellung von Argumenten eines zentralisierten Cash Managements mit Blick auf die Vorteile für das finanzielle Risikomanagement vgl. Buckley (2004), S. 645.

„Allgemein kann ausgeführt werden, daß der Einsatz von Cash-Management-Systemen umso vorteilhafter sein wird, je höher der Zentralisierungsgrad des Cash Managements der internationalen Unternehmung ist.“ Pausenberger/Glaum (1993a), S. 64.

Diese Aussage wird durch eine empirische Untersuchung von MULLIGAN unterstützt, der detailliert die zentrale mit der dezentralen Organisation des Cash Managements vergleicht. Vgl. Mulligan (2001), S. 31.

<sup>809</sup> Vgl. Dolfe/Koritz (1999), S. 3-6.

„[T]he greater complexity of international operations is likely to increase the payoffs from a knowledgeable and sophisticated approach to internationalizing the traditional areas of financial management.“ Shapiro (2003), S. 28.

EIJE und WESTERMAN nennen als Vorteile der Konzentration beziehungsweise Zentralisierung: „Centralisation offers various advantages [...]. Firstly, concentrating financing gives economies of scale and negotiating power. Secondly, because cash balances, cash flows and risk exposures are decreased, financing costs are reduced further. Thirdly, leading and lagging of intracompany cash flows can more easily be traced and controlled. Fourthly, an overall reduction of treasury personnel throughout the firm may be possible. Fifthly, the services of banks in transferring cash may be reduced and the concomitant costs can be reduced.“ Eije/Westerman (2002), S. 459 f. Vgl. ähnlich Ross, Derek (1997), S. 8 f.; Buckley (2004), S. 190 f.

<sup>810</sup> Liquide Tochterunternehmen müssen dann beispielsweise Zins- und Tilgungsleistungen für interne Kredite oder Lizenzgebühren vorzeitig bezahlen, während weniger liquiden Tochterunternehmen die Möglichkeit einer verzögerten Zahlung eingeräumt werden kann. Vgl. Reintges (1988), S. 683; May (1992), S. 33 und 35; Richtsfeld (1994), S. 189 (Fußnote 1); Jacob (1996), S. 76; Buckley (2004), S. 216 f.; Butler (2004), S. 291-296.

Über den Liquiditätsausgleich hinaus können die Verfahren des Leadings und Laggings dazu genutzt werden, Zahlungspositionen in fremder Währung derart zeitlich aufeinander abzustimmen, dass sich Währungsrisiken gegenseitig aufheben. Vgl. Ricci/Morrison (1996), S. 16.

<sup>811</sup> Die Begriffe Netting und Clearing werden meist synonym verwendet. Vgl. Spahni-Klass (1990), S. 106.

reduzieren.<sup>812</sup> Im Rahmen des Matchings werden Währungs- und Fristigkeitsstrukturen neuer interner Forderungen und Verbindlichkeiten möglichst so an bereits bestehende angepasst, dass bei einer anschließenden Aufrechnung entgegengesetzter Positionen möglichst kein Saldo verbleibt.<sup>813</sup> Das Matching lässt sich jedoch nur bei wenigen internen Zahlungsströmen einsetzen. Für umfangreichere interne Lieferungs- und Leistungsbeziehungen ist meist der Einsatz eines multilateralen Netting- oder auch Clearing-Systems erforderlich.<sup>814</sup> Dadurch können Konzernunternehmen an einem festgelegten Stichtag (beispielsweise in Form eines monatlich festgelegten Netting Day) konzernintern bestehende Forderungen und Verbindlichkeiten untereinander aufrechnen, wobei lediglich die Abrechnungsspitzen zu überweisen sind.<sup>815</sup> Durch die Verrechnung kann auf einen Großteil konzerninterner Zahlungstransaktionen verzichtet werden, die andernfalls über das Bankensystem abgewickelt werden müssten, wodurch insbesondere bei grenzüberschreitenden Zahlungsvorgängen die meist vergleichsweise hohen Transaktionskosten in Form von Transfer- und Konvertierungskosten eingespart sowie Zinsvorteile realisiert werden können.<sup>816</sup>

Im Rahmen des Poolings sind Haben- und Sollsalden auf Konten verschiedener Konzernunternehmen zusammenzuführen, die bei dem gleichen Kreditinstitut beziehungsweise bei den Mitgliedsinstituten des gleichen Bankkonzerns gehalten werden.<sup>817</sup> Bei dieser Zusammenführung

---

<sup>812</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 76; Shapiro (2002), S. 548 f.; Buckley (2004), S. 212-215; Butler (2004), S. 289-291.

<sup>813</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 76; Buckley (2004), S. 215.

Da sich Zahlungsströme in einer Währung am gleichen Tag selten vollständig ausgleichen, bleibt bei der Glattstellung der Positionen einer Währung meist ein „Mismatch“ übrig. Lediglich dieser Mismatch, nicht aber jede einzelne Forderung oder Verbindlichkeit, muss noch gegen Währungsrisiken abgesichert werden. Vgl. Jacob (1996), S. 76.

Das Matching gibt auch Aufschluss über eventuell notwendige Leading- oder Lagging-Maßnahmen. Vgl. Dahlhausen (1996), S. 30.

<sup>814</sup> Vgl. May (1992), S. 33 und 35; Richtsfeld (1994), S. 187; Dahlhausen (1996), S. 28-30; Jacob (1996), S. 77; Weck (1996), S. 16; Shapiro (2002), S. 548 f.

Zu den Funktionen einer Clearing-Stelle vgl. Swinne (1983), S. 144-152; Frotzler (1991), S. 233.

<sup>815</sup> Vgl. Pausenberger (1985), S. 138 f.; Reintges (1988), S. 676; Kammer (1989), Sp. 1174 f.; Steiner (1989), Sp. 225; Metze (1991), S. 157; May (1992), S. 33 und 35; Richtsfeld (1994), S. 188-195; Dahlhausen (1996), S. 28; Jacob (1996), S. 77; Shapiro (2002), S. 548 f.

<sup>816</sup> Vgl. Pausenberger/Völker (1985), S. 64; Richtsfeld (1994), S. 192; Jacob (1996), S. 77 f.; Reichmann/Haiber/Fröhling (1996), S. 296; Shapiro (2002), S. 548 f.

Mitunter kann nur ein eingeschränktes Netting erfolgen, da eine Reihe von Staaten grenzüberschreitendes Netting nur unter Genehmigungsvorbehalt oder mit Einschränkungen oder Auflagen zugelassen oder ganz verboten haben. Vgl. Kammer (1989), Sp. 1175 f.; Richtsfeld (1994), S. 193.

PAUSENBERGER und VÖLKER belegen, dass auf der Basis des Nettings beziehungsweise Clearings die grenzüberschreitenden Finanztransfers eines multinational agierenden Konzerns um durchschnittlich 68 % vermindert werden können. Vgl. Pausenberger/Völker (1985), S. 64.

<sup>817</sup> Vgl. Richtsfeld (1994), S. 181; Jacob (1996), S. 78; Shapiro (2002), S. 554.

Zu unterschiedlichen Pooling-Techniken vgl. detailliert Dolfe/Koritz (1999), S. 97-114.



finden keine Bewegungen auf den Konten der jeweils betroffenen Konzernunternehmen statt. Vorhandene Haben- oder Sollsalen verbleiben unverändert auf dem Konto des jeweiligen Konzernunternehmens. Die mit dem Pooling beauftragte kontoführende Bank aggregiert am Ende eines Geschäftstages lediglich in Form einer Nebenrechnung die Haben- und Sollsalen sämtlicher Konzernunternehmen zu einem einzigen Nettosaldo.<sup>818</sup>

Wenn die Durchführung des Poolings nicht möglich ist, da die jeweiligen Konzernunternehmen Konten bei unterschiedlichen Bankkonzernen führen oder auch konzern- und gleichzeitig grenzüberschreitendes Pooling staatlichen Auflagen beziehungsweise Verboten unterliegt,<sup>819</sup> dann ist eine Cash Concentration durchzuführen. Hierbei findet die Aggregation von Kontoständen der jeweiligen Konzernunternehmen durch Umbuchungen von Guthaben auf ein zentrales Konto statt. Auf anderen Konten eingetretene Sollsalen werden dann durch Übertragungsbuchungen von diesem Konzentrationskonto aus beglichen.<sup>820</sup> Die Cash Concentration führt ebenso wie das Pooling zu einer Minimierung vorzuhaltender liquider Mittel<sup>821</sup> und dient darüber hinaus als Basis für einen konzerninternen Finanzausgleich durch die zentrale Konzernfinanzabteilung. Sämtliche liquiden Mittel der Konzernunternehmen gelangen dabei in den unmittelbaren Verfügungsbereich der Konzernzentrale, während bei den Tochterunternehmen aufgrund der Umbuchungen Forderungen beziehungsweise Verbindlichkeiten gegenüber der Konzernzentrale

---

<sup>818</sup> Vgl. Pausenberger (1985), S. 139; May (1992), S. 32 f.; Richtsfeld (1994), S. 181-187; Jacob (1996), S. 79. Beim aggregierten Nettosaldo handelt es sich um eine reine Rechengröße, die allein der Zinsberechnung der Bank dient. Da die Sollzinssätze einer Bank gewöhnlich über ihren Habenzinssätzen liegen, ergibt sich über die Verrechnung mit Habensalden ein Wegfall von Sollsalen und somit ein Zinsvorteil für den Konzern. Vgl. Dahlhausen (1996), S. 24; Jacob (1996), S. 79; Shapiro (2002), S. 554.

Darüber hinaus steht das Pooling – ähnlich wie das Leading und Lagging – in enger Verbindung zur kurzfristigen Liquiditätssicherung. Der Cash Pool entspricht einer Liquiditätssammelstelle, die einerseits Liquiditätsüberschüsse aus bestimmten Tochterunternehmen abzieht (Cash Provider-Töchter) und andererseits Tochterunternehmen mit Liquiditätsengpässen (Cash Consumer-Töchter) entsprechend liquide Mittel kurzfristig zur Verfügung stellt. Vgl. Reichmann/Haiber/Fröhling (1996), S. 296 f.

Zur Konkretisierung des Poolings sei schließlich noch angemerkt, dass liquide Mittel als Kassenbestand verstanden werden können. Dieser setzt sich aus einer Transaktionskasse und einer Vorsichtskasse zusammen. Während die Transaktionskasse der laufenden Abwicklung des Zahlungsverkehrs und somit der Synchronisation von Einnahmen und Ausgaben dient, sollen mit der Vorsichtskasse mögliche Ausfälle geplanter Einnahmen beziehungsweise ungeplante Ausgaben abgedeckt werden. Aus der dezentralen Liquiditätsverantwortung der einzelnen Konzerneinheiten folgt, dass zumindest auch eine dezentrale Haltung der Transaktionskasse erforderlich ist. Der in einem Konzern bestehende Finanzverbund sollte es aber ermöglichen, die Vorsichtskasse – zumindest buchtechnisch – zu konzentrieren. Vgl. Pausenberger/Völker (1985), S. 57 f. Diese Annahme gilt umso mehr bei Unternehmen, die lediglich innerhalb des Euro-Währungsraums agieren. Vgl. Dolfe/Koritz (1999), S. 13.

<sup>819</sup> Vgl. Fußnote 816.

<sup>820</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 80 f.

<sup>821</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 24; Weck (1996), S. 16; Shapiro (2002), S. 554.

entstehen.<sup>822</sup> Pooling und Cash Concentration schaffen zudem Größenvorteile und stärken die Verhandlungsposition gegenüber Finanzdienstleistern und (potentiellen) Kapitalgebern.<sup>823</sup>

Die zweite Aufgabe, die **kurzfristige Disposition liquider Mittel**, knüpft an die erste an. Auf der Basis der erläuterten Verfahren zur konzernweiten Gestaltung des Zahlungsverkehrs bekommt das Finanzmanagement der Konzernzentrale einen Überblick über die konzernweit zur Verfügung stehenden liquiden Mittel. Auf dieser Grundlage muss im Rahmen des Cash Managements die permanente Zahlungsfähigkeit des Unternehmens unter besonderer Beachtung des Rentabilitätszieles sichergestellt werden.<sup>824</sup> Dies bedeutet, dass im Falle eines kurzfristig auftretenden Überschusses an Zahlungsmitteln eine kurzfristig liquidierbare, möglichst renditemaximierende Anlage dieser Mittel erfolgt (Near Money Assets)<sup>825</sup> und im Falle eines kurzfristig auftretenden Engpasses an Zahlungsmitteln kurzfristig liquide Mittel möglichst kostenminimal beschafft werden.<sup>826</sup>

Die beiden letztgenannten Tätigkeiten sind im Falle eines Zahlungsmittelüberschusses unmittelbar mit dem Aufgabenbereich des Anlagemanagements und im Falle eines Zahlungsmittelengpasses unmittelbar mit dem Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements verknüpft. Eine Abgrenzung dieser Tätigkeiten gegenüber dem Anlagemanagement und dem Beschaffungsmanagement ergibt sich jedoch in zeitlicher Hinsicht. Während der Planungs- und Dispositionszeitraum des Intermediationsmanagements beziehungsweise Cash Managements kurzfristig ist,

<sup>822</sup> Vgl. Reintges (1988), S. 675; Jacob (1996), S. 81; Shapiro (2002), S. 554.

<sup>823</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 24; Weck (1996), S. 17; Shapiro (2002), S. 554.

<sup>824</sup> Vgl. Reintges (1988), S. 674; Rudolph (1989), Sp. 662; Steiner (1989), Sp. 221 f.; May (1992), S. 29; Wossidlo (1993), S. 457; Richtsfeld (1994), S. 50 f.; Gerke/Bank (1995), S. 618; Jacob (1996), S. 74; Weck (1996), S. 15; Theisen (2000), S. 452. Vgl. ähnlich Buckley (2004), S. 585.

<sup>825</sup> Insbesondere diejenigen liquiden Mittel, die üblicherweise zinslos oder zu den für Sichteinlagen gängigen, vergleichsweise niedrigen Zinssätzen vorgehalten werden, sind im Rahmen des Cash Managements auf das für die Sicherstellung der ständigen Zahlungsfähigkeit unumgängliche Mindestmaß zu reduzieren. Vgl. Süchting (1995), S. 567-569. Hierdurch werden die Zinsverluste (Opportunitätskosten) auf ein Mindestmaß reduziert. Vgl. Gerke/Bank (1995), S. 618; Nolte (1981), S. 13.

Zur Umsetzung dieses Ziels werden liquide Mittel, die innerhalb des in der Regel etwa ein- bis vierwöchigen Cash Management-Planungs- und Dispositionshorizontes zeitweise – und sei es nur für Tage oder Stunden – nicht benötigt werden (kurzfristige Liquiditätsüberschüsse) durch Zwischenanlage im Rahmen einer vorgegebenen Risikopräferenz und unter Berücksichtigung einer renditemaximierenden Verwendung zugeführt. Vgl. Pausenberger/Völker (1985), S. 57; Richtsfeld (1994), S. 50 f.; Jacob (1996), S. 74 f., Fußnote 273; Perridon/Steiner (2004), S. 152-154.

Für die Zwischenanlage bieten sich sämtliche kurzlaufenden oder kurzfristig liquidierbaren Anlageinstrumente (Near Money Assets) an, wie beispielsweise Termingelder, von der Bundesbank in Verkehr gebrachte Geldmarktpapiere, Geldmarktfondsanteile, Certificates of Deposit (verbriefte, auf Sekundärmärkten handelbare Termineinlagen), Commercial Papers oder andere verzinsliche Wertpapiere mit kurzen (Rest-)Laufzeiten sowie börsengehandelte Wertpapiere, deren Handelsvolumen erfahrungsgemäß einen kurzfristigen Rücktransfer in Zahlungsmittel erlaubt. Vgl. Süchting (1995), S. 563 f. und 568.

<sup>826</sup> Vgl. Richtsfeld (1994), S. 50 f.; Schulte (2006), S. 317.

weisen das Anlage- und Beschaffungsmanagement einen mittel- bis langfristigen Planungs- und Dispositionszeitraum auf.<sup>827</sup>

Die folgende Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite des Intermediationsmanagements – verstanden als Cash Management – behandelt allgemeine Rationalitätsdefizite,<sup>828</sup> deren Strukturierung an der genannten Aufgabeneinteilung ausgerichtet ist. Dementsprechend erfolgt auf oberer Ebene zunächst eine Beschreibung potentieller Rationalitätsdefizite und deren Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Intermediationsmanagements, dann werden potentielle Defizite und deren Ursachen bei der Gestaltung des Zahlungsverkehrs erörtert. Abschließend erfolgt eine Diskussion potentieller Rationalitätsdefizite und deren Ursachen bei der Gestaltung der kurzfristigen Anlage und Aufnahme liquider Mittel. Die hier zu thematisierenden Rationalitätsdefizite behandeln auf unterer Ebene das Defizit einer Vernachlässigung der im Cash Management erforderlichen konzernweiten Perspektive (Kapitel 3.2.4.2.1). Im Bereich der Gestaltung des Zahlungsverkehrs wird das Defizit einer Fehlanwendung von Verfahren zur effizienten Gestaltung des Zahlungsverkehrs im Konzernverbund erläutert, das in der Praxis des Finanzmanagements in unterschiedlichen Formen in Erscheinung tritt (Kapitel 3.2.4.2.2). Innerhalb der Teilaufgabe zur Gestaltung der kurzfristigen Anlage und Aufnahme liquider Mittel wird das Defizit einer übermäßigen Dimensionierung der Liquiditätsreserve sowie das Defizit eines unangemessenen Umgangs mit liquiditätsnahen Anlagen im Kontext der Fehleinschätzung geltender Grundsätze auf Geldmärkten ausgeführt (Kapitel 3.2.4.2.3).

---

<sup>827</sup> Vgl. Pausenberger/Glaum (1993a), S. 43; Sperber/Sprink (1999), S. 159; Schulte (2006), S. 59.

Ebenso steht der als Cash Management verstandene Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements in einem engen Zusammenhang zum Aufgabenbereich des Risikomanagements. Wie zu zeigen sein wird, schafft eine konzentrierte, effiziente Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs einen angemessenen Überblick zur Ableitung von Maßnahmen, die insbesondere zur Reduktion von Liquiditätsrisiken sowie Zins- und Währungsrisiken erforderlich sind.

<sup>828</sup> Im Vergleich zu den drei anderen Aufgabenbereichen des Finanzmanagements sind die empirischen Evidenzen zur fundierten Ableitung relevanter Defizite spärlich. Dies liegt darin begründet, dass das Cash Management trotz seiner hohen Bedeutung bislang nur relativ wenig erforscht ist: „Zwar geben Lehrbücher und die praxisorientierte Literatur detaillierte Gestaltungshinweise für das Cash Management international tätiger Unternehmungen, empirische Untersuchungen zu diesem Thema sind hingegen ausgesprochen selten.“ Pausenberger/Glaum/Johansson (1995), S. 1366. Vgl. auch Ricci/Morrison (1996), S. 7; Ricci/Di Vito (2000), S. 69 f.

### 3.2.4.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Aufgabenwahrnehmung im Intermediationsmanagement

#### **3.2.4.2.1 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung übergreifender Aufgaben des Intermediationsmanagements**

##### **Defizit**

Wie bereits die überblickshafte Beschreibung der im Intermediationsmanagement wahrzunehmenden Aufgaben gezeigt hat, ist die Durchführung eines konzernweiten Finanz-, Liquiditäts- und Währungsausgleichs eine grundlegende Voraussetzung für ein effektives und effizientes Cash Management.<sup>829</sup> Die hierfür erforderliche konzernweite Perspektive ist sowohl im Hinblick auf die Gestaltung des Zahlungsverkehrs als auch der kurzfristigen Anlage und Aufnahme liquider Mittel von großer Bedeutung.<sup>830</sup>

Die Praxis des Finanzmanagements trägt dieser Bedeutung jedoch nicht immer angemessen Rechnung. So führt die konzentrierte Gestaltung des Cash Managements oftmals zu einer Überforderung des Finanzmanagements, wie das Zitat von BEECROFT verdeutlicht: „Since the early 1990s, industry analysts and publications have elevated the idea of a central treasury to the equivalent of the Holy Grail for treasurers. Staff reduction, more efficient banking relationships, a reduction of idle balances, more accurate cash forecasting and better control over subsidiaries are just some of the proposed advantages that can be measured in the bottom line. [...] The problem with centralized reporting, however, is that it is an arduous task for the subsidiary and the central treasury, so the frequency of reporting is low, usually once a month.“<sup>831</sup>

Die Annahme, dass Konzerne nicht selten Defizite bezüglich der konzernweiten Gestaltung des Cash Managements aufweisen, kann durch unterschiedliche empirische Ergebnisse weitergehend fundiert werden. Die Resultate einer Studie US-amerikanischer Unternehmen von RICCI und MORRISSON belegen, dass 19,5 % der befragten Unternehmen kein Pooling und 15,4 % kein

---

<sup>829</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.1. Darüber hinaus stellt speziell die Durchführung eines konzernweiten Währungsausgleichs eine wichtige Voraussetzung für die Umsetzung eines effektiven und effizienten Managements finanzieller Risiken dar.

<sup>830</sup> Für eine Darstellung unterschiedlicher Stufen der Zentralisation und Konzentration des Cash Managements vgl. Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 44-49.

<sup>831</sup> Beecroft (2006), S. 60.

Netting beziehungsweise Clearing durchführen.<sup>832</sup> Die Studie zeigt zudem, dass sogar 39,9 % der befragten Unternehmen nicht die Verfahren des Leadings und Laggings nutzen.<sup>833</sup>

Empirische Evidenzen, die annehmen lassen, dass auch im Finanzmanagement deutscher Konzerne konzernweite Verfahren des Cash Managements nur unzureichend genutzt werden, präsentieren PAUSENBERGER, GLAUM und JOHANSSON. Die Autoren belegen, dass 19 % der untersuchten Unternehmen auf eine Durchführung des Poolings beziehungsweise 16 % auf ein Clearing verzichten.<sup>834</sup> Speziell im Hinblick auf die Frage nach der Durchführung eines konzernweiten Währungsausgleichs belegt schließlich auch GLAUM,<sup>835</sup> dass 44 % der untersuchten DAX-Unternehmen eine Kurssicherung auf der Basis individueller Wechselkursrisiko-Positionen betreiben und somit die Vorteile einer Bestimmung des Netto-Exposures nicht wahrnehmen.<sup>836</sup>

Aus den genannten Ergebnissen kann das Rationalitätsdefizit abgeleitet werden, dass Finanzmanager ein Cash Management betreiben, bei dem das aus einer konzernweiten Bewältigung dieser Aufgabe entstehende Verbesserungspotential nicht hinreichend genutzt wird.

### **Ursachen**

In der Kategorie *eigeninteressierten Handelns* erklärt die Annahme arbeitsscheuen Verhaltens das genannte Defizit in zweierlei Hinsicht. Zum einen begründet das Streben nach einer Reduktion des Arbeitsleids das genannte Rationalitätsdefizit, da eine konzernweite Umsetzung des

---

<sup>832</sup> Vgl. Ricci/Morrison (1996), S. 11.

Die Studie bezieht sich auf eine Stichprobe von 124 US-amerikanischen Unternehmen aus dem Kreis der Fortune 200. Vgl. Ricci/Morrison (1996), S. 8.

Der genannten Studie von RICCI und MORRISON liegt ein Fragebogen zugrunde, den RICCI zusammen mit DI VITO auch zur Untersuchung des internationalen Cash Managements der 200 größten Unternehmen Großbritanniens eingesetzt hat. Die hier relevanten Ergebnisse beider Studien unterscheiden sich nicht wesentlich. Da die Befragung von RICCI und DI VITO – wenn auch erst im Jahr 2000 publiziert – auf das Jahr 1995 zurückgeht, die Befragung von RICCI und MORRISON jedoch auf das Jahr 1996, soll auf eine Diskussion der älteren Ergebnisse verzichtet werden. Vgl. Ricci/Di Vito (2000).

<sup>833</sup> Vgl. Ricci/Morrison (1996), S. 16.

Auch KYTÖNEN präsentiert Ergebnisse einer empirischen Befragung von 34 Cash Management-Verantwortlichen großer finnischer Unternehmen. Die Ergebnisse belegen, dass ein Anteil von rund 62 % der untersuchten Unternehmen nicht das Verfahren des Nettings einsetzen. Vgl. Kytönen (2004), S. 69 und 77.

<sup>834</sup> Vgl. Pausenberger/Glaum/Johansson (1995), S. 1372-1374.

Die Autoren stellen eine fragebogengestützte empirische Untersuchung der Praxis des Cash Managements in Deutschland vor. Die Studie stammt aus dem Jahr 1994 und umfasst auswertbare Antworten von insgesamt 37 Finanzmanagern multinational agierender deutscher Großunternehmen. Vgl. Pausenberger/Glaum/Johansson (1995), S. 1369.

Darüber hinaus stellt RICHTSFELD Interviewergebnisse mit 42 Finanzmanagern aus 25 Unternehmen der Schweiz und Deutschlands vor. In dieser Analyse leitet RICHTSFELD das Ergebnis ab, dass bei 58 % kein Leading und Lagging, bei 25 % kein Netting, bei 21 % kein Pooling und bei 34 % keine Cash Concentration verfolgt und umgesetzt werden. Vgl. Richtsfeld (1994), S. 206, Abbildung 4.21.

<sup>835</sup> Vgl. das bereits in Kapitel 3.2.3.2.3.2 wiedergegebene Zitat.

<sup>836</sup> Vgl. Glaum (2000), S. 43.

Cash Managements in der Zentrale zu einem Mehraufwand führt, den der dort beschäftigte Finanzmanager möglicherweise scheut. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass die konzernweite Gestaltung des Cash Managements für einen dezentral beschäftigten Manager eine Reduktion seiner Entscheidungsbefugnis darstellt: „Ganz konkret äussert sich der Eingriff der Zentralstelle in den Bereich der dezentralen Liquiditätsplanung dadurch, dass der einzelnen Konzerngesellschaft die Kompetenz entzogen wird, darüber zu entscheiden, welche Art finanzieller Ausgleichsmaßnahmen sie zu bestimmten Zeitpunkten durchführen soll. Entscheide über geeignete Liquiditätsbeschaffungsmöglichkeiten oder über zweckmässige Anlagemöglichkeiten werden nun zentral auf Gesamtkonzernebene vorgenommen. Gleiches gilt natürlich auch für den nachgelagerten Bereich der Finanzmitteldisposition.“<sup>837</sup> Dezentral beschäftigte Manager streben folglich danach, eigenständig Entscheidungen über die Gestaltung des Zahlungsverkehrs und über den Einsatz oder die Aufnahme liquider Mittel zu treffen, statt Kompetenzen in diesem Bereich an Finanzmanager der Zentrale abzutreten.<sup>838</sup> Mit Bezug auf die Verfahren des Poolings und Clearings stellen PAUSENBERGER, GLAUM und JOHANSSON fest, dass der Verzicht auf den Einsatz dieser Verfahren von Finanzmanagern der Zentrale am häufigsten über konzernintern existierende Widerstände begründet wird.<sup>839</sup> Folglich ist anzunehmen, dass die in der Konzernzentrale beschäftigten Finanzmanager davon absehen, eine sachlich gebotene Konzentration des Cash Managements gegen dezentral existierende Widerstände durchzusetzen. Dieser Verzicht lässt sich als eine Form der Konfliktvermeidung interpretieren. Auch in dieser Interpretation erklärt somit das Streben nach einer Reduktion des Arbeitsleids des in der Zentrale beschäftigten Finanzmanagers die Vernachlässigung möglicher Effektivitäts- und Effizienzsteigerungen des Cash Managements.

Des Weiteren sind in der Ursachenkategorie eigeninteressierten Handelns abweichende Zeitpräferenzen der Finanzmanager zu berücksichtigen. Die Umsetzung eines konzernweiten Cash Managements ist mit zum Teil langwierigen Vorarbeiten verbunden.<sup>840</sup> Finanzmanager, deren geplante Verweildauer im Unternehmen kürzer ist als die zum Aufbau eines konzernweiten Cash Managements notwendige Zeit, haben folglich kein Interesse an der Durchführung dieser Vorhaben.

---

<sup>837</sup> Spahni-Klass (1990), S. 89.

<sup>838</sup> Vgl. Herold (1994), S. 57; Sperber/Sprink (1999), S. 177; Glaum (2000), S. 26; Eije/Westerman (2002), S. 454 f.; Shapiro (2003), S. 653.

<sup>839</sup> Vgl. Pausenberger/Glaum/Johansson (1995), S. 1372-1376.

<sup>840</sup> Vgl. Dolfe/Koritz (1999), S. 185.

„Centralising the transaction processing system can be time-consuming but offers many advantages [...].“  
Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 47.

Schlüssige Erklärungen der unzureichenden Nutzung von Vorteilen eines konzernweiten Cash Managements leisten zudem *kognitive Beschränkungen* der Finanzmanager. In Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* sind Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager zu berücksichtigen. Zum einen können diese ihre Wirksamkeit entfalten, wenn Wissensbeschränkungen und komplexitätsreduzierende mentale Modelle dazu führen, dass die Aufgabe des Cash Managements nicht als konzernweit, sondern lediglich als eine für die jeweilige Teileinheit zu lösende Aufgabe betrachtet wird. Zum anderen ist das Potential zur Steigerung der Effektivität und Effizienz im Cash Management eng mit der rasanten Entwicklung der Informationstechnologie und mit der zunehmenden Internationalisierung der Unternehmensaktivitäten verbunden. Die Erweiterung des Wissens und die Anpassung erfahrungsabhängig gebildeter mentaler Modelle hält mit dieser rasanten Entwicklung nicht uneingeschränkt Schritt, weshalb Finanzmanager die Vorzüge eines konzernweiten Cash Managements nicht angemessen wahrnehmen. In beiden Fällen resultiert eine inadäquate Teilsicht auf das Cash Management. Nehmen Finanzmanager die Gestaltung des Cash Managements auf der Basis dieser Teilsicht vor, dann wird eine Verfügbarkeitsheuristik angewendet, bei der relevante Aspekte unberücksichtigt bleiben.

In Bezug auf Erweiterungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* besteht ferner die Gefahr, dass Finanzmanager die Zusammenhänge zwischen den innerhalb des Konzerns ablaufenden Zahlungsvorgängen nicht angemessen beurteilen. Der Verzicht auf die Einnahme einer konzernweiten Perspektive kann als Resultat einer Komplexitätsreduktion menschlicher Informationsverarbeitung verstanden werden. Zahlungsvorgänge werden korrespondierend mit dem Phänomen des Mental Accountings auf separaten mentalen Konten verbucht, statt die Vorteile einer konzernweiten Betrachtung und Beurteilung der saldierten Netto-Positionen zu verfolgen. Dies hat nicht nur negative Konsequenzen im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements zur Folge, sondern stellt aufgrund der hohen Bedeutung für die Gestaltung einer effektiven und effizienten Absicherung speziell gegen Währungsrisiken auch ein Defizit im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements dar.

Neben dem Phänomen des Mental Accountings erklärt der Immediately-Effekt die unzureichende Nutzung der Vorteile eines konzernweit betriebenen Cash Managements. Finanzmanager scheuen den zum Teil sehr langwierigen Aufbau eines derartigen Cash Managements, weil sie kurzfristig eintretenden Wirkungen einen überproportional hohen Wert beimessen.

Schließlich erklärt innerhalb der evaluating-Annahme auch der Status Quo-Effekt das identifizierte Defizit. Auf die Nutzung der sich in einem wachsenden Konzern bietenden Chancen eines konzernweiten Cash Managements wird verzichtet, wenn Finanzmanager tradierten Verfahren,

auf deren Basis das Cash Management eines einzelnen Unternehmens hinreichend erfüllt werden konnte, auch im Konzernverbund einen unangemessen hohen Wert zuweisen.<sup>841</sup>

### **Fazit**

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Verzicht auf die Durchführung eines konzernweiten Cash Managements angesichts der genannten Vorteile ein Rationalitätsdefizit des Finanzmanagements darstellt.<sup>842</sup> Aus einer Gestaltung des Zahlungsverkehrs im Konzernverbund, bei dem Zahlungsströme separat voneinander bewertet werden und auf eine konzernweite Perspektive verzichtet wird, resultieren ungenutzte Wertsteigerungspotentiale.<sup>843</sup> Das identifizierte Rationalitätsdefizit schlägt sich nicht nur in einer suboptimalen Gestaltung des Cash Managements nieder, sondern hat zudem negative Auswirkungen auf die Durchführung des Managements finanzieller Risiken. So ist speziell im Umgang mit Währungsrisiken an das Finanzmanagement die Forderung zu stellen, bestehende Risikopositionen im Rahmen des Cash Managements konzernweit zu erfassen, zu aggregieren und auf der Basis des ermittelten Netto Exposures zu steuern. Nur eine gesamtheitliche Betrachtung bietet die Chance, die möglicherweise im Konzernverbund bereits existierenden Risikoausgleichseffekte zu erkennen und sinnvoll zu nutzen.<sup>844</sup>

### **3.2.4.2.2 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung des Zahlungsverkehrs**

#### **Defizit**

Ergänzend zu den Ausführungen des zuletzt behandelten Rationalitätsdefizits, demzufolge in der Praxis nicht immer Verfahren zur effizienten Gestaltung des Zahlungsverkehrs zum Einsatz kommen,<sup>845</sup> wird im Folgenden das Defizit herausgearbeitet und begründet, aufgrund dessen Finanzmanager diese Verfahren nicht immer angemessen anwenden. Die beiden darzustellenden Beispiele der Fehlanwendung stehen in direktem Zusammenhang zum eigeninteressierten Han-

---

<sup>841</sup> Für einen allgemeinen Hinweis ohne Bezug zum Finanzmanagement vgl. Dolfe/Koritz (1999), S. 212.

<sup>842</sup> In der Studie von PAUSENBERGER, GLAUM und JOHANSSON wird beispielsweise ermittelt, dass die Durchführung des Poolings im Durchschnitt der untersuchten Unternehmen zu einer jährlichen Ersparnis in Höhe von 1,6 Mio. DM führt. Vgl. Pausenberger/Glaum/Johansson (1995), S. 1375.

<sup>843</sup> Die Bedeutung dieses Wertsteigerungspotentials verdeutlicht SHAPIRO am Beispiel von Bankbeziehungen wie folgt: „Good bank relations are central to a company’s international cash management effort. Although some companies may be quite pleased with their banks’ services, others may not even realize that they are being poorly served by their banks. Poor cash management services mean lost interest revenues, overpriced services, and inappropriate or redundant services.“ Shapiro (2003), S. 656.

<sup>844</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.3.2.

<sup>845</sup> Vgl. Kapitels 3.2.4.2.1



deln von Finanzmanagern und deren kognitiven Beschränkungen. Aus diesem Grund ist die Fundierung des Defizits in den Abschnitt zur Ursachenergründung integriert.

### **Ursachen**

Im Hinblick auf die im Kern des RREEMM-Modells verankerte Annahme *eigeninteressierten Handelns* als relevante Ursache von Rationalitätsdefiziten ist speziell beim Einsatz des Poolings und der Cash Concentration eine besondere Gefahr der Fehlanwendung möglich. Statt die potentiellen Effektivitäts- und Effizienzsteigerungen herbeizuführen, werden die Verfahren mitunter missbraucht, um die schlechte Rentabilität einer Konzerneinheit zu verschleiern. Die schwache Rentabilität eines Tochterunternehmens – möglicherweise sogar das Ergebnis fehlerhafter Entscheidungen des Finanzmanagements – kann dadurch verschleiert werden, dass Finanzmanager wenig rentablen Konzerneinheiten aus dem Cash Pool heraus Quersubventionierungen gewähren.<sup>846</sup>

REICHMANN veranschaulicht dieses Rationalitätsdefizit am Beispiel der Vulkan AG, die im Jahre 1996 Subventionszahlungen der EU in Höhe von 850 Mio. DM erhielt, die zweckgebunden zum Aufbau der in Ostdeutschland ansässigen Vulkan-Werften vergeben wurden. Die Mittel wurden zunächst einem Cash Pool zugeführt. Von dort erfolgten jedoch keine Zahlungen an die Vulkan-Werften, sondern an weniger rentable Konzerneinheiten: „Der Clou an der Sache war allerdings, daß die Mittel zwar grundsätzlich zweckgebunden vergeben waren, die EU aber der Sammlung der Gelder im zentralen Cash-Pool der *Vulkan AG* zustimmte (einzige Auflage: die Mittel seien zu jeder Zeit für die Werften in den neuen Ländern verfügbar). Wie sich bekanntlich herausstellte, packten die *Vulkan*-Lenker die sich ihnen eröffnende Chance mit beiden Händen und bedienten aus dem Geldsegen zunächst einmal ihre mit Liquiditätsproblemen behafteten West-Unternehmen [...]“<sup>847</sup>

Demnach bieten sich einem in der Konzernzentrale beschäftigten Finanzmanager infolge der Zentralisierung der Entscheidungskompetenz über die konzernweite Liquiditätsallokation Möglichkeiten zur Verfolgung persönlicher Konsum- und Karrierepräferenzen. Dazu kann es dienlich sein, weniger liquide oder rentable Tochterunternehmen auf dem Wege interner Mittelzufuhr zu stützen. Aufgrund des Abzugs finanzieller Mittel von liquideren Tochterunternehmen und ihrer Zuführung zu weniger liquiden Tochterunternehmen können – insbesondere zu einem Zeitpunkt

---

<sup>846</sup> Es ist darauf hinzuweisen, dass Quersubventionierungen nicht ausschließlich im Zusammenhang mit Verfahren zur Konzentration und Zentralisation des konzernweiten Zahlungsverkehrs stehen müssen, sondern beispielsweise auch in Form manipulierter Konzernverrechnungspreise auftreten. Vgl. Shapiro (2002), S. 586 f. Darüber hinaus steht die angesprochene Quersubventionierung im Zusammenhang mit dem bereits diskutierten Rationalitätsdefizit im Bereich der Gestaltung der Innenfinanzierung. Vgl. Kapitel 3.2.2.2.2.

<sup>847</sup> [Hervorhebungen im Original], Reichmann (1996), S. 295.

außerhalb der Rechnungslegungstermine – potentiell Verlustrisiken einzelner Tochterunternehmen auf noch intakte Konzerneinheiten verlagert werden, ohne dass die breite Öffentlichkeit Einblick in eine derartige Schieflage erhält.<sup>848</sup>

Neben einer Fehlanwendung durch bewusst herbeigeführten Missbrauch von Verfahren zur Konzentration des Zahlungsverkehrs lässt sich die fehlerhafte Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs auch mit dem unzureichenden Einsatz der Informationstechnologie in Verbindung bringen. Ähnlich wie beim finanziellen Risikomanagement – speziell bei der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken<sup>849</sup> – gilt auch im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements, dass der Einsatz einer professionellen Software einen wesentlichen Erfolgsfaktor darstellt. So setzt beispielsweise die Durchführung eines effektiven und effizienten Poolings voraus, dass ein tagesaktueller<sup>850</sup> Überblick über die Liquiditätssituation aller Konzerneinheiten zu schaffen ist. Da die Zusammenstellung dieser Fülle von Informationen leicht zu einer Überforderung des in der Konzernzentrale beschäftigten Finanzmanagers führen kann,<sup>851</sup> ist eine angemessene Softwareunterstützung unverzichtbar.

Angesichts einzelner, zum Teil empirischer Hinweise kann jedoch angezweifelt werden, dass die Finanzmanager großer Konzerne immer dafür sorgen. BEECROFT weist darauf hin, dass relevante Informationen zu Zahlungsvorgängen üblicherweise nicht täglich, sondern lediglich monatlich zwischen den einzelnen Konzerneinheiten und der Konzernzentrale abgeglichen werden.<sup>852</sup> Diese Aussage kann durch Ergebnisse einer fragebogengestützten Untersuchung von SOENEN und AGGARWAL fundiert werden, an der sich 259 Finanzmanager multinational agierender großer Unternehmen aus Großbritannien, Belgien und den Niederlanden beteiligten.<sup>853</sup> Die Studie zeigt, dass einige Finanzmanager die sich auf der Basis der Informationstechnologie bietenden Möglichkeiten nicht angemessen nutzen: „It is interesting that a substantial number of companies [Anteil von 35 % in Belgien bezüglich der Position Accounts Receivable beziehungsweise 41 % bezüglich der Position Accounts Payable, R. M.], especially in Belgium, still update the major elements of working capital, A/R [Accounts Receivable, R. M.] and A/P

---

<sup>848</sup> Vgl. Jacob (1996), S. 120 f.

<sup>849</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.2.1.

<sup>850</sup> Im Kontext der Herbeiführung eines effizienten Währungsausgleichs fordern WIELEN, ALPHEN und BERGEN sogar, dass mehrmals am Tag ein Update relevanter Informationen zu erfolgen habe. Vgl. Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 55.

<sup>851</sup> Vgl. Herold (1994), S. 57.

<sup>852</sup> Vgl. das bereits in Kapitel 3.2.4.2.1 wiedergegebene Zitat von BEECROFT.

<sup>853</sup> Vgl. Soenen/Aggarwal (1989), S. 603.

[Accounts Payable, R. M.], only on a monthly basis. One could question whether these companies are fully aware of the value of up-to-date cash management.<sup>854</sup>

Zudem belegt eine Studie von KYTÖNEN für eine Stichprobe finnischer Unternehmen, dass Finanzmanager zwar innerhalb der 90er Jahre die sich infolge der Informationstechnologie bietenden Möglichkeiten des Cash Managements verstärkt genutzt haben, doch auch noch im Jahr 2000 das Ergebnis einer unzureichenden Nutzung zu konstatieren ist.<sup>855</sup> Ein Anteil von 5 % betreibt keine Datenverarbeitung im Rahmen des Cash Managements, knapp 32 % der befragten Verantwortlichen setzen selbst erstellte Instrumente ein und der restliche Anteil von 63 % nutzt die professionelle Software eines externen Anbieters zur informationstechnischen Bewältigung dieser Aufgabe.<sup>856</sup> Auch unter Beachtung der Maßgabe, dass der mit dem Einsatz professioneller Software erzielbare Nutzen die hierdurch verursachten Kosten überkompensieren muss, lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass einige Unternehmen das Defizit eines unzureichenden Softwareeinsatzes im Rahmen der effizienten Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs aufweisen.

Während der genannte Missbrauch von Verfahren zur Konzentration des Zahlungsverkehrs über das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern erklärt werden konnte, lässt sich der unzureichende Einsatz einer adäquaten Softwarelösung überwiegend auf der Basis *kognitiver Beschränkungen* begründen.<sup>857</sup>

Mit Blick auf Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* verkennen Finanzmanager die hohe Bedeutung einer angemessenen Softwareunterstützung, wenn sie infolge von Wissensbeschränkungen und erfahrungsabhängig gebildeten mentalen Modellen deren Nutzen unzureichend wahrnehmen.<sup>858</sup> Darüber hinaus lässt sich das in den empirischen Studien feststellbare, übermäßige Festhalten am Einsatz unternehmensintern erarbeiteter Instrumente durch Bestätigungsverzerrungen erklären. Zur Erhaltung eines positiven Selbstbildes wird der Nutzen von – eventuell sogar unter hohem Arbeitseinsatz – selbst erstellten Instrumenten gegenüber dem Nutzen einer (extern gekauften) professionellen Softwarelösung systematisch überschätzt.

---

<sup>854</sup> Soenen/Aggarwal (1989), S. 607.

<sup>855</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.1.

<sup>856</sup> Vgl. Kytönen (2004), S. 75.

<sup>857</sup> Eigeninteressiertes Handeln ist lediglich insofern relevant, als der Verzicht auf eine angemessene Softwareunterstützung eine Folge des Verzichts auf eine konzernweite Durchführung des Cash Managements darstellt und somit dem Ziel einer Reduktion des Arbeitsleids und den abweichenden Zeitpräferenzen der Finanzmanager dienlich ist. Vgl. Kapitel 3.2.4.2.1.

<sup>858</sup> Vgl. Ceran (2002), S. 10 f.

Auch ist in Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* davon auszugehen, dass der Status Quo-Effekt einem angemessenen Softwareeinsatz zur effizienten Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs entgegensteht. Finanzmanager weisen potentiellen Nachteilen bei der Einführung und dem Betrieb einer externen Softwarelösung des Cash Managements ein höheres Gewicht zu als den potentiellen Vorteilen, da sie eine als Bedrohung empfundene Veränderung traditioneller Vorgehensweisen abwenden möchten.

Zudem begründet der Sunk Cost-Effekt speziell das Defizit einer bevorzugten Nutzung selbst erstellter Instrumente im Rahmen der Verarbeitung von Daten zum Zahlungsverkehr. Da für die Erstellung dieser Instrumente bereits Investitionen geleistet wurden, sehen Finanzmanager von einer Substitution dieser Instrumente durch eine professionelle Software ab, um die bereits getätigten Investitionen zu rechtfertigen. Der Sunk Cost-Effekt führt zu einer verzerrten Beurteilung des Nutzens selbst erstellter Instrumente gegenüber professioneller Software. Irrelevante Kosten werden über- beziehungsweise der Nutzen von extern angebotenen Lösungen zur effizienten Gestaltung des Zahlungsverkehrs wird unterbewertet.

Das Beharren auf selbst erarbeiteten Lösungen zur Bewältigung der Datenverarbeitung im Cash Management lässt sich zudem durch Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* erklären. Overconfidence- und Optimismus-Effekte bestärken Finanzmanager in dem Glauben, dass selbst erstellte Instrumente auch ungeachtet veränderter Rahmenbedingungen eine effiziente Abwicklung des konzernweiten Zahlungsverkehrs ermöglichen.

### **Fazit**

Insgesamt ist festzuhalten, dass nicht nur der komplette Verzicht auf Verfahren zur konzernweiten Gestaltung des Zahlungsverkehrs,<sup>859</sup> sondern auch eine fehlerhafte Anwendung dieser Verfahren ein relevantes Defizit im Aufgabenbereich des Cash Managements darstellt. Empirische Hinweise sprechen für die Annahme, dass diese Fehlanwendung in der Kategorie eigeninteressierten Handelns dazu dient, dass Finanzmanager die niedrige Rentabilität einer Konzern-einheit verschleiern. Im Hinblick auf die Kategorie kognitiver Beschränkungen von Finanzmanagern ist insbesondere anzunehmen, dass eine inadäquate Softwareunterstützung den unangemessenen Einsatz von Verfahren zur konzernweiten Abwicklung des Zahlungsverkehrs hervorruft.

---

<sup>859</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.1.

### **3.2.4.2.3 Rationalitätsdefizite und ihre Ursachen bei der Gestaltung der kurzfristigen Anlage und Aufnahme liquider Mittel**

#### **3.2.4.2.3.1 Übermäßige Dimensionierung der Liquiditätsreserve**

##### **Defizit**

Im Folgenden steht die Frage im Fokus, inwiefern das Ausmaß der in einem Unternehmen vorgehaltenen liquiden Mittel beziehungsweise liquiditätsnahen Anlagen (Near Money Assets)<sup>860</sup> Rationalitätseingpässe des Finanzmanagements offenbart. Deshalb wird einleitend auf den ambivalenten Charakter liquider Mittel hingewiesen.<sup>861</sup> Einerseits bringen liquide Mittel eine im Vergleich zu längerfristigen Kapitalien nur schwache Rendite,<sup>862</sup> weshalb eine übermäßige Dimensionierung als Rationalitätsdefizit zu werten ist.<sup>863</sup> Andererseits unterstützen sie die Flexibilität der Finanzierung. Aus der Vorhaltung liquider Mittel resultiert der potentielle Vorteil, dass trotz einer kostenverursachenden und nur eingeschränkt möglichen Außenfinanzierung die Chance zur Realisierung zukünftiger rentabler Investitionen gewahrt bleibt (Tradeoff-Modell). Empirische Studien analysieren die Frage nach der Dimensionierung liquider Mittel. Dabei wird sowohl das Ergebnis abgeleitet, dass das Ausmaß der Vorhaltung liquider Mittel in der Praxis des Finanzmanagements von einer ökonomisch sinnvollen Abwägung der genannten Vor- und Nachteile bestimmt ist, als auch das Ergebnis, dass Finanzmanager eine mit Opportunitätskosten verbundene, zu großzügig bemessene Dimensionierung der Liquiditätsreserve herbeiführen.<sup>864</sup>

Zur ersten Gruppe zählt eine empirische Untersuchung von KIM, MAUER und SHERMAN, die folgendes Fazit ziehen:<sup>865</sup> „The model predicts that the optimal investment in liquidity is increasing in the cost of external financing, the variance of future cash flows, and the return on future investment opportunities, while it is decreasing in the return differential between the firm's

---

<sup>860</sup> Im Folgenden werden liquide Mittel und liquiditätsnahe Anlagen der Einfachheit halber nur noch kurz als liquide Mittel bezeichnet.

<sup>861</sup> Das Für und Wider der Vorhaltung liquider Mittel entspricht der angerissenen Diskussion zur Beurteilung freier Cash Flows (vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.1). Während dort untersucht wurde, welche Gefahr besteht, dass freie Cash Flows zur Umsetzung wenig rentabler Investitionen verwendet werden, soll hier analysiert werden, inwiefern die Dimensionierung der Liquiditätsreserve ein Rationalitätsdefizit des Finanzmanagements darstellt.

<sup>862</sup> Vgl. Kim/Mauer/Sherman (1998), S. 335; Dittmar/Mahrt-Smith/Servaes (2003), S. 115.

<sup>863</sup> Zur wertvernichtenden Wirkung exzessiver Liquiditätshaltung vgl. detailliert Reimund (2003), S. 234-254.

<sup>864</sup> Für empirische Studien, aus denen gemischte Ergebnisse abgeleitet werden, und die somit sowohl der einen als auch der anderen Gruppe zuzuordnen sind, vgl. Almeida/Campello/Weisbach (2004); Ferreira/Vilela (2004).

<sup>865</sup> Die Autoren analysieren die Determinanten der Dimensionierung liquider Mittel in einer empirischen Untersuchung anhand einer Stichprobe von 915 US-amerikanischen Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche. Vgl. Kim/Mauer/Sherman (1998), S. 335.

physical assets and liquid assets. Empirical tests on a large panel of U.S. industrial firms support the model's predictions.<sup>866</sup> Zudem ist in diesem Zusammenhang auf einen empirischen Beitrag von MIKKELSON und PARTCH hinzuweisen. Sie legen ihrer Analyse eine Stichprobe von 89 US-amerikanischen großen Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche zugrunde, die im Zeitraum von 1986 bis 1991 durchgehend liquide Mittel (inklusive liquiditätsnaher Anlagen) mit einem Anteil von über 25 % an der jeweiligen Bilanzsumme gehalten haben.<sup>867</sup> Die Autoren finden keinen Hinweis, der auf einen Zusammenhang zwischen der großzügigen Ausstattung mit liquiden Mitteln und einer nachhaltigen, schlechten Performance schließen lassen würde.<sup>868</sup>

Den genannten Ergebnissen stehen jedoch die Resultate der zweiten Gruppe empirischer Untersuchungen entgegen, die die Annahme negativer Auswirkungen aufgrund einer zu großzügigen Dimensionierung liquider Mittel belegen.<sup>869</sup> OPLER, PINKOWITZ, STULZ und WILLIAMSON präsentieren die Ergebnisse einer Datenanalyse für den Zeitraum von 1971 bis 1994, die sich auf börsengehandelte, US-amerikanische Aktiengesellschaften außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche bezieht.<sup>870</sup> Die Autoren fällen das Urteil, dass die Dimensionierung der Liquiditätsreserve den Interessen der Aktionäre zuwider läuft: „[W]e find evidence that firms that do well tend to accumulate more cash than predicted by the static tradeoff model where managers maximize shareholder wealth.“<sup>871</sup> Sie zeigen zudem, dass die Vorhaltung großzügig bemessener Liquiditätsreserven über längerfristige Zeiträume von Bestand ist.<sup>872</sup>

---

<sup>866</sup> Kim/Mauer/Sherman (1998), S. 335.

<sup>867</sup> Vgl. Mikkelson/Partch (2003), S. 278 f.

<sup>868</sup> Vgl. Mikkelson/Partch (2003), S. 292 f.

Kritisch anzumerken ist der Umstand, dass die Identifikation eines unwirtschaftlichen Umgangs mit liquiden Mitteln möglicherweise aufgrund der Kriterien zur Auswahl der Stichprobe nicht gelingt. Lediglich Unternehmen, die über den Zeitraum von fünf Jahren hinweg eine große Reserve liquider Mittel gehalten haben, werden in der Studie berücksichtigt. Es ist anzunehmen, dass Unternehmen, in denen ein verschwenderischer Umgang mit liquiden Mitteln stattfindet, dieses Kriterium eher nicht erfüllen.

Abschließend sei noch auf eine weitere empirische Arbeit verwiesen, die keinen Beleg für eine ökonomisch nicht zu rechtfertigende Dimensionierung liquider Mittel ableiten kann. Vgl. Maher (1998).

<sup>869</sup> Für unterschiedliche Beispiele hoher Liquiditätsreserven vgl. neben den im Folgenden vorzustellenden empirischen Arbeiten auch Ross/Westerfield/Jordan (2003), S. 673.

<sup>870</sup> Vgl. Opler et al. (1999), S. 4, 14 und 44.

<sup>871</sup> Opler et al. (1999), S. 3.

<sup>872</sup> Vgl. Opler et al. (1999), S. 3 f. und 38.

Die Bedeutung speziell dieses Ergebnisses erschließt sich vor dem Hintergrund der in der Literatur geführten Diskussion um die Frage, ob eine zu großzügig dimensionierte Liquiditätsreserve in der Praxis überhaupt nachhaltig existieren könne. So argumentiert JENSEN, dass die übermäßige Vorhaltung liquider Mittel Ausdruck eines qualitativ schlecht arbeitenden Managements darstelle, das nicht in der Lage sei, rentable(re) Investitionsmöglichkeiten zu eröffnen. Auf einem funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle müsse dies dazu führen, dass dieses Management durch ein besseres Team ausgetauscht werde. Die Durchführung

Schließlich stellen auch DITTMAR, MAHRT-SMITH und SERVAES eine breit angelegte Analyse vor, in der Daten des Jahres 1998 zu 11.591 Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche aus 45 unterschiedlichen Ländern ausgewertet werden.<sup>873</sup> Durch die internationale Ausrichtung kann der Einfluss der in den einzelnen Ländern unterschiedlich stark ausgeprägten Rechte des Investorenschutzes untersucht werden. Das zentrale Ergebnis ihrer Studie lautet: „When managers decide how much cash to hold in the firm, do they care only about shareholder wealth or about their personal well being as well? Our evidence indicates the latter: [...] we find significantly higher cash holdings in countries where shareholders enjoy little protection. Moreover, the other determinants of cash holdings appear to be less important in such countries. None of the evidence points to managers holding more cash simply because it is more difficult to access capital markets in countries with poor shareholder protection. If anything, firms hold more cash when it is easier to raise funds.“<sup>874</sup>

Gesamtheitlich beurteilt rechtfertigt die empirische Evidenz die Annahme, dass die übermäßige Dimensionierung – zumindest in einigen Unternehmen – ein relevantes Rationalitätsdefizit des Finanzmanagements darstellt.<sup>875</sup>

---

dieser Übernahme wird gemäß JENSEN insbesondere durch den Umstand befördert, dass im Unternehmen des Übernahmekandidaten große Reserven liquider Mittel gehalten werden, die sich der jeweilige Käufer zu Nutzen machen könne, um die Finanzierung der Übernahme zu erleichtern. Vgl. Jensen (1986a), S. 328. Vgl. ähnlich King (1994), S. 213.

Einen empirisch abgesicherten Ansatz, der die Argumentation von JENSEN widerlegt, leistet PINKOWITZ. Er belegt die Annahme, dass liquide Mittel sogar als Strategie zur Abwehr einer Übernahme eingesetzt werden können: „In fact there are several reasons why large stockpiles of cash might make firms less likely to be targeted. One reason is that firms could use their liquid resources as a defense. For instance, firms with large cash holdings can more readily repurchase shares which leads to a lower probability of takeover success.“ Pinkowitz (2002), S. 6.

Für eine detaillierte Darstellung weiterer Argumente und Ergebnisse, die die These unterstützen, dass großzügig bemessene Reserven liquider Mittel das Management eines Unternehmens vor einer feindlichen Übernahme schützen, vgl. Pinkowitz (2002) sowie Faleye (2004).

<sup>873</sup> Vgl. Dittmar/Mahrt-Smith/Servaes (2003), S. 113 und 117.

<sup>874</sup> Dittmar/Mahrt-Smith/Servaes (2003), S. 132.

Weitere empirische Evidenz einer zu großzügigen Dimensionierung der Liquiditätsreserve leistet die in Kapitel 3.2.1.2.1.1 bereits genannte Untersuchung von HARFORD. Vgl. detailliert Harford (1999); Harford (2000). Für einen allgemeinen Hinweis zur Existenz zu großzügig dimensionierter Liquiditätsreserven speziell im Finanzmanagement deutscher Unternehmen vgl. auch Jacob (1993), S. 109.

<sup>875</sup> Neben den Ergebnissen der genannten Studien erscheint diese Annahme noch aus einem weiteren Grund gerechtfertigt. Selbst wenn davon ausgegangen wird, dass eine großzügige Dimensionierung liquider Mittel allein der Absicht dient, die finanzielle Flexibilität zu gewährleisten, ergeben sich Zweifel, ob diese Entscheidung ökonomisch zu rechtfertigen ist. Wie bereits in Kapitel 2.3.1, Fußnote 161 erwähnt, gibt ein Großteil der Finanzmanager an, dass die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit im operativen Geschäft für viele internationale, große Unternehmen kein ernsthaftes Problem darstelle. Vgl. Pausenberger/Glaum (1993a), S. 43, Fußnote 7.

### **Ursachen**

Wie bereits zum Ausdruck gebracht, lässt sich das Defizit der übermäßigen Dimensionierung der Liquiditätsreserve durch das **eigeninteressierte Handeln** erklären, also die Verfolgung persönlicher Interessen der Finanzmanager, die im Widerspruch zur Erreichung von Zielen des gesamten Unternehmens stehen. Innerhalb dieser Ursachenkategorie erklären abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen, dass Finanzmanager danach streben, einen möglichst großen Einfluss über die Ressourcen des Unternehmens aufrecht zu erhalten beziehungsweise auszubauen. Da die Gruppe der Finanzmanager diejenige Gruppe der Entscheidungsträger innerhalb eines Unternehmens repräsentiert, die in erster Linie über die kurzfristige Disposition liquider Mittel entscheidet, bedeutet dies, dass Finanzmanager ein Interesse daran haben, speziell liquide Mittel in einem möglichst großen Ausmaß zu halten.

Abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen liefern zudem eine schlüssige Erklärung des identifizierten Defizits, wenn die empirische Evidenz beachtet wird, derzufolge sich Finanzmanager durch eine großzügige Ausstattung mit liquiden Mitteln vor feindlichen Übernahmen schützen und somit vom Markt für Unternehmenskontrolle emanzipieren.<sup>876</sup> FALEYE führt aus: „[T]he likelihood of a firm becoming a takeover target is significantly negatively related to the holding of excess cash. This result could be explained in terms of the takeover-deterrence effects of corporate liquidity. Excess cash enhances the ability of a hostile target to defend itself against an unwanted bid. Such defenses include repurchasing stock, acquiring a competitor of the bidder and filing private antitrust litigation, or turning around to acquire the suitor itself. [...] In addition, excess cash increases the bidder's uncertainty about the value of the target since it can be used to engage in bidder-specific negative net present value activities.“<sup>877</sup>

Darüber hinaus erklären abweichende Risikopräferenzen eine renditeschwache, übermäßige Vorhaltung liquider Mittel. Demgemäß verhalten sich Finanzmanager in Zeiten einer wirtschaftlich positiven Entwicklung risikoavers. Die übersteigerte Dimensionierung der Liquiditätsreserve kann als Konsequenz dieser Risikoaversion begriffen werden.<sup>878</sup>

Ferner gibt die Annahme abweichender Zeitpräferenzen Aufschluss über mögliche Ursachen. Über liquide Mittel verfügt ein Finanzmanager jederzeit, während eine langfristige Anlage bedeuten kann, dass er innerhalb der gesamten geplanten Verweildauer im Unternehmen keinen Zugang mehr zu diesen Mitteln besitzt.

---

<sup>876</sup> Vgl. das folgende Zitat von FALEYE sowie Pinkowitz (2002), S. 35. Vgl. darüber hinaus Fußnote 872.

<sup>877</sup> Faley (2004), S. 2041.

<sup>878</sup> Auf Basis empirischer Evidenzen vgl. Reimund (2003), S. 259.



Schließlich ist auch noch das Streben der Finanzmanager nach einer Reduktion des Arbeitsleids eine mögliche Ursache, aus der mangelnde Sorgfalt bei der Festlegung der Liquiditätsreserve resultiert und sich in der Konsequenz eine zu großzügig bemessene Liquiditätsreserve ergibt.

Doch nicht nur das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager, sondern auch *kognitive Beschränkungen* plausibilisieren eine übermäßige Dimensionierung der Liquiditätsreserve. Hinsichtlich der Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* begründen Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager das Defizit. Schon bei der Erörterung des Defizits der unangemessenen Vernachlässigung eines konzernweiten Cash Managements ist deutlich geworden, dass Finanzmanager Möglichkeiten zur Reduktion der Liquiditätsreserve auf der Basis des Cash Poolings oder der Cash Concentration unangemessen wahrnehmen.<sup>879</sup> Selbst wenn diese Verfahren zur Anwendung kommen, ist daran zu denken, dass Finanzmanager das auf Diversifikationseffekten beruhende Potential zur Reduktion der zentralisierten Liquiditätsreserve nicht angemessen ausschöpfen und für den gesamten Konzern eine überdimensionierte Reserve halten.

Außerdem leistet die Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik einen Erklärungsbeitrag. War ein Finanzmanager in der Vergangenheit bereits mit Zahlungsschwierigkeiten des Unternehmens konfrontiert, so ist zu berücksichtigen, dass diese (dramatischen) Erfahrungen seine Urteilsbildung übermäßig prägen. In der Folge rechnet der Finanzmanager unangemessen häufig mit der Situation, dass erneut ein Zahlungsengpass auftreten könnte. Im Ergebnis erklärt somit auch dieser Zusammenhang eine übermäßig dimensionierte Liquiditätsreserve.

In Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* besitzt ferner die Prospect Theory Gehalt zur Erklärung einer übermäßig dimensionierten Liquiditätsreserve. Gemäß der S-förmigen Nutzenfunktion ist anzunehmen, dass sich Finanzmanager in wirtschaftlich guten Zeiten übermäßig risikoavers verhalten und demzufolge die Liquiditätsreserve in diesen Zeiten erhöhen. Als Pendant zu den bereits genannten abweichenden Zeitpräferenzen begründet zudem der Immediately-Effekt, dass Finanzmanager kurzfristig disponierbaren liquiden Mitteln unbewusst einen unangemessen hohen Wert einräumen. Dadurch vernachlässigen sie alternative Formen des Einsatzes dieser Mittel, bei denen sie entweder gar nicht mehr oder erst in entfernterer Zukunft darüber verfügen können.

Abschließend zur Ergründung möglicher Ursachen sind kognitive Beschränkungen zu berücksichtigen, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen. Overconfidence- und Optimismus-Effekte fügen sich schlüssig in die Erörterung des genannten

---

<sup>879</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.1.

Defizits ein. Wenn ein Finanzmanager entsprechend dieser Effekte von einer hohen Wahrscheinlichkeit ausgeht, dass sich in naher Zukunft aussichtsreiche Investitionsmöglichkeiten eröffnen, dann wird er darum bemüht sein, eine möglichst hohe Reserve liquider Mittel aufzubauen, um dadurch zu gewährleisten, dass er diese überzogen wahrgenommenen Chancen auch nutzen und finanzieren kann.

### **Fazit**

Es lässt sich die Erkenntnis ableiten, dass die übermäßige Dimensionierung der Liquiditätsreserve ein relevantes Rationalitätsdefizit bei der Gestaltung der kurzfristigen Anlage und Aufnahme liquider Mittel repräsentiert. Sowohl das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern als auch deren kognitive Beschränkungen können das identifizierte Defizit erklären.

#### **3.2.4.2.3.2 Missachtung geltender Grundsätze auf Geldmärkten**

### **Defizit**

Bisher wurden unterschiedliche Rationalitätsdefizite aufgezeigt, die im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements beziehungsweise innerhalb des Cash Managements auftreten. Hierbei wurde zunächst erläutert, dass in der Praxis des Finanzmanagements nicht selten die Umsetzung eines Kostenersparnisse bietenden, konzernweiten Cash Managements unangemessen vernachlässigt wird.<sup>880</sup> Im Anschluss wurde die Frage nach der Fehlanwendung von Verfahren zur Gestaltung des Zahlungsverkehrs behandelt, wobei insbesondere der bewusste Missbrauch dieser Verfahren wie auch eine unzureichende Softwareunterstützung große Bedeutung haben.<sup>881</sup> Zudem konnte das Defizit identifiziert werden, demzufolge einige Finanzmanager die Liquiditätsreserve des Unternehmens über Gebühr dimensionieren.<sup>882</sup> Aufgrund der engen Verzahnung der einzelnen Aufgaben des Cash Managements ist diesen Defiziten ein bestimmtes Folgedefizit gemeinsam. Es betrifft das Unvermögen zur Sicherstellung eines renditemaximierenden optimalen Umgangs mit liquiden Mitteln im Konzernverbund. In der Diskussion relevanter Defizite von Finanzmanagern ist dieses Unvermögen jedoch nicht nur als Folge der bisherigen Unzulänglichkeiten, sondern auch als ein eigenständig begründbares Rationalitätsdefizit einzuschätzen.

Zur Begründung dieser Annahme ist auf die besondere Herausforderung hinzuweisen, die im Zusammenhang mit einer ökonomisch sinnvollen Disposition liquider Mittel steht. Eine effektive und effiziente Anlage beziehungsweise Aufnahme liquider Mittel setzt einen hohen Grad an

---

<sup>880</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.1.

<sup>881</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.2.

<sup>882</sup> Vgl. Kapitel 3.2.4.2.3.1.

Informationsversorgung voraus. SPAHNI-KLASS stellt in diesem Zusammenhang fest, „daß das Wissen um die Hintergründe, Chancen und Risiken im Geldmarktgeschäft ein absolutes ‚Muß‘ für jeden internationalen Cash Manager darstellt, wenn er seine Überschußliquidität optimal, d. h. sicher und dennoch ertragbringend, anlegen will.“<sup>883</sup> Auch wenn angesichts der überschaubaren Anzahl von Studien für den Bereich des Cash Managements eine konkrete empirische Evidenz fehlt,<sup>884</sup> erscheint es plausibel, dass diese Herausforderung – zumindest teilweise – eine Überforderung des Finanzmanagements bedingt. Aus der bereits in der Einleitung zur vorliegenden Untersuchung beschriebenen Entwicklung des Finanzmanagements großer, multinational agierender Konzerne<sup>885</sup> resultiert ein im Vergleich zu früheren Jahren ungleich größerer Entscheidungsraum. Die Vielzahl der bei der Anlage beziehungsweise Aufnahme kurzfristiger Kapitalien in Frage kommenden Alternativen lässt erwarten, dass Finanzmanager der genannten Herausforderung nicht uneingeschränkt gerecht werden.<sup>886</sup>

Im Kern lässt sich ein Zusammenhang zwischen der genannten Überforderung des Finanzmanagements und der Durchführung einer angemessenen, kurzfristigen Liquiditätsplanung sowie der Durchführung einer angemessenen Vorhersage kurzfristiger Zinssätze herstellen. Ein Zitat von WIELEN, ALPHEN und BERGEN verdeutlicht deren Bedeutung: „Every day the cash manager is confronted with surpluses or deficits in one or more currencies. [...] The company’s returns can be boosted by depositing credit balances and replenishing debit balances in the money market. Deciding whether, to what extent and for how long the various balances of the company are to be deposited or replenished in the money market, is an important aspect of funds management. This choice depends on the anticipated movements of the company’s liquidity position in the future and on the interest outlook of the treasurer/cash manager.“<sup>887</sup> Im weiteren Verlauf

---

<sup>883</sup> Spahni-Klass (1990), S. 117.

<sup>884</sup> Vgl. Fußnote 828.

<sup>885</sup> Vgl. Kapitel 1.1.

<sup>886</sup> Auch ein hoher Grad an Zentralisation des Cash Managements birgt die Gefahr in sich, dass ein Finanzmanager der Konzernzentrale aufgrund großer Distanzen über keine hinreichenden Kenntnisse der spezifischen Eigenheiten einzelner lokaler Märkte verfügt. Folgerichtig wird in der Literatur regelmäßig auf die Relevanz dieser Gefahr hingewiesen Vgl. Spiselman (1989), S. 291; Richtsfeld (1994), S. 94; Wehlen (1998), S. 751; Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 49.

In der Gesamtsicht auf die Vor- und Nachteile der Zentralisation überwiegen jedoch eindeutig die Vorteile: „On balance, the advantages of centralisation clearly outweigh the disadvantages.“ Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 49.

<sup>887</sup> Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 109. Vgl. ähnlich Schrief (1995), S. 67.

Darüber hinaus sei in diesem Zusammenhang erwähnt, dass ITURRALDE, MADEA und SAN JOSÉ eine empirische Untersuchung zur Praxis des Cash Managements von insgesamt 217 spanischen Unternehmen präsentieren. Die Studie belegt, dass Finanzmanager der kurzfristigen Liquiditätsprognose die größte Bedeutung innerhalb des Aufgabenbereichs zum Cash Management beimessen. Vgl. Iturralde/Maseda/San José (2005), S. 8 und 24.

weisen die Autoren zudem auf die hohe Notwendigkeit einer (retrospektiven) Performancebeurteilung hin, da die ständige Gefahr besteht, dass die postulierten Planungen und Vorhersagen fehlerhaft sind beziehungsweise waren oder Finanzmanager schlicht eine suboptimale Auswahl der Fülle unterschiedlicher Geldmarktgeschäfte treffen.<sup>888</sup>

Die Herausarbeitung der hohen Bedeutung kurzfristiger Liquiditätsplanungen sowie der Vorhersage kurzfristiger Zinssätze ist in zweierlei Hinsicht weiterführend. Zum einen kann dadurch das Unvermögen zur Gewährleistung eines renditemaximierenden, optimalen Umgangs mit liquiden Mitteln konkretisiert werden. Während fehlerhafte Erwartungen zu Zinssätzen eine direkt rentabilitätsmindernde Wirkung besitzen, bedingen fehlerhafte Liquiditätsplanungen, dass Finanzmanager mit der überraschend eintretenden Situation konfrontiert sind, über mehr oder auch über weniger liquide Mittel zu verfügen als ursprünglich geplant. Im ersten Fall ergibt sich das Defizit, dass überschüssige liquide Mittel nicht zeitnah einer optimalen liquiditätsnahen Anlage zugeführt werden, sondern in Form eines reinen Sichtguthabens brach liegen. Im zweiten Fall tritt die Notwendigkeit auf, kurzfristig liquide Mittel zu beschaffen, um einen überraschend eintretenden Engpass zu überbrücken. Die Überbrückung kann beispielsweise durch die Liquidation liquiditätsnaher Anlagen erfolgen. Hierbei gilt jedoch generell, dass ein Finanzmanager bei solchen Interventionen aufgrund der zeitlichen Bedrängnis Gefahr läuft, ungünstigere Konditionen akzeptieren zu müssen.

Zum anderen eröffnet sich durch die Herausarbeitung der hohen Bedeutung kurzfristiger Liquiditätsplanungen sowie der Vorhersage kurzfristiger Zinssätze die Möglichkeit zur Ableitung einer plausiblen Analogie. So kann entsprechend dem im Aufgabenbereich des Anlagemanagements bereits diskutierten Rationalitätsdefizit wenig rentabler Finanzinvestitionen aufgrund der Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten<sup>889</sup> für die Disposition kurzfristiger finanzieller Mittel auf Geldmärkten gefolgert werden, dass Finanzmanager auch hier die Erfolgswahrscheinlichkeit des eigenen Handelns überschätzen und systematisch verzerrte Liquiditätsplanungen aufstellen sowie inadäquate Vorhersagen relevanter Zinssätze treffen.<sup>890</sup>

### ***Ursachen***

Für die herausgearbeitete Analogie wird auf die detaillierte Ausführung der Zusammenhänge der Ursachenergründung verzichtet. Im Hinblick auf die im Kern des RREEMM-Modells bestehende

---

<sup>888</sup> Vgl. Wielen/Alphen/Bergen (2002), S. 124.

<sup>889</sup> Vgl. Kapitel 3.2.1.2.3.3.

<sup>890</sup> Speziell eine fehlerhafte Vorhersage von Zinssätzen steht zudem im Zusammenhang mit einer auf Marktprognosen basierenden unangemessenen Verfolgung von Gewinnabsichten im Rahmen des Managements finanzieller Risiken. Vgl. Kapitel 3.2.3.2.1.2.

Annahme *eigeninteressierten Handelns* ist im Einklang mit dem Defizit wenig rentabler Finanzinvestitionen aufgrund der Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten erklärbar, dass von den gemeinsamen Zielen des Unternehmens abweichende Konsum-, Karriere-, Risiko- und Zeitpräferenzen der Finanzmanager auch eine wenig rentable Anlage und Aufnahme liquider Mittel auf Geldmärkten hervorrufen.

Für die Relevanz *kognitiver Beschränkungen* ist davon auszugehen, dass Erweiterungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* eine fehlerhafte Ableitung von Liquiditäts- und Zinssatz-Vorhersagen bedingen. Sowohl Bestätigungsverzerrungen als auch die Anwendung von Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts- sowie Verankerungs- und Anpassungsheuristiken stehen der Ableitung angemessener Prognosen und somit der Auswahl optimaler Geldmarktgeschäfte entgegen. Aufgrund der im Vergleich zu Kapitalmärkten noch stärker ausgeprägten Dynamik von Geldmärkten ist den genannten kognitiven Beschränkungen im aktuell behandelten Kontext eine noch größere Bedeutung beizumessen als im Kontext längerfristiger finanzieller Mittel.

Neben der *resourceful-Annahme* begründen gleichfalls kognitive Beschränkungen, die zu einer Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben, dass Finanzmanager die Erfolgswahrscheinlichkeit der von ihnen getätigten Transaktionen am Geldmarkt systematisch überschätzen. Somit ist davon auszugehen, dass Overconfidence- und Optimismus-Effekte in Verbindung mit dem Phänomen der Kontrollillusion suboptimale Transaktionen auf Geldmärkten bedingen.

### **Fazit**

In Analogie zu dem Defizit der Missachtung geltender Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten im Aufgabenbereich des Anlagemanagements ist anzunehmen, dass die dort erörterten Ursachen auch einen unangemessenen Umgang mit liquiden Mitteln auf Geldmärkten hervorrufen.

Die folgende Abbildung fasst die gesamte Erörterung relevanter Rationalitätsdefizite des Intermediationsmanagements und ihre Ursachen abschließend zusammen (vgl. Abbildung 8).



### 3.2.5.1 Gesamtheitliche Betrachtung der Rationalitätsdefizite

Die identifizierten Rationalitätsdefizite der einzelnen Aufgabenbereiche weisen wechselseitige Zusammenhänge auf. Im Aufgabenbereich des Anlagemanagements sind Finanzmanager nicht uneingeschränkt in der Lage, rentable Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren. Da zur Umsetzung von Investitionsvorhaben finanzielle Mittel benötigt werden, ist das Anlagemanagement mit dem Beschaffungsmanagement verknüpft. Für diesen Aufgabenbereich konnte wiederum das grundlegende Defizit herausgearbeitet werden, demzufolge Finanzmanager Maßnahmen der Innenfinanzierung unangemessen gegenüber der Außenfinanzierung bevorzugen. Dies bedeutet, dass in Situationen, in denen die Innenfinanzierungskraft gegeben ist, selbst wenig rentable oder sogar verlustreiche Investitionsvorhaben finanziert und umgesetzt werden. In Situationen stark begrenzter Innenfinanzierungskraft bedeutet dies im Umkehrschluss, dass selbst ein tatsächlich rentables Investitionsvorhaben nicht finanziert und realisiert wird, da Finanzmanager das Potential zur Beschaffung finanzieller Mittel über Maßnahmen der Außenfinanzierung nicht angemessen nutzen (**Zusammenhang 1**).

Das potentielle Unvermögen eines Finanzmanagers zur Identifikation rentabler Investitionsvorhaben lässt sich zum Teil durch Defizite erklären, die den Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements betreffen. So hat die Untersuchung für diesen Aufgabenbereich gezeigt, dass Finanzmanager fehlerhaften Bewertungen zur Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben auch aus dem Grund erliegen, weil sie finanzielle Risiken nicht angemessen in die Bewertung von Investitionsvorhaben einbeziehen oder sogar gänzlich ignorieren (**Zusammenhang 2**).

Die Vernachlässigung oder sogar der Verzicht auf die Berücksichtigung relevanter finanzieller Risiken stellt jedoch für den Aufgabenbereich des Anlagemanagements und auch des Beschaffungsmanagements ein Defizit dar. Auch in diesem Aufgabenbereich wäre unter der Bedingung eines vollständig rational handelnden Finanzmanagers zu fordern, dass gerade Zinsrisiken – oder im Falle einer Kapitalbeschaffung in fremder Währung auch Währungsrisiken – angemessen in ein Entscheidungskalkül zur optimalen Beschaffung finanzieller Mittel einbezogen werden (**Zusammenhang 3**).<sup>891</sup>

---

<sup>891</sup> Entsprechend den Zusammenhängen 2 und 3 stellt bereits eine adäquate Wahrnehmung der Aufgabe des finanziellen Risikomanagements eine Gegenmaßnahme zu den in den Aufgabenbereichen des Anlage- und Beschaffungsmanagements erarbeiteten Defiziten der Über- beziehungsweise Unterinvestition dar, weil darüber die Volatilität der freien Cash Flows verringert wird. Im Einklang dazu steht ein Zitat von STULZ, der insbesondere die Notwendigkeit einer Reduktion der Volatilität des Cash Flows als das vorrangige Ziel im finanziellen Risikomanagement betont: „More volatile cash flow makes significant under- and over-investment more likely and reduces firm value.“ Stulz (1990), S. 4.

Die Vernachlässigung oder sogar der Verzicht auf die Berücksichtigung relevanter finanzieller Risiken ist nicht nur ein eigenständiges Rationalitätsdefizit, sondern auch auf Defizite eines anderen Aufgabenbereichs zurückzuführen. Insbesondere im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements wäre unter Einsatz entsprechender Verfahren eine sinnvolle Bereitstellung und Aufrechnung konzernweiter Risikopositionen zu fordern. Die Analyse des Intermediationsmanagements zeigt jedoch, dass diese Verfahren nur unzureichend oder sogar überhaupt nicht angewendet werden. Umgekehrt wäre auch bei der Gestaltung der Liquiditätsreserve eine angemessene Berücksichtigung finanzieller Risiken durchzuführen (**Zusammenhang 4**).<sup>892</sup>

Des Weiteren sind auch Zusammenhänge zwischen dem Anlage- und Beschaffungsmanagement auf der einen und dem Intermediationsmanagement auf der anderen Seite zu beachten. Eine Anlage in liquiditätsnahen Mitteln und somit eine (weitere) Erhöhung der Liquiditätsreserve sollte keinesfalls erfolgen, wenn sich im Bereich des Anlagemanagements rentablere Investitionsmöglichkeiten bieten (**Zusammenhang 5**).

Schließlich sollten Finanzmanager in Betracht ziehen, dass die Beschaffung finanzieller Mittel auch durch eine Reduktion des Bestands an liquiden Mitteln zu bewerkstelligen ist. Da Finanzmanager im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements jedoch das Defizit aufweisen, diese zu großzügig zu dimensionieren, laufen sie Gefahr, diese Option nicht angemessen in Betracht zu ziehen (**Zusammenhang 6**).

Die folgende Abbildung fasst die herausgearbeiteten Zusammenhänge zwischen den identifizierten Rationalitätsdefiziten zusammen (vgl. Abbildung 9).

---

Das primäre Ziel einer Reduktion der Volatilität der Cash Flows begründet STULZ – wenn auch (nur) im Hinblick auf das eigeninteressierte Handeln – über die Gefahren, die in Zeiten hoher beziehungsweise niedriger Cash Flows auftreten: „The managers value investment because their perquisites increase with investment even when the firm invests in negative net present value (NPV) projects. Consequently, when cash flow is high, they invest in negative NPV projects rather than pay out cash. [...] The informational asymmetry between managers and shareholders leads to inefficient investment when cash flow is low because management cannot credibly convince shareholder that cash flow is insufficient to take advantage of all positive NPV projects.“ Stulz (1990), S. 4.

Vgl. zu den genannten Gefahren auch die insbesondere in Kapitel 3.2.1.2.1.1 und 3.2.2.2.1 behandelten Defizite.

<sup>892</sup> Vgl. Ross, Derek (1997), S. 46-48.



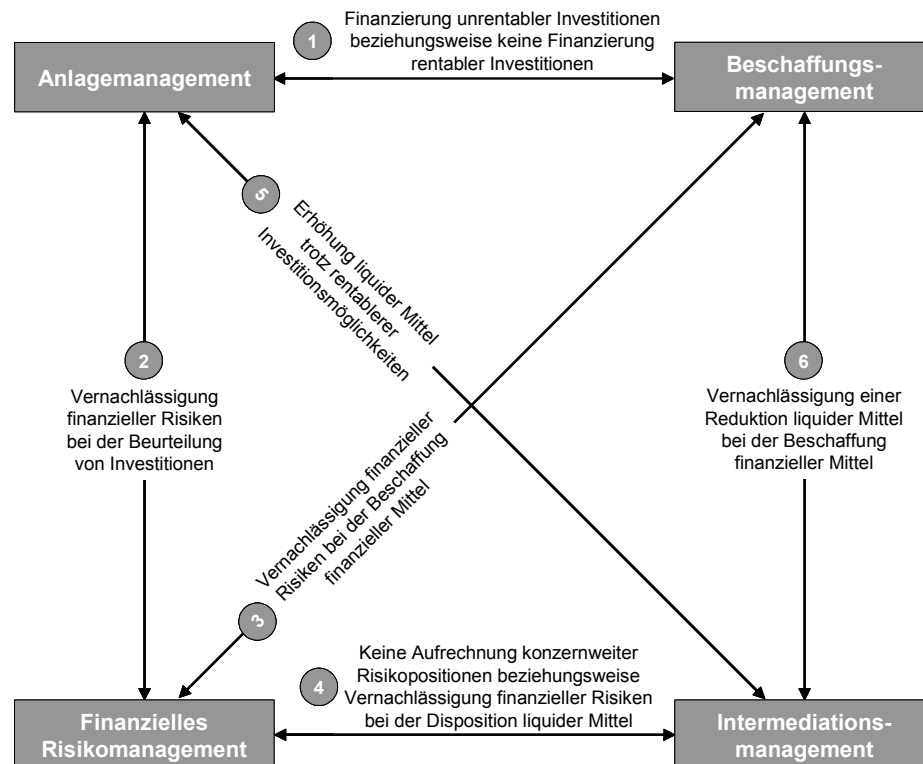


Abbildung 9: Zusammenhänge zwischen den identifizierten Rationalitätsdefiziten der Aufgabenbereiche

Die exemplarische Darstellung der Zusammenhänge zwischen wichtigen Rationalitätsdefiziten des Finanzmanagements verdeutlicht die enge Verknüpfung der von einem Finanzmanager gesamtheitlich wahrzunehmenden Aufgaben. Diese Verknüpfung lässt sich gleichermaßen als Risiko wie auch als Chance begreifen. Als ein Risiko sind die zu berücksichtigenden Zusammenhänge insofern zu interpretieren, als die fehlerhafte Entscheidung innerhalb einer speziellen Teilaufgabe des Finanzmanagements negative Auswirkungen auf die Qualität der in anderen Teilaufgaben zu treffenden Entscheidungen entfaltet. Die relevanten Zusammenhänge lassen sich jedoch auch als Chance auffassen. Gelingt die Reduktion oder auch Vermeidung des Rationalitätsdefizites innerhalb einer Teilaufgabe, so zieht dies aufgrund der geschilderten Zusammenhänge (weitere) positive Effekte auf die Qualität von Entscheidungen anderer Teilaufgaben des Finanzmanagements nach sich.

### 3.2.5.2 Gesamtheitliche Betrachtung der Ursachen

Die Begründung der identifizierten Rationalitätsdefizite hat die Berücksichtigung eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager notwendig gemacht. Alle Ursachemöglichkeiten sind im Hinblick auf die Erklärung der identifizierten Defizite von Relevanz. Hierbei ist festzuhalten, dass eine einzelne Ursache nicht nur ein einzelnes, sondern mehrere Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements begründen kann. In der Konsequenz – und in Analogie zur gesamtheitlichen Betrachtung aus der Perspektive der Defizite – bedeutet dies, dass die Bekämpfung einer einzelnen Ursache nicht nur zu einer Linderung eines einzelnen

Rationalitätsdefizits, sondern potentiell zur Abschwächung einer Vielzahl von Rationalitätsdefiziten beiträgt.

Darüber hinaus ist im Rahmen einer übergreifenden Betrachtung auf relevante Zusammenhänge zwischen den einzelnen Formen von Ursachen hinzuweisen. Demnach stehen nicht nur die identifizierten Rationalitätsdefizite, sondern auch die unterschiedlichen Ursachen in einem Zusammenhang zueinander.

Das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern kann nicht nur unmittelbar, sondern auch mittelbar Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements erklären. Der zwischen den persönlichen Interessen eines Finanzmanagers und seinen kognitiven Beschränkungen bestehende Zusammenhang zeigt sich, wenn die Problemstellung der vorliegenden Untersuchung unter der Berücksichtigung von Lernprozessen aus einer langfristigen Perspektive heraus betrachtet wird. Prinzipiell reduzieren Lernerfolge bestehende kognitive Beschränkungen eines Finanzmanagers. Ein Finanzmanager, der um eine Reduktion des Arbeitsleids bemüht ist, wird jedoch aufwendige Lernprozesse meiden. Ebenso wird ein Finanzmanager nur eine geringe Lernbereitschaft zeigen, wenn er korrespondierend zur Annahme abweichender Zeitpräferenzen auf die Erzielung dieser Lernerfolge nicht angewiesen ist, sondern den Wechsel in eine neue Position oder einen Ausstieg aus dem Unternehmen plant. Eine umfassende Rationalitätssicherung ist somit nur möglich, wenn beide Ursachenkategorien angemessen adressiert werden (**Zusammenhang 1**).<sup>893</sup>

Neben diesem grundlegenden Zusammenhang zwischen der Ursachenkategorie des eigeninteressierten Handelns und der kognitiven Beschränkungen sind auch innerhalb der Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen relevante Zusammenhänge zu beachten.

Zum einen haben die Erweiterungen der resourceful-Annahme zur Folge, dass Finanzmanager in einer Entscheidungssituation das sachlich erforderliche Problembewusstsein gegebenenfalls gänzlich vermissen lassen oder ihr angewandtes Wissen lediglich eine inadäquate Teilsicht auf das jeweils zu lösende Problem widerspiegelt. Da diese Sicht gleichzeitig die Grundlage zur Ableitung von Werturteilen und Wahrscheinlichkeitsurteilen darstellt, resultiert somit schon aus den vorgenommenen Erweiterungen der resourceful-Annahme, dass auch die von Finanzmanagern gebildeten Werturteile (**Zusammenhang 2**) und Wahrscheinlichkeitsurteile (**Zusammenhang 3**) verzerrt und mit Fehlern behaftet sind.

Zum anderen ist ein Zusammenhang zu berücksichtigen, der ebenfalls den Ablauf von Lernprozessen betrifft. Im Rahmen der Erweiterung der resourceful-Annahme des RREEMM-Modells

---

<sup>893</sup> Für eine allgemeine Bestätigung dieses Zusammenhangs vgl. Camerer/Hogarth (1999), sowie detailliert Fußnote 910.

wurde bereits ausgeführt, dass sich die Beschränktheit und Selektivität menschlicher Informationsverarbeitung auch in einer dynamischen Perspektive in Form begrenzter Lernerfolge niederschlägt. Dies hat zur Folge, dass erforderliche Lernprozesse nicht nur ausbleiben, weil Finanzmanager aufgrund eigeninteressierten Handelns die Bereitschaft hierzu vermissen lassen, sondern auch deshalb, weil ihnen die Fähigkeit zur Erzielung umfassender Lernerfolge fehlt. In einer dynamischen Perspektive ergibt sich hieraus, dass selbst im Falle einer Bereitschaft von Finanzmanagern die Reduktion kognitiver Beschränkungen immer nur langfristig und in begrenztem Umfang erfolgen kann (**Zusammenhang 4**).

Abschließend folgt eine grafische Darstellung der herausgearbeiteten Zusammenhänge zwischen den unterschiedlichen Formen der Ursachen für Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement (vgl. Abbildung 10).

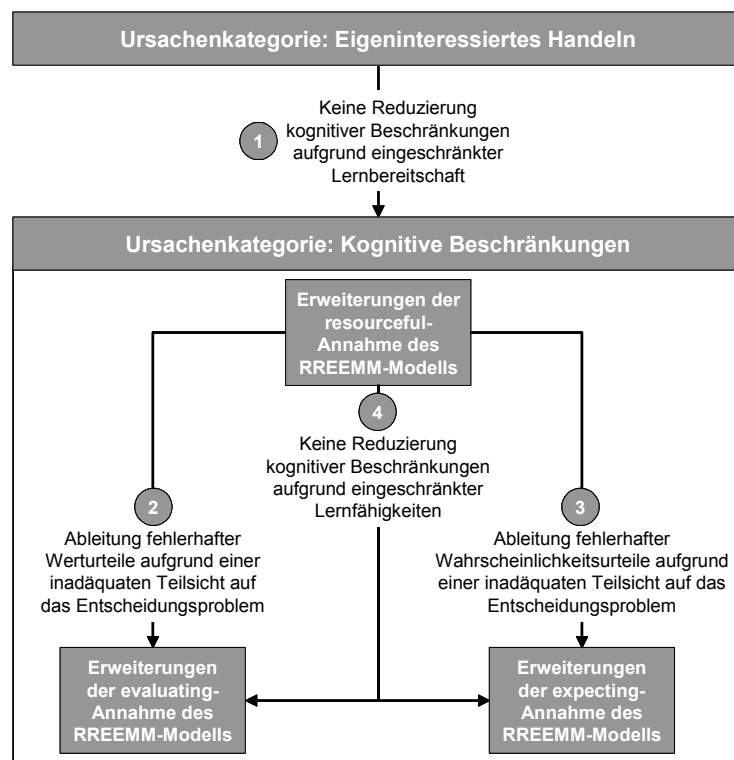


Abbildung 10: Zusammenhänge zwischen den Formen der Ursachen für die identifizierten Rationalitätsdefizite

## 4. Rationalitätssicherung im Finanzmanagement

Die Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement hat deutlich gemacht, dass Finanzmanager die ihnen obliegenden Aufgaben nicht optimal erfüllen wollen oder können. Wird die Aufgabenwahrnehmung der Finanzmanager aus einer externen Perspektive betrachtet, offenbaren sich unterschiedlichste Rationalitätsdefizite in der Praxis des Finanzmanagements, die sich auf der Basis eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager erklären lassen.

Die Funktion des Finanzmanagements ist folglich um eine Funktion zu ergänzen, die einen Beitrag zur Rationalitätssicherung im Finanzmanagement, also zu einer Vermeidung oder zumindest einer Verminderung dieser Defizite leistet. Diese Funktion entspricht dem hier erarbeiteten Verständnis des Finanzcontrollings. Durch das Finanzcontrolling sind explizit Rationalitätsdefizite der Finanzmanager zu adressieren. Auf die relevanten Ursachenkategorien der identifizierten Rationalitätsdefizite bezogen, müssen im Rahmen des Finanzcontrollings das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager durch die Sicherstellung der Verfolgung gemeinsamer Ziele des Unternehmens und durch adäquate Unterstützungsleistungen die kognitiven Beschränkungen der Finanzmanager auf ein Mindestmaß reduziert werden.

Die folgenden Kapitel behandeln die Ausgestaltung eines in dieser Weise verstandenen Finanzcontrollings. Sie umfassen die Darstellung der Ziele (Kapitel 4.1), die Erörterung grundlegender Formen der Rationalitätssicherung (Kapitel 4.2) und die Diskussion der Aufgaben und Instrumente (Kapitel 4.3) des Finanzcontrollings. Während sich die Ausführungen zur Zielsetzung des Finanzcontrollings auf das gesamte Aufgabenspektrum des Finanzmanagements beziehen und somit allgemeine Gültigkeit besitzen, weisen die Aufgaben und Instrumente des Finanzcontrollings einen spezifischen Charakter auf. Die im Rahmen des Finanzcontrollings wahrzunehmenden Aufgaben und einzusetzenden Instrumente werden dementsprechend unter Rückgriff auf die grundlegenden Formen der Rationalitätssicherung separat für die vier Aufgabenbereiche des Finanzmanagements ausgearbeitet.

### 4.1 Zielsetzung des Finanzcontrollings

Die oberste Zielsetzung des Finanzcontrollings besteht in der Rationalitätssicherung des Finanzmanagements.<sup>894</sup> Es muss folglich sicherstellen, dass die von Finanzmanagern gewählten Mittel einen effektiven Beitrag zur Erreichung des Liquiditäts-, Sicherheits- und Rentabilitätszieles des Finanzmanagements leisten und die gewählten Mittel effizient sind, sodass die Zieler-

---

<sup>894</sup> Vgl. Kapitel 2.4, in dem dieses Verständnis abgeleitet wurde, sowie Kapitel 1.2, insbesondere Fußnote 29 für Hinweise zu bisherigen Ansätzen des Finanzcontrollings mit ähnlicher Zielsetzung.

reichung mit einer optimalen oder zumindest hinreichenden Output/Input-Relation sichergestellt wird.<sup>895</sup>

Nicht nur die Funktion des Finanzmanagements, sondern auch die Funktion des Finanzcontrollings muss der Rationalitätsbedingung genügen. Folglich sollten die im Rahmen des Finanzcontrollings umzusetzenden Maßnahmen einen effektiven und effizienten Beitrag zur Rationalitätssicherung leisten. Insbesondere muss der Nutzen einer Rationalitätssicherungsmaßnahme die hierbei entstehenden Sicherungskosten übersteigen. Da dem Handlungsfeld eines Finanzmanagers Unsicherheiten und Wissensdefizite zwangsläufig immanent sind, resultiert daraus, dass die Verfolgung einer absoluten Rationalität im Finanzmanagement weder möglich noch aus Kosten-Nutzen-Überlegungen sinnvoll ist.<sup>896</sup> Das Ziel des Finanzcontrollings besteht somit in einer Verbesserung der Rationalität des Finanzmanagements relativ zum Status Quo, solange diese Verbesserung einen zusätzlichen Nutzen über die anfallenden Sicherungskosten stiftet.<sup>897</sup> Die Sicherstellung eines effektiven und effizienten Finanzmanagements ist das grundlegende Ziel des Finanzcontrollings. Anhand der unterschiedlichen Rationalitätsobjekte kann dieses grundlegende Ziel weiter konkretisiert werden in (1) die Sicherung der Outputrationalität, (2) die Sicherung der Prozessrationalität und (3) die Sicherung der Inputrationalität.<sup>898</sup>

Ein als **Sicherung der Outputrationalität** verstandenes Finanzcontrolling verfolgt das Ziel, die Realisierung der Ziele des Finanzmanagements unter effizientem Mitteleinsatz aus ex post-Sicht zu gewährleisten. Die Sicherung der Outputrationalität entspricht dem Fundamentalziel des Finanzcontrollings.<sup>899</sup> Da die Ziele des Finanzmanagements ihrerseits zur Erreichung der Ziele

---

<sup>895</sup> Zu den Zielen des Finanzmanagements vgl. Kapitel 2.3.1.

Zum Verständnis des Rationalitätsbegriffes vgl. Kapitel 2.1.

<sup>896</sup> BESHAROV demonstriert, dass die Gefahr besteht, vorschnell Maßnahmen zur Reduktion kognitiver Beschränkungen umzusetzen, bei denen die zu tragenden Kosten den tatsächlich erzielten Nutzen übersteigen: „[W]hen correction of biases is costly, full correction will generally not occur. [...] [A]n outside observer must know a great deal about cognitive biases, their effect on decision making, and their cost of correction in order to make statements about whether a particular bias should be corrected.“ Besharov (2004), S. 19.

Aufgrund der Kosten bei der Umsetzung von Maßnahmen zur Reduktion von Rationalitätsdefiziten ist eine möglichst genaue Identifikation tatsächlich relevanter Ursachen anzustreben. Hierdurch sind nur diejenigen Sicherungskosten zu tragen, die auch tatsächlich notwendig sind. Vgl. Wilson/Centerbar/Brekke (2002), S. 191 f.

<sup>897</sup> Mit Bezug auf die Funktion des Preismanagements beziehungsweise Preiscontrollings vgl. Florissen (2005), S. 215.

<sup>898</sup> Zu den drei unterschiedlichen Rationalitätsobjekten vgl. Kapitel 2.2.1.

<sup>899</sup> Das Fundamentalziel der Sicherung einer rationalen Erreichung der Ziele des Finanzmanagements ist bezogen auf den Kontext des gesamten Unternehmens als ein Instrumentalziel des Controllings zu verstehen, das wiederum dem übergeordneten Fundamentalziel der Sicherung einer rationalen Verfolgung der Unternehmenszwecke Rechnung trägt. Zur Unterscheidung von Fundamental- und Instrumentalzielen vgl. Nitzsch (2002), S. 89-91; Eisenführ/Weber (2003), S. 56-60.

des Unternehmens beitragen, besteht das Fundamentalziel des Finanzcontrollings übergeordnet darin, potentiellen Verfehlungen der Ziele des Unternehmens entgegenzuwirken.

Im Rahmen der Diskussion der unterschiedlichen Rationalitätsobjekte wurde bereits darauf hingewiesen, dass die Sicherstellung der Outputrationalität nur gelingen kann, wenn – neben weiteren Bedingungen – insbesondere eine einfache, häufig zu treffende Entscheidungssituation vorliegt, bei der Entscheidungsträger schnelle, häufige und leicht nachvollziehbare Feedbacks zur Qualität der von ihnen getroffenen Entscheidungen erhalten.<sup>900</sup> Aufgrund der hohen Unsicherheiten bei Entscheidungen im Finanzmanagement sind diese Anforderungen allerdings häufig nicht erfüllt, sodass eine Sicherstellung der Outputrationalität des Finanzmanagements oftmals nicht möglich ist.<sup>901</sup>

Hohe Unsicherheiten betreffen im Aufgabenbereich des Anlagemanagements beispielsweise die Entwicklung zukünftiger Cash Flows der unterschiedlichen Investitionsalternativen,<sup>902</sup> im Beschaffungsmanagement die Entwicklung der Zinssätze, im finanziellen Risikomanagement die Entwicklung relevanter Marktpreise und im Intermediationsmanagement die Entwicklung der Liquiditätssituation des Unternehmens. Vor diesem Hintergrund wird ex ante eine eindeutige Identifikation der optimalen Entscheidungsalternative stark erschwert.

In der Konsequenz scheitert die Zielsetzung einer Sicherstellung der Outputrationalität häufig an der mit der Komplexität und Dynamik des Finanzmanagements einhergehenden Unsicherheit, sodass ein Übergang zur Sicherung der Prozessrationalität erforderlich ist. Der Übergang folgt der Erwartung, dass die Wahrscheinlichkeit rationalen Handelns erhöht wird, wenn die zur Erreichung der Ziele des Finanzmanagements ablaufenden Prozesse rational ausgestaltet sind.<sup>903</sup>

Finanzcontrolling im Sinne einer **Sicherung der Prozessrationalität** verfolgt das Ziel, eine effektive und effiziente Transformation der Einsatzfaktoren des Finanzmanagements unter Beachtung formaler Kriterien zu gewährleisten oder anders formuliert, dass Finanzmanager die

---

<sup>900</sup> Vgl. detailliert Denzau/North (1994), S. 6-13.

<sup>901</sup> Im Einklang hierzu plädieren RUSSO und SCHOEMAKER angesichts der hohen Dynamik und Komplexität vieler unternehmerischer Entscheidungen für eine verstärkte Fokussierung auf die Input- und Prozessrationalität: „Your best hope for a good *outcome* is a good *decision process* followed by good *implementation*.“ [Hervorhebungen im Original], Russo/Schoemaker (2002), S. 5. Vgl. auch Keren (1990), S. 539; Power (1997), S. 59.

<sup>902</sup> Vgl. Adam (2000), S. 1-3; Schmalen (2002), S. 580.

<sup>903</sup> Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 51.

Es sei daran erinnert, dass Defizite im Sinne der Outputrationalität nicht zwangsläufig auf Defizite der Prozessrationalität zurückgeführt werden können. Umgekehrt schlagen sich aber Defizite der Prozessrationalität zwangsläufig in Defiziten der Outputrationalität nieder. Vgl. Weber/Schäffer/Langenbach (2001), S. 53; Weber (2004), S. 55-59, sowie Kapitel 2.2.1.

Verfahren zur Beurteilung der einzelnen Entscheidungsalternativen richtig anwenden.<sup>904</sup> Eine richtige Anwendung umfasst sowohl die Anforderung, dass alle Informationen vorliegen, die das jeweilige Verfahren voraussetzt, als auch, dass diese Informationen im Rahmen der Anwendung des jeweiligen Verfahrens richtig verarbeitet werden. Für die vier Aufgabenbereiche des Finanzmanagements leiten sich hieraus spezifische Zielsetzungen ab.

- Im Aufgabenbereich des Anlagemanagements hat das Finanzcontrolling dafür Sorge zu tragen, dass Finanzmanager das eingesetzte Verfahren zur Identifikation rentabler Investitionsvorhaben richtig anwenden.
- Im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements ist durch das Finanzcontrolling zu gewährleisten, dass Finanzmanager Verfahren zur Bewertung der unterschiedlichen Finanzierungsalternativen angemessen einsetzen.
- Im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements soll das Finanzcontrolling darauf hinwirken, dass Finanzmanager Verfahren zur Erfassung und Bewertung sowie zur Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken adäquat nutzen.
- Im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements ist schließlich durch das Finanzcontrolling sicherzustellen, dass Verfahren zur konzernweiten Gestaltung des Zahlungsverkehrs und zur Anlage und Aufnahme liquider Mittel zielgerecht zur Anwendung kommen.

Da zwischen den vier Aufgabenbereichen des Finanzmanagements relevante Zusammenhänge bestehen, erstreckt sich das Ziel einer Sicherung der Prozessrationalität auch auf die Abstimmung der einzelnen Aufgaben untereinander.<sup>905</sup> Das Finanzcontrolling muss folglich für einen sachgerechten Einsatz der relevanten Verfahren sorgen und eine prozessrationale Abstimmung der vier Aufgabenbereiche gewährleisten.

Wenn die Komplexität und Dynamik und damit die Unsicherheit bei einer Entscheidung des Finanzmanagements derart hoch ist, dass selbst eine Sicherung der Prozessrationalität nicht erreicht werden kann, muss ein Übergang zur Sicherung der Inputrationalität erfolgen.<sup>906</sup>

---

<sup>904</sup> Die beschriebene Zielsetzung des Finanzcontrollings im Sinne einer Sicherung der Prozessrationalität weist Ähnlichkeiten zu dem von BUSSE vertretenen Verständnis des Finanzcontrollings auf. BUSSE führt aus, dass das Finanzcontrolling den Gestaltungsrahmen für die Prozesse, die Denkweisen und den Arbeitsstil des Finanzmanagements zu setzen habe. Vgl. Busse (2003), S. 844.

<sup>905</sup> Vgl. Kapitel 3.2.5.1.

<sup>906</sup> Analog zu Fußnote 903 und den dort angegebenen Quellen ist darauf hinzuweisen, dass die Sicherung der Inputrationalität eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für die Prozessrationalität darstellt.

Bei der Zielsetzung des Finanzcontrollings im Sinne einer *Sicherung der Inputrationalität* muss dieses erfolgreich darauf einwirken, dass Finanzmanager adäquate Einsatzfaktoren zur Entscheidungsfundierung heranziehen. Erstens setzt die Erreichung dieses Zieles voraus, dass Finanzmanager alle in der jeweiligen Entscheidungssituation relevanten und generierbaren Informationen berücksichtigen.<sup>907</sup> Zweitens bedingt dieses Ziel des Finanzcontrollings die Forderung, dass Finanzmanager das in der jeweiligen Entscheidungssituation angemessene Verfahren einsetzen. Durch kritisches Hinterfragen der Anwendungsprämissen soll dies das Finanzcontrolling gewährleisten. Drittens ist durch das Finanzcontrolling sicherzustellen, dass Finanzmanager die zum fehlerfreien Einsatz des Verfahrens erforderliche Sachkenntnis besitzen. Schließlich bedeutet die Sicherung der Inputrationalität viertens, dass das Finanzcontrolling gewissenhaft überprüft, ob das vom Finanzmanager eingesetzte Verfahren einen hinreichenden Schutz vor der Verfolgung opportunistischer Absichten der Finanzmanager bietet.

Darüber hinausgehend muss das Finanzcontrolling dafür sorgen, dass die Rahmenbedingungen des Finanzmanagements eine reibungslose Koordination der einzelnen Teilaufgaben ermöglichen und die Anreizverträge des Finanzmanagements so ausgestaltet sind, dass die Erreichung der Ziele des Finanzmanagements befördert wird und die gegebenen Anreize allen Handlungen entgegenwirken, die potentiell im Konflikt zu Zielen des Unternehmens stehen.<sup>908</sup>

Die folgende Ableitung von Aufgaben und Instrumenten zur Rationalitätssicherung im Finanzmanagement basiert auf dem gerade erarbeiteten Verständnis. Demzufolge liegt die Zielsetzung eines wirkungsvollen Finanzcontrollings vornehmlich in einer Sicherung der Input- und/oder Prozessrationalität des Finanzmanagements begründet.

## 4.2 Grundlegende Formen der Rationalitätssicherung

Die Ausgangsbasis zur Ableitung einer adäquaten Rationalitätssicherung im Finanzmanagement ergibt sich aus der in Kapitel 3.2 erarbeiteten Identifikation und Begründung relevanter Rationa-

---

<sup>907</sup> Diese Facette der Zielsetzung des Finanzcontrollings betont insbesondere ERTL. Seinen Ausführungen nach muss das Finanzcontrolling das Finanzmanagement mit all jenen Informationen versorgen, die diese benötigen, um eine effiziente Steuerung und Verwendung der finanziellen Mittel des Unternehmens realisieren zu können. Darüber hinaus müsse das Finanzcontrolling stets die Aktivitäten des Finanzmanagements kritisch überprüfen. Vgl. Ertl (2000), S. 567 f.

Neben ERTL betonen auch andere Autoren das im Finanzcontrolling zu erreichende Ziel einer angemessenen Informationsversorgung des Finanzmanagements. Vgl. Lücke (1991), S. 22 f. und 90; Marx (1993), S. 85 f.; Bösl (1997a), S. 117; Gentner (1997), S. 3-6; Hoefener (2000), S. 32; Mensch (2001), S. 19 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 531 f.; Busse (2003), S. 840 f.; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 15; Horváth/Reichmann (2003), S. 236; Nüchter (2003), S. 854 f.; Zantow (2004), S. 373.

<sup>908</sup> Auch KUHNERT, PFAFF und GILLENKIRCH verstehen die angemessene Ausgestaltung von Anreizverträgen im Finanzmanagement als Bestandteil der Aufgaben des Finanzcontrollings. Vgl. Kuhnert (2000), S. 251 f.; Pfaff (2001), Sp. 731 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 531-533.



litätsdefizite. Demnach sind Maßnahmen auszuarbeiten, mit denen sowohl das eigeninteressierte Handeln als auch die kognitiven Beschränkungen der Finanzmanager bekämpft werden können, um insbesondere einen wirkungsvollen Beitrag zur Sicherung der Input- und/oder Prozessrationalität im Finanzmanagement zu leisten.

Die Unterscheidung der beiden Ursachenkategorien ist folglich nicht nur bei der Identifikation und Begründung, sondern auch bei der Adressierung der Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement ein wesentliches Differenzierungskriterium. Die Differenzierung ist notwendig, da eine wirkungsvolle Bekämpfung beider Ursachenkategorien nur gewährleistet werden kann, wenn grundsätzlich unterschiedliche Maßnahmen umgesetzt werden. Allgemein fasst SHEFRIN die relevanten Unterschiede wie folgt zusammen: „[B]ehavioral costs are the result of managers’ mistakes, not the result of managers having different interests from investors. The distinction is important in that the two sources of cost typically require very different remedies. Remedies for agency conflicts tend to emphasize the manipulation of incentives. Remedies for behavioral pitfalls tend to emphasize training and process.“<sup>909</sup> und „It is a mistake to believe that monetary incentives alone can mitigate behavioral bias [kognitive Beschränkungen, R. M.]“<sup>910</sup>

---

<sup>909</sup> Shefrin (2007), S. 3. Vgl. ähnlich Weber et al. (2003), S. 10 f.

<sup>910</sup> Shefrin (2007), S. 50.

Der Zusammenhang zwischen dem eigeninteressierten Handeln und kognitiven Beschränkungen wird in der Literatur zum Teil kontrovers diskutiert.

Einerseits unterstützen einige empirische Studien die plausible Annahme, dass die in Experimenten ermittelten kognitiven Beschränkungen in umso größerem Ausmaß in Erscheinung treten, je niedriger der Anreiz eines Entscheidungsträgers ist, die jeweilige Aufgabe bestmöglich zu bewältigen. Vgl. Petty/Cacioppo (1984); Harkness/DeBono/Borgida (1985); Stone/Ziebart (1995). Auf die Bedeutung dieses Zusammenhanges im Hinblick auf Lernprozesse wurde bereits hingewiesen. Vgl. Kapitel 3.2.5.2.

Andererseits ist es jedoch – gemäß der Argumentation von LARRICK – nicht möglich, diese allein motivational zu überwinden: „[T]here are two reasons why individuals are not able to debias themselves. First, they will often not realize when they have used a poor decision process – feedback on their decision outcome may be delayed, or the causal determinants of the outcome may be ambiguous, making both the existence and source of error difficult to identify. Second, the tendency to use decision outcomes to evaluate decision processes can lead to faulty conclusions in decisions made under uncertainty. These conclusions may be distorted further by self-serving attributions of ability that lead decision makers to attribute good outcomes to skill and poor outcomes to situational factors.“ Larrick (2004), S. 318. Für eine detaillierte Darstellung weiterer Argumente vgl. Larrick (2004), S. 321-323. Vgl. ähnlich Arkes (1991), S. 493 und 495.

Den weiteren Ausführungen liegt ein Verständnis zugrunde, das beide Sichtweisen vereint. Demnach ist im Sinne der Zitate von SHEFRIN und LARRICK davon auszugehen, dass auf der Basis einer Anreizgestaltung kognitive Beschränkungen nicht beseitigt werden können. Eine lückenhafte, fehlerhafte Incentivierung kann jedoch arbeitsscheues Verhalten und/oder abweichende Zeitpräferenzen hervorrufen, wodurch die Gefahr des Wirksamwerdens kognitiver Beschränkungen noch verschärft wird – ein Zusammenhang, der sowohl von CAMERER und HOGARTH als auch von LARRICK bestätigt wird (vgl. Camerer/Hogarth (1999); Larrick (2004), S. 322) und der darüber hinaus den Ausführungen in Kapitel 3.2.5.2 entspricht. Für ein Prozessmodell zur Beseitigung kognitiver Beschränkungen, in welchem ein ähnliches Verständnis zum Ausdruck kommt, vgl. darüber hinaus Wilson/Centerbar/Brekke (2002), S. 185-187. Vgl. ähnlich Jost (2000), S. 604 und 607.

Die sich anbietenden Maßnahmen, um einerseits eigeninteressiertes Handeln und andererseits kognitive Beschränkungen der Finanzmanager zu reduzieren, werden im Folgenden allgemein erörtert und dann in Kapitel 4.3 auf die spezifischen Defizite der vier Aufgabenbereiche des Finanzmanagements übertragen.

Neben der Differenzierung der beiden relevanten Ursachenkategorien existiert noch eine weitere Unterscheidung, die das Verständnis dieser Ausführungen erhöhen soll. Maßnahmen der Rationalitätssicherung können mit Bezug auf die zeitliche Dimension in proaktive und reaktive Maßnahmen eingeteilt werden.<sup>911</sup> Proaktive Maßnahmen des Finanzcontrollings wirken ex ante der Entstehung von Rationalitätsdefiziten entgegen. Mit der Umsetzung dieser Maßnahmen trägt das Finanzcontrolling dazu bei, dass Rationalitätsdefizite der Finanzmanager bereits im Vorfeld des Auftretens vermieden oder zumindest reduziert werden. Im Unterschied dazu zielen reaktive Maßnahmen darauf ab, Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement ex post – möglichst frühzeitig – zu identifizieren und zu lindern. Jedoch muss für die Umsetzung reaktiver Maßnahmen der Rationalitätsgrad im Rahmen von Kontrollen beurteilbar sein. Deshalb sollte durch den Einsatz geeigneter Vorgaben und Kennzahlen die Beurteilbarkeit gefördert werden, auch wenn die bestehenden Unsicherheiten des Finanzmanagements häufig nur eine Beurteilung der Input- und/oder Prozessrationalität erlauben.<sup>912</sup>

Die Möglichkeiten, das im Rahmen einer reaktiven Maßnahme identifizierte Defizit einer bestimmten Ursache zuzuordnen, sind gleichfalls begrenzt. Die Erörterung der Rationalitätsdefizite hat gezeigt, dass in der Regel sowohl die Kategorie eigeninteressierten Handelns als auch kognitiver Beschränkungen die identifizierten Defizite zu erklären vermag. Da sich ex post in der Regel nicht nachweisen lässt, ob das eingetretene Defizit absichtlich vom Finanzmanager herbeigeführt wurde, ist schon die Möglichkeit einer Zuordnung zur relevanten Ursachenkategorie stark eingeschränkt. Eine begrenzte Abhilfe schafft die Beantwortung der Frage, in welchem Verhältnis der eingetretene Schaden zu dem persönlichen Vorteil steht, den sich der Finanzmanager – möglicherweise absichtlich – verschafft hat. Ist der Schaden für das Unternehmen groß, der persönliche Vorteil des Finanzmanagers – gedacht den Fall, dass das Defizit nicht identifiziert worden wäre – jedoch klein, dann ist zumindest die Annahme eigeninteressierten Handelns wenig plausibel. Eine auf vagen Vermutungen basierende Sanktionierung ist allerdings konsequent zu vermeiden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das Finanzcontrolling unterschiedliche Maßnahmen sowohl zur Vermeidung und Reduktion eigeninteressierten Handelns als auch kognitiver Be-

---

<sup>911</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 39.

<sup>912</sup> Zur Notwendigkeit einer verstärkten Prozesskontrolle vgl. Fußnote 901.

schränkungen umsetzen sollte. Für eine möglichst zielorientierte Ursachenbekämpfung sollte das Finanzcontrolling zudem den Versuch einer Identifikation relevanter Ursachen stets nach Kräften fördern, auch wenn häufig damit zu rechnen ist, dass ohne genaue Kenntnis konkreter wirksamer Rationalitätsdefizite eine Umsetzung breiter angelegter Maßnahmen erfolgen muss. Eine Orientierung zur Umsetzung breiter angelegter Maßnahmen bildet die in Kapitel 3.2 erarbeitete Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten.

#### 4.2.1 Rationalitätssicherung durch die Adressierung eigeninteressierten Handelns

Um das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern zu begrenzen, kann das Finanzcontrolling zwei grundlegende Maßnahmen anregen und umsetzen: (1) die Gestaltung von Anreizen, durch die eine Annäherung von Zielen der Finanzmanager an die gemeinsamen Ziele des Unternehmens erreicht wird und (2) die Durchführung von Kontrollen, die auf eine Verkleinerung der Handlungsspielräume abzielen, die sich Finanzmanagern bieten.<sup>913</sup>

##### *Angemessene Anreizgestaltung*

Die Förderung einer angemessenen Anreizgestaltung von Finanzmanagern ist als eine Maßnahme des Finanzcontrollings zu verstehen, die proaktiv einen Beitrag zur Rationalitätssicherung im Finanzmanagement leisten kann.<sup>914</sup> Demnach sind Finanzmanagern sowohl immaterielle Anreize – beispielsweise in Form von Lob, Kompetenzerweiterungen oder Teilnahmen an Weiterentwicklungsprogrammen – wie auch materielle Anreize – beispielsweise in finanzieller Form durch Gehälter und Bonuszahlungen oder auch in nicht-finanzieller Form durch einen Dienstwagen oder bezahlte Urlaubstage – zu gewähren, die möglichst kompatibel zur Erreichung der gemeinsamen Ziele des Unternehmens sind (Anreizkompatibilität).<sup>915</sup> Die Gewährung von

---

<sup>913</sup> Vgl. Brealey/Myers/Allen (2006), S. 305 oder Breid (1995), S. 826 und die dort angegebene Literatur. Zur Diskussion der Frage nach einer adäquaten Mitarbeitermotivation, die diesen beiden Aspekten zugrunde liegt, vgl. detailliert und stellvertretend für viele Jost (2000), S. 449-541. Dieses Detailniveau soll und kann in der vorliegenden Untersuchung nicht aufgearbeitet werden. Durch die Fokussierung auf die Anreizgestaltung und die Kontrolle werden somit zwei wichtige Aspekte, jedoch nicht alle existierenden Aspekte – wie beispielsweise die Entwicklung einer loyalitätsfördernden Unternehmenskultur (vgl. grundlegend Peters/Waterman (1982)) – berücksichtigt.

<sup>914</sup> Auch GILLENKIRCH weist explizit darauf hin, dass das Finanzcontrolling die Aufgabe hat, zu einer angemessenen Anreizgestaltung von Finanzmanagern beizutragen. Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 533 f. und 536 f.

<sup>915</sup> Für eine detailliertere Diskussion unterschiedlicher Anreizformen vgl. Becker (1990), S. 165-169; Wälchli (1995), S. 26-29; Winter (1996), S. 15; Bosse (2000), S. 233 f.; Jost (2000), S. 463 f.

Alle genannten Anreizformen können sich motivations- und loyalitätsfördernd auf die Handlungen von Finanzmanagern auswirken. Die größte Aufmerksamkeit wird jedoch regelmäßig den finanziellen Anreizen beigemessen, die in den folgenden Ausführungen fokussiert betrachtet werden, während für die restlichen Anreizformen eine übergreifende Wirkung angenommen wird. Für eine kritische Diskussion der Möglichkeiten und Grenzen der erfolgsabhängigen Entlohnung vgl. detailliert Sliwka (2003).

Anreizen setzt voraus, dass Bemessungsgrundlagen<sup>916</sup> zur Erreichung gemeinsamer Ziele des Finanzmanagements bestimmt werden und Finanzmanager in einer angemessenen Höhe und Form am Erfolg der Erreichung dieser Ziele beteiligt werden.<sup>917</sup> Durch die Förderung der Anreizkompatibilität werden Handlungen belohnt, die im Einklang mit gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen.<sup>918</sup>

### ***Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums***

Neben einer Förderung der Anreizkompatibilität lässt sich das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager grundsätzlich reduzieren, indem die Aufgabenträger des Finanzcontrollings in die Entscheidungsprozesse des Finanzmanagements eingebunden werden. Hierbei bewirkt speziell die Durchführung einer angemessenen Kontrolle des Finanzmanagements, dass sich die einem einzelnen Finanzmanager bietenden Handlungsspielräume zur Verfolgung persönlicher Ziele verkleinern.<sup>919</sup> Die Wahrnehmung von Kontrollaufgaben wirkt sich nicht nur ex post,

---

<sup>916</sup> Bemessungsgrundlagen müssen bestimmte Anforderungen erfüllen. Sie sollten in der Umsetzung möglichst kostengünstig sein, eine zeitnahe, zuverlässige und transparente Messung erlauben und darüber hinaus vom Management beeinflussbar, aber nicht manipulierbar sein. Vgl. Heitzer/Klose/Steiner (2000), S. 347.

Folgende Klassen von Bemessungsgrundlagen können unterschieden werden: Buchhaltungskennzahlen (beispielsweise Gewinn, Cash Flow, Return on Investment, Return on Assets oder Umsatz), Marktindizes (beispielsweise der absolute Marktwert oder der Marktwert im Vergleich zu Konkurrenten), ökonomische Werte (beispielsweise der Ertrags- oder Kapitalwert), strategische Erfolgsfaktoren (beispielsweise Marktanteil, Produktqualität oder Innovationsrate) sowie Verhaltensindikatoren (beispielsweise der Führungsstil, die Sorgfalt oder auch die Kooperationsbereitschaft) und schließlich Mischformen der genannten Klassen. Vgl. Winter (1996), S. 109.

<sup>917</sup> Vgl. ohne Bezug zum Finanzmanagement Gillenkirch (1997), S. 243; Thamm/Gillenkirch (2006), S. 445.

Mit speziellem Bezug zum Finanzmanagement konstatiert ROSS, dass in der Praxis noch ein großer Nachholbedarf hinsichtlich der Erfolgsbestimmung bestehe: „Performance measurement for the treasury function is a difficult and under-developed area – but it is essential if the achievement of management’s objectives is to be properly monitored.“ Ross (1994b), S. 126.

An dieser Stelle ist auf einen relevanten Zusammenhang zwischen eigeninteressiertem Handeln und kognitiven Beschränkungen hinzuweisen. Da eine hohe Entlohnung sich einerseits zwar motivationsfördernd auswirkt, andererseits jedoch das Ausmaß an Overconfidence-Effekten vergrößern kann, sollte die Entlohnung nach Möglichkeit nur den tatsächlichen Erfolgsbeitrag eines Managers belohnen, nicht jedoch Erfolge, die aufgrund glücklicher Umstände eingetreten sind. Vgl. Paredes (2005), S. 678 f.

<sup>918</sup> Da das Ausbleiben dieser Belohnung bereits als Sanktion zu verstehen ist, kann in der Regel auf die explizite Ausarbeitung von Sanktionen verzichtet werden. Wie noch zu zeigen ist, existieren jedoch auch Ausnahmen von dieser Regel, bei denen eine explizite Festlegung von Sanktionen geboten erscheint.

<sup>919</sup> Vgl. allgemein Weber et al. (2003), S. 13.

Neben der Dokumentation und der Erhöhung des Handlungspotentials dienen Kontrollen insbesondere der Verhaltensbeeinflussung. Vgl. Weber/Schäffer (2002), S. 8; Weber/Schäffer (2006), S. 233.

Die Notwendigkeit einer angemessenen Kontrolle des Finanzmanagements durch das Finanzcontrolling ist nicht nur ein Ergebnis der vorliegenden Arbeit, sondern wird auch von anderen Autoren allgemein hervorgehoben. Vgl. Lücke (1991), S. 22-24; Ertl (2000), S. 568; Hoefener (2000), S. 32; Mensch (2001), S. 19 f.; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 15; Reichmann (2006), S. 284 f.

Allgemein zur hohen Bedeutung einer unternehmensinternen Kontrolle des Finanzmanagements durch Dritte vgl. darüber hinaus Ross (1990), S. 114 f.; Ross (1991), S. 95 f.

sondern auch ex ante rationalitätssichernd auf die von Finanzmanagern getroffenen Entscheidungen aus<sup>920</sup> und ist insofern nicht als eine rein reaktive, sondern als eine Mischung aus proaktiver und reaktiver Maßnahme zu verstehen. Im Rahmen von Kontrollen können Aufgabenträger des Finanzcontrollings die von Finanzmanagern verfolgten Ziele kritisch hinterfragen, um das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager möglichst frühzeitig aufzudecken und zu begrenzen.<sup>921</sup> Die Effektivität der Kontrolle steigt mit zunehmender Akzeptanz und zunehmendem Einfluss der Aufgabenträger der Rationalitätssicherung.<sup>922</sup>

#### 4.2.2 Rationalitätssicherung durch die Adressierung kognitiver Beschränkungen

Entsprechend der einleitenden Ausführungen setzt eine Adressierung kognitiver Beschränkungen grundsätzlich andere Maßnahmen voraus als eine Bekämpfung eigeninteressierten Handelns. Bezüglich der konkreten Ausgestaltung von Maßnahmen zur Reduktion kognitiver Beschränkungen besteht jedoch ein großer Forschungsbedarf, sodass (bereits) deren Strukturierung eine große Herausforderung darstellt.<sup>923</sup> Innerhalb der überschaubaren Anzahl relevanter Publikationen existieren somit nur erste Ansätze, die den Versuch einer Strukturierung erlauben:

- Zunächst recht grob lassen sich in Anlehnung an WICKENS und HOLLANDS zwei Maßnahmen differenzieren. Zum einen werden kognitive Beschränkungen reduziert, indem Entscheidungsträgern explizit deren Wirkungsweise im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen vermittelt wird. Zum anderen werden kognitive Fähigkeiten der Entscheidungsträger aber auch implizit gestärkt, indem die gesamte Entscheidungsfindung in einer Art und Weise gestaltet wird, die das Ausmaß der Virulenz kognitiver Beschränkungen begrenzt.<sup>924</sup>

---

<sup>920</sup> Vgl. Schäffer (2002), S. 90; Schäffer/Weber (2003), S. 4 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 233; Weber et al. (2006), S. 10.

<sup>921</sup> „Opportunismus von Akteuren ist die in weiten Teilen der ökonomischen Literatur dominante Verhaltensannahme und Kontrollmotivation, auch wenn dies wohl eine verengte Sicht des realen Verhaltens darstellt.“ Schäffer (2002), S. 88.

Wie noch auszuführen sein wird, erlauben Kontrollen gleichfalls eine Reduktion kognitiver Beschränkungen.

<sup>922</sup> Vgl. Langenbach (2001), S. 107.

Bei der Einbindung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings in Entscheidungen der Finanzmanager ist einerseits zu berücksichtigen, dass deren Interaktion groß genug ist, um eine wirkungsvolle Einflussnahme erzielen zu können. Andererseits gilt es jedoch, die Unabhängigkeit, kritische Distanz und Objektivität zwischen beiden Gruppen zu wahren. In Bezug auf das Controlling vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 459-462.

<sup>923</sup> „Research on debiasing [Adressierung kognitiver Beschränkungen, R. M.] tends to be overshadowed by research demonstrating biases: It is more newsworthy to show that something is broken than to show how to fix it.“ Larrick (2004), S. 334.

<sup>924</sup> Vgl. Wickens/Hollands (2000), S. 326 und 329.

Im Kontext allgemeiner Möglichkeiten der Verhaltensbeeinflussung vgl. ähnlich Reitz (1977), S. 552 und 556.

- Die von JOST dargestellten Möglichkeiten der Reduktion kognitiver Beschränkungen lassen sich heranziehen, um den letztgenannten Aspekt zur optimierenden Gestaltung der Entscheidungsfindung zu konkretisieren. So werden in Anlehnung an JOST rationale Entscheidungen befördert, indem standardisierte Regeln der Entscheidungsfindung formuliert und vorgegeben werden, eine fortwährende Kommunikation mit Dritten stattfindet sowie (regelmäßig) transparente Feedbacks erteilt werden, die im Rahmen von Kontrollen generiert werden können.<sup>925</sup>
- Weiteres Potential für eine noch konkretere Strukturierung bietet schließlich die Maßnahme hinsichtlich der Kommunikation mit Dritten. Demnach betonen insbesondere RUSSO und SCHOEMAKER – wie im weiteren zu zeigen sein wird, aber auch einige andere Autoren –, dass die Virulenz kognitiver Beschränkungen sowohl durch die Einbindung externer Informationen in die Entscheidungsfindung als auch die Durchführung eines strukturierten Konflikts mit Dritten reduziert wird.<sup>926</sup>

Zusammenfassend lassen sich somit die folgenden grundlegenden Maßnahmen differenzieren, die von den Aufgabenträgern des Finanzcontrollings initiiert und/oder durchgeführt werden sollten: (1) das Finanzcontrolling kann Finanzmanagern Wissen im Rahmen von Trainings und Schulungen vermitteln, (2) Vorgaben zum Input und zum Ablauf von Entscheidungsprozessen treffen, (3) gezielt Informationen bereitstellen, die im Hinblick auf bestehende kognitive Beschränkungen kritisch sind, (4) das Finanzmanagement im Rahmen eines strukturierten Konflikts herausfordernd unterstützen und (5) die Einhaltung der getroffenen Vorgaben zum Input und Ablauf der jeweiligen Entscheidungsprozesse sowie das aus dem jeweiligen Entscheidungsprozess resultierende Ergebnis kontrollieren, um kognitive Beschränkungen offenzulegen.

### ***Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen***

Eine wirkungsvolle Wissensvermittlung besteht darin, Entscheidungsträger sowohl parallel zu den täglichen Arbeitsabläufen als auch losgelöst von diesen kontinuierlich zu trainieren und zu schulen. Die Wissensvermittlung ist eine proaktive Maßnahme, die das Ausmaß kognitiver Beschränkungen bereits im Vorfeld einer konkreten Entscheidung reduzieren kann.<sup>927</sup> PAREDES

---

<sup>925</sup> Vgl. Jost (2000), S. 604-607. Neben den genannten Maßnahmen der Rationalitätssicherung nennt JOST noch die angemessene Anreizgestaltung. Diese wurde jedoch schon im letzten Abschnitt erörtert. Vgl. Kapitel 4.2.1.

<sup>926</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (2002), S. 6, 42 f., 61, 88 f., 110 f., 173 f. und 229-233.

<sup>927</sup> Mit speziellem Bezug zum Finanzcontrolling betonen unterschiedliche Autoren die hohe Bedeutung der Aufgabe, das Finanzmanagement mit relevantem Methoden- und Faktenwissen zu versorgen. Vgl. Liessmann (1997), S. 21; Pfaff (2001), Sp. 731; Horváth/Reichmann (2003), S. 236.

Zur allgemeinen Notwendigkeit einer Stärkung kognitiver Kompetenzen von Führungskräften im Rahmen von Schulungen vgl. Rosenstiel (1993a), S. 62.

urteilt: „Making managers aware of their cognitive tendencies and how they process and interpret information (that is, teaching executives how they deviate from perfect rationality) can mitigate cognitive bias.“<sup>928</sup> Ergänzend zum Schaffen eines Bewusstseins über die Existenz kognitiver Beschränkungen unterstreicht LARRICK die Notwendigkeit, auch Fähigkeiten zu vermitteln, wie Entscheidungsträger mit kognitiven Beschränkungen umzugehen haben: „Without accompanying recognition skills and decision tools, it is unlikely that ‚awareness‘ alone would be sufficient.“<sup>929</sup>

Ein umfangreiches Forschungsprogramm zu Trainings und Schulungen bestätigt die positiven Effekte, die hierdurch im Entscheidungsverhalten erzielt werden. Empirisch nachgewiesen ist, dass eine adäquate Vermittlung betriebswirtschaftlicher oder auch statistischer Prinzipien bewirkt, dass Entscheidungsträger diese Prinzipien im Rahmen unterschiedlichster Problemstellungen auch tatsächlich anwenden. Ein wichtiger Erfolgsfaktor dieser Maßnahmen besteht darin, grundlegende Prinzipien nicht nur abstrakt, sondern anhand unterschiedlicher Beispiele zu vermitteln und zu illustrieren.<sup>930</sup> Zusammenfassend ist entsprechend ARKES festzuhalten, dass Trainings und Schulungen das Treffen rationaler Entscheidungen unterstützen, besonders, wenn

<sup>928</sup> Paredes (2005), S. 739. Vgl. ähnlich Kleinmutz (2000), S. 687; Belsky (2001), S. 193; Nitzsch (2002), S. 100; Russo/Schoemaker (2002), S. 30 und 99 f., oder auch Jost (2000), S. 603 und die dort angegebene Literatur.

<sup>929</sup> Larrick (2004), S. 326. Vgl. ähnlich Wegener/Petty (2001), S. 379 f.

<sup>930</sup> Für eine allgemeine Bestätigung der positiven Effekte von Trainings und Schulungen bezüglich der Reduktion kognitiver Beschränkungen vgl. Fong/Krantz/Nisbett (1986); Lehman/Nisbett (1990); Fong/Nisbett (1991). Neben den gerade genannten allgemeinen Bestätigungen existieren auch Studien, in denen die Wirksamkeit gezielt im Hinblick auf einzelne kognitive Beschränkungen nachgewiesen wird.

Demnach präsentieren EPLEY und GILOVICH die Ergebnisse zweier Experimente, in denen speziell die Adressierung der Verankerungs- und Anpassungsheuristik untersucht wird. Die Autoren zeigen, dass Entscheidungsträger, denen diese Heuristik erklärt wird und die explizit vor ihren Gefahren gewarnt werden, die Verankerungs- und Anpassungsheuristik seltener anwenden, sofern der betreffende Anker von der entscheidenden Person selbst gesetzt wurde. Ist er jedoch von Dritten vorgegeben, so kann auch ein intensiveres Nachdenken oder die Warnung vor dieser Heuristik die negativen Konsequenzen nicht reduzieren. Vgl. Epley/Gilovich (2005), S. 207.

LARRICK, MORGAN und NISBETT weisen experimentell nach, dass Wissensvermittlungen zur Identifikation und Vermeidung des Sunk Cost-Effekts Entscheidungsträger dazu bewegt, diese irrelevanten Kosten bei Entscheidungen über die Fortführung eines Projekts zu vernachlässigen. Vgl. Larrick/Morgan/Nisbett (1990).

Im Hinblick auf den Overconfidence-Effekt urteilen CLEMEN und LICHTENDAHL: „The most promising debiasing technique is training.“ Clemen/Lichtendahl (2002), S. 13. Ebenfalls mit Blick auf diesen Effekt gibt FISCHHOFF empirisch gestützte Hinweise, wie sich der Lernerfolg von Trainings und Schulungen zur Vermeidung des Overconfidence-Effekts steigern lässt: „Some of the more necessary conditions for learning seem to be: receiving feedback on large samples of responses, being told about one’s own performance (and not just about common problems), and having the opportunity to discuss the relationship between one’s subjective feelings of uncertainty and the numerical probability responses.“ Fischhoff (1982), S. 437. Für einen Überblick zu relevanten empirischen Untersuchungen, die diese Aussage stützen, vgl. Fischhoff (1982), S. 434 f.

Zu gemischten Resultaten bezüglich der Wirksamkeit von Trainings und Schulungen vgl. darüber hinaus Benson/Onkal (1992) sowie die Literaturangaben bei Clemen/Lichtendahl (2002), S. 12 f.

die betreffenden Entscheidungsträger ein Gespür für die Notwendigkeit einer Stärkung ihrer kognitiven Fähigkeiten besitzen: „[T]raining involves giving certain (usually self-selected) people precisely those tools needed to arrive at correct answers. The decision to be trained professionally or to seek someone who is so trained is a meta-strategy that will ameliorate some judgment errors.“<sup>931</sup>

### ***Vorgaben zum Input und zum Ablauf von Entscheidungsprozessen***

Des Weiteren begegnet das Finanzcontrolling proaktiv den kognitiven Beschränkungen der Finanzmanager, indem es Vorgaben zum Input und zum Ablauf von Entscheidungsprozessen formuliert,<sup>932</sup> die sowohl im Rahmen der genannten Trainings und Schulungen als auch in Form von Handbüchern vermittelt und dokumentiert werden. Diese Vorgaben reduzieren insbesondere die Gefahr rein intuitiv und isoliert getroffener Entscheidungen des Finanzmanagements schon im Vorfeld einer Entscheidung.<sup>933</sup> Im Einklang mit dem erarbeiteten Controllingverständnis der Untersuchung ist dabei kein kompletter Verzicht auf das intuitive Urteil zu fordern, sondern die Unterstützung eines fruchtbaren Zusammenspiels zwischen Intuition und Reflexion.<sup>934</sup> Demnach sorgt das Finanzcontrolling durch die Formulierung von Input- und Prozessvorgaben dafür, dass Finanzmanager mit der im Rahmen der Aufgabenbewältigung zwangsläufig bestehenden Unsicherheit angemessen umgehen: Richtlinien, Checklisten, Handlungsempfehlungen oder auch Kontrollen unterstützen Finanzmanager darin, gerade in sehr unsicheren Entscheidungssituationen die Möglichkeiten zur Entscheidungsfundierung sinnvoll zu nutzen, statt lediglich auf die Qualität des eigenen intuitiven Urteils zu vertrauen.<sup>935</sup>

<sup>931</sup> Arkes (1991), S. 496.

<sup>932</sup> Vgl. Jost (2000), S. 607. Vgl. ähnlich Russo/Schoemaker (2002), S. 6.

<sup>933</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 47.

<sup>934</sup> Vgl. Kapitel 2.2.3, insbesondere Fußnote 148.

Der komplette Verzicht auf intuitive Urteile ist angesichts der im Finanzmanagement bestehenden Unsicherheiten weder erreichbar noch erstrebenswert. KAHNEMAN und TVERSKY konstatieren: „Opinions and intuitions play an important part even where the forecasts are obtained by a mathematical model or a simulation.“ Kahneman/Tversky (1982), S. 414.

<sup>935</sup> Entsprechend HERZOG bieten Vorgaben und Richtlinien zudem den Vorzug, dass die „Transparenz und damit auch die Kontrollierbarkeit fremder Handlungen [höher wird], wenn diesen eine bekannte (normierte) Struktur zugrundeliegt“. Herzog (1999), S. 249. Ein Vorzug, der genutzt werden kann, um die Wirksamkeit von Kontrollen zu steigern.

Gleichfalls kann durch eine formalisierte Vorgabe der Kontrolle selbst der Vorzug genutzt werden, die den Kontrollen immanenten, nicht-intendierten Wirkungen zu begrenzen. So empfindet der Kontrollierte die Durchführung der Überprüfung weniger als ein Zeichen des Misstrauens in seine Arbeit, wenn formalisierte Kontrollen als gewöhnlicher Bestandteil regelmäßig wiederkehrender Arbeitsprozesse stattfinden. Vgl. Herzog (1999), S. 230.



### ***Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen***

Über die bisher beschriebenen grundlegenden Maßnahmen hinaus reduziert das Finanzcontrolling Rationalitätsdefizite, indem es gezielt Finanzmanagern diejenigen Informationen bereitstellt, die im Hinblick auf die kognitiven Beschränkungen kritisch sind.<sup>936</sup> Besonders fruchtbar sind im Rahmen dieser Maßnahme Informationen zu vergleichbaren Entscheidungen, deren Ergebnisse genauer beurteilt werden können (Benchmarks).<sup>937</sup> KAHNEMAN und TVERSKY unterstreichen die allgemein hohe Bedeutung der Berücksichtigung relevanter Benchmarks wie folgt: „The singular information describes the specific features of the problem that distinguish it from others, while the distributional information characterizes the outcomes that have been observed in cases of the same general class. [...] The context of planning provides many examples in which the distribution of outcomes in past experience is ignored.“<sup>938</sup> Auch wenn bei diesem Vorgehen stets das Problem auftritt, Entscheidungen ausfindig zu machen, die sich angemessen auf die jeweilige Situation übertragen lassen, wird dadurch eine Außenperspektive in die Entscheidungsfindung integriert, auf deren Basis sich das Ausmaß der Wirksamkeit kognitiver Beschränkungen des Finanzmanagements reduziert.<sup>939</sup> Da die Bereitstellung dieser Informationen sowohl im Vorfeld des Treffens einer Entscheidung als auch im Nachgang geschehen kann, besitzt diese Maßnahme gleichermaßen einen proaktiven wie auch reaktiven Charakter.

### ***Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts***

Eine weitere grundlegende Maßnahme zur Reduktion kognitiver Beschränkungen besteht darin, das Finanzmanagement im Rahmen eines strukturierten Konflikts dahingehend herauszufordern,

---

<sup>936</sup> Die tatsächliche Berücksichtigung dieser Informationen setzt ein gutes Verhältnis zwischen den Managern und den Aufgabenträgern des Controllings voraus. Wenn eine positive Einstellung gegenüber den Aufgabenträgern des Controllings vorliegt und diese den Nutzen der zusätzlich bereitgestellten Informationen erläutern können, dann erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Manager die angebotene Unterstützung auch annehmen. Vgl. ähnlich Weber et al. (2003), S. 39.

Die Forderung nach einer angemessenen Informationsversorgung des Finanzmanagements durch das Finanzcontrolling ist nicht nur ein Ergebnis der vorliegenden Arbeit, sondern wird auch von anderen Autoren allgemein genannt. Vgl. die in Fußnote 907 angegebene Literatur.

<sup>937</sup> Vgl. Russo/Schoemaker (2002), S. 42 f. und 229-233.

Auch ERTL sowie FICKERT, GEUPPERT und KÜNZLE weisen explizit darauf hin, dass die Erstellung adäquater Benchmarks eine bedeutsame Aufgabe des Finanzcontrollings darstellt. Vgl. Ertl (2000), S. 668; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 17.

<sup>938</sup> Kahneman/Tversky (1982), S. 415.

Die Forderung nach einer Berücksichtigung relevanter Informationen zu vergleichbaren Entscheidungen kommt der Forderung gleich, aus den eigenen Erfahrungen oder auch den Erfahrungen Dritter konsequent zu lernen, was RUSSO und SCHOEMAKER wie folgt ausdrücken: „Only by systematically learning from the results of past decisions can decision-makers continually improve their skills.“ Russo/Schoemaker (2002), S. 6.

<sup>939</sup> Vgl. Kahneman/Tversky (1982), S. 415 f.; Russo/Schoemaker (2002), S. 46 f. und 52; Lovallo/Kahneman (2003), S. 62 f. Vgl. ähnlich Weber et al. (2003), S. 18.

getroffene Entscheidungen oder auch Entscheidungsfundierungen kritisch zu überdenken.<sup>940</sup> Wird diese Maßnahme im Vorfeld einer Entscheidung umgesetzt, so bewirkt sie eine verbesserte Entscheidungsfundierung und ist dementsprechend als proaktive Maßnahme zu verstehen. Wird sie im Anschluss an eine bereits getroffene Entscheidung angewendet, so besitzt sie einen reaktiven Charakter. Die Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts – auch Devil’s Advocacy genannt – leistet einen wirkungsvollen Beitrag zur Reduktion kognitiver Beschränkungen.<sup>941</sup>

Ein strukturierter Konflikt kann durch das Finanzcontrolling in unterschiedlicher Form angeregt werden. Zum einen dadurch, dass Finanzmanager zu einer Stellungnahme aufgefordert werden, aus welchen Gründen eine präferierte Entscheidungsalternative denn auch nicht zum gewünschten Ergebnis führen könnte (Consider-the-Opposite).<sup>942</sup> Verschiedene empirische Evidenzen zeigen, dass die gedankliche Auseinandersetzung mit der Möglichkeit des Scheiterns ein Bewusstsein für bestehende Gefahren schafft und dazu beiträgt, dass die abgegebenen Prognosen realistischeren Werten angepasst werden.<sup>943</sup> Dadurch werden Finanzmanager dazu angehalten, den Horizont der Entscheidungsfundierung zu erweitern beziehungsweise zusätzliche Informationen zu berücksichtigen, um zu repräsentativeren Schlussfolgerungen zu gelangen.<sup>944</sup> PAREDES konstatiert: „The consider-the-opposite strategy is thought to work because explicitly emphasizing contrary arguments and what could go wrong makes risks more salient to the decision-maker. It also impresses upon a decisionmaker that he exerts less control over outcomes than he might believe, and emphasizing con arguments can overcome blind spots in considering likely competitor responses. Moreover, forcing an individual to wrestle with uncertainty can arrest a person’s tendency to reconcile conflicting information in order to avoid the unpleasantness of

---

<sup>940</sup> Einschränkung sei angemerkt, dass Konflikte einen ambivalenten Charakter besitzen. SCHWEIGER, SANDBERG und RAGAN kommen zu dem Ergebnis, dass „on the one hand, conflict improves decision quality; on the other, it may weaken the ability of the group to work together“. Schweiger/Sandberg/Ragan (1986), S. 67. Vgl. ähnlich Amason (1996), S. 127.

<sup>941</sup> Vgl. Koriat/Lichtenstein/Fischhoff (1980), S. 107; Schwenk/Cosier (1980), S. 409; Fischhoff (1982), S. 422; Lord/Lepper/Preston (1984), S. 1231; Hoch (1985), S. 719; Arkes et al. (1987), S. 133 und 141 f.; Arkes et al. (1988), S. 305-307; Arkes (1991), S. 486 und 494; Russo/Schoemaker (1992), S. 12 f.; Nitzsch (2002), S. 101; Russo/Schoemaker (2002), S. 43 und 173 f.; Kramer (2003), S. 64.

<sup>942</sup> Für allgemeine Hinweise auf die positiven Effekte dieser Maßnahme vgl. Fischhoff (1982), S. 438; Arkes (1991), S. 494; Hirt/Markman (1995), S. 1070; Moisand (2000), S. 134; Russo/Schoemaker (2002), S. 88 f. und 110 f.; Wilson/Centerbar/Brekke (2002), S. 197 f.; Larrick (2004), S. 323.

<sup>943</sup> Für eine empirische Bestätigung mit Bezug zum Overconfidence-Effekt sowie die damit im Zusammenhang stehenden kognitiven Beschränkungen vgl. Koriat/Lichtenstein/Fischhoff (1980); Lord/Lepper/Preston (1984); Hoch (1985); Schuette/Fazio (1995).

<sup>944</sup> Für eine empirische Bestätigung mit Bezug zur Verankerungs- und Anpassungsheuristik vgl. Mussweiler/Strack/Pfeiffer (2000).

cognitive dissonance.<sup>945</sup> Im Einklang hierzu erklärt LARRICK: „ ‚Consider the opposite‘ works because it directs attention to contrary evidence that would not otherwise be considered. By comparison, simply listing reasons typically does not improve decisions because decision makers tend to generate supportive reasons.“<sup>946</sup>

Zum anderen kann das Finanzcontrolling einen strukturierten Konflikt befördern, indem es Finanzmanager dazu auffordert, plausibel erscheinende, alternative Entwicklungen der jeweils präferierten Entscheidung aufzuzeigen (Consider-the-Alternatives).<sup>947</sup> Analog zu den vorherigen Ausführungen werden sich Finanzmanager auch auf Basis dieser Strategie der Unsicherheit zukünftiger Entwicklungen stärker bewusst und berücksichtigen im Rahmen der Entscheidungsfundierung Informationen, die sie andernfalls ignorieren würden.<sup>948</sup>

Die Rolle des Devil's Advocate wird insbesondere den Aufgabenträgern des Controllings zugeschrieben.<sup>949</sup> Entscheidend ist, dass ein strukturierter Konflikt auch dann zu einer verbesserten Entscheidungsqualität führt, wenn die Aufgabenträger des Controllings keine intime Kenntnis der jeweils zu beurteilenden Alternativen besitzen.<sup>950</sup> Schon das kritische Hinterfragen der

---

<sup>945</sup> Paredes (2005), S. 740 f.

Zudem unterstreicht PAREDES die hohe Bedeutung klarer, spezifischer Feedbacks: „To overcome a person's tendency to deflect blame, negative feedback should be clear and specific.“ Paredes (2005), S. 742.

<sup>946</sup> Larrick (2004), S. 323.

Ähnlich halten BAZERMAN und CHUGH fest: „Seeking disconfirming information is a powerful problem-solving approach, but it is rarely a part of our intuitive strategies.“ Bazerman/Chugh (2006), S. 93.

<sup>947</sup> Für Hinweise auf die positiven Effekte dieser Maßnahme vgl. Arkes (1991), S. 494; Roesse (2004), S. 268.

Für eine empirische Bestätigung der positiven Effekte dieser Maßnahme mit Bezug zu unterschiedlichen kognitiven Beschränkungen vgl. Hirt/Markman (1995).

<sup>948</sup> „The more options you generate, the greater your chance of finding an excellent one. Although this point may seem trivial, many decision-makers do not generate enough options because they fail to appreciate the out-of-sight, out-of-mind rule.“ [Im Original mit Hervorhebungen], Russo/Schoemaker (2002), S. 61.

<sup>949</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 249.

Gleichwohl weisen MESSICK und BAZERMAN explizit darauf hin, dass eine Devil's Advocacy auch in Selbstreflexion bestritten werden kann: „To combat overconfidence, for instance, it is effective to say to yourself, ‚Stop and think of the ways in which you could be wrong‘. Similarly to avoid minimizing risk, you can ask, ‚What are the relevant things that I don't know?‘ Often, a devil's advocate, who is given the role of scrutinizing a decision for false assumptions and optimistic projections, can play this role.“ Messick/Bazerman (1996), S. 20.

Einschränkend erklärt jedoch THIEME, dass der Versuch, sich selbst die Virulenz unbewusst ablaufender, kognitiver Beschränkungen bewusst zu machen, stets begrenzt ist, da die notwendige Distanz zum eigenen Handeln fehlt. Vgl. Thieme (1982), S. 166 f., sowie die bereits in Fußnote 910 aufgezeigte Argumentation.

<sup>950</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 249.

JOST urteilt: „Bei Verzerrungen, denen nur der Handelnde selbst unterliegt, können auch ‚Nichtexperten‘ Inkonsistenzen im Verhalten aufdecken.“ Jost (2000), S. 606.

Zudem führt KEHRMANN aus, dass die Wahrscheinlichkeit einer Reduktion kognitiver Beschränkungen umso wirkungsvoller ist, je heterogener die Wissensbasis derjenigen Individuen ist, die in einer Gruppe interagieren. Vgl. Kehrmann (2002), S. 67-71 und 81 f., sowie die dort angegebene Literatur.

Rationalität trägt zu ihrer Sicherung bei. Dabei ist es wichtig, dass sich die Aufgabenträger des Finanzcontrollings darum bemühen, dass Finanzmanager ihnen gegenüber eine positive Einstellung besitzen.<sup>951</sup> Andernfalls besteht die Gefahr, dass die Austragung eines strukturierten Konflikts bestraft und/oder nicht wahrgenommen wird: „By dissenting, an individual might signal that he lacks confidence in himself or in the firm and the managers, and he might be seen by others as disloyal and not a team player.“<sup>952</sup>

### ***Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen***

Eine weitere grundlegende Maßnahme zur Bekämpfung kognitiver Beschränkungen im Finanzmanagement besteht darin, die von Finanzmanagern getroffenen Entscheidungen angemessen zu kontrollieren.<sup>953</sup> Wie bereits im Zusammenhang grundlegender Maßnahmen zur Adressierung eigeninteressierten Handelns erwähnt, bewirkt bereits die Ankündigung von Kontrollen eine proaktive Rationalitätssicherung.<sup>954</sup> Deren kontinuierliche Wahrnehmung bietet zudem die Möglichkeit, Rationalitätsdefizite reaktiv zu reduzieren. In Verbindung mit geeigneten Kennzahlen und Kontrollmechanismen können durch ein möglichst frühzeitiges Aufdecken von Defiziten adäquate Gegenmaßnahmen umgesetzt werden, noch bevor ein durch fehlerhafte Entscheidungen verursachter Schaden eintritt beziehungsweise dieser sich weiter vergrößert. Speziell im Hinblick auf die kognitiven Beschränkungen ist es zudem bedeutsam, dass die Wahrnehmung von Kontrollaufgaben und die Erteilung von Feedbacks zum Erzielen von Lerneffekten beiträgt, wodurch das gesamte Ausmaß kognitiver Beschränkungen von Finanzmanagern in einer dyna-

---

<sup>951</sup> Analog zu den Erfolgsfaktoren einer wirkungsvollen Kontrolle setzt auch ein wirkungsvoller strukturierter Konflikt Akzeptanz und Einfluss der Aufgabenträger der Rationalitätssicherung voraus. Vgl. in Bezug auf die Kontrolle Langenbach (2001), S. 107.

<sup>952</sup> Paredes (2005), S. 686. Vgl. ähnlich Lovallo/Kahneman (2003), S. 60 f.

<sup>953</sup> Allgemein zur Notwendigkeit von Kontrollen vgl. Fußnote 919 und 920.

JOST unterstreicht, dass die Kommunikation klarer Feedbacks eine wichtige Voraussetzung zur Reduktion kognitiver Verzerrungen darstellt. Vgl. Jost (2000), S. 604 f.

<sup>954</sup> Diese Aussage lässt sich nicht nur – wie bereits in Fußnote 920 geschehen – allgemein, sondern auch speziell im Hinblick auf kognitive Beschränkungen fundieren. Demnach kann KENNEDY am Beispiel der Verfügbarkeitsheuristik experimentell nachweisen, dass die Anwendung dieser Heuristik abnimmt, wenn die jeweiligen Entscheidungsträger dazu verpflichtet sind, ihre Einschätzungen und Urteile gegenüber anderen Personen zu rechtfertigen. Vgl. Kennedy (1993). Für ähnliche Ergebnisse vgl. Tetlock/Kim (1987); Lerner/Tetlock (1999). Einschränkend ist jedoch gemäß LARRICK zu beachten, dass diese Maßnahme nur dann zu einer Reduktion kognitiver Beschränkungen führt, wenn die Entscheidungsträger grundsätzlich in der Lage sind, auf das zur Bewältigung des jeweiligen Problems notwendige Wissen und die zur Lösung erforderlichen Methoden zuzugreifen. Vgl. Larrick (2004), S. 322.

mischen Perspektive reduziert wird.<sup>955</sup> Wie auch schon im Bereich des eigeninteressierten Handelns, nimmt die Effektivität der Kontrolle mit steigender Akzeptanz und steigendem Einfluss des Rationalitätssicherers zu.<sup>956</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das Finanzcontrolling unterschiedliche grundlegende Maßnahmen umsetzen kann, um einerseits das eigeninteressierte Handeln und andererseits kognitive Beschränkungen von Finanzmanagern gezielt zu vermeiden und zu reduzieren (vgl. Abbildung 11). Wie diese Maßnahmen konkret zu ergreifen sind, um die erarbeiteten Rationalitätsdefizite zu adressieren, wird im folgenden Kapitel 4.3 detailliert ausgearbeitet.

Grundlegende Formen der Rationalitätssicherung	
Adressierung eigeninteressierten Handelns	Adressierung kognitiver Beschränkungen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Angemessene Anreizgestaltung (proaktive Maßnahme)</li> <li>• Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums (proaktive und reaktive Maßnahme)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen (proaktive Maßnahme)</li> <li>• Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen (proaktive Maßnahme)</li> <li>• Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen (proaktive und reaktive Maßnahme)</li> <li>• Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts (proaktive und reaktive Maßnahme)</li> <li>• Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen (proaktive und reaktive Maßnahme)</li> </ul>

Abbildung 11: Einteilung der grundlegenden Formen der Rationalitätssicherung

<sup>955</sup> In Bezug auf die Controllingfunktion vgl. Weber/Schäffer (2002), S. 8; Weber/Schäffer (2006), S. 233. Vgl. darüber hinaus allgemein Russo/Schoemaker (1989), S. 194 f.; Yates (1990), S. 106 f.; Eichenberger (1992), S. 50.

Im Hinblick auf die erzielbaren Lerneffekte ist es wichtig, dass das Finanzcontrolling auch den in Kapitel 3.1.2 bereits beschriebenen Nachhinein-Effekt adressiert. Dieser bewirkt, dass Finanzmanager in der Retrospektive Erfolge bevorzugt eigenen Fähigkeiten und Misserfolge vorwiegend externen Faktoren zuschreiben. Die Kontrollen des Finanzcontrollings müssen dementsprechend darauf ausgerichtet sein, diese verzerrte Sicht aufzulösen. Finanzmanager erzielen bessere Lerneffekte, wenn ihnen in Abstimmung mit dem Finanzcontrolling die Ursachen und Auswirkungen ihres Handelns dargelegt werden. Ohne konkreten Bezug zum Finanzmanagement vgl. Fischhoff (1982), S. 430 f.

Den grundsätzlichen Nutzen klar kommunizierter Kontrollergebnisse unterstreichen zudem CREYER, BETTMAN und PAYNE auf der Grundlage einer experimentellen Studie: „The results show that feedback on the accuracy of decisions leads to more normative-like processing of information and improved performance.“ Creyer/Bettman/Payne (1990), S. 13.

<sup>956</sup> Vgl. Langenbach (2001), S. 107.

### 4.3 Aufgaben und Instrumente des Finanzcontrollings in den verschiedenen Aufgabenbereichen des Finanzmanagements

Die folgende Erörterung der Aufgaben und Instrumente des Finanzcontrollings ist in je ein Unterkapitel zur Beschreibung der Rationalitätssicherung im Anlage-, Beschaffungs-, finanziellen Risiko- und Intermediationsmanagement eingeteilt.<sup>957</sup> Tiefergehend erfolgt eine Strukturierung entsprechend der erarbeiteten grundlegenden Maßnahmen der Rationalitätssicherung.<sup>958</sup>

#### 4.3.1 Aufgabenbereich Anlagemanagement

Die Untersuchung relevanter Rationalitätsdefizite verdeutlicht, dass Finanzmanager Defizite im Bereich des Anlagemanagements aufweisen. Mitunter werden rentable Real- als auch Finanzinvestitionen nicht identifiziert und umgesetzt, weil Finanzmanager dies entweder nicht wollen oder auch nicht können. Folglich sind vom Finanzcontrolling Rationalitätssicherungsmaßnahmen zu ergreifen, die sowohl das eigeninteressierte Handeln als auch die kognitiven Beschränkungen im Aufgabenbereich des Anlagemanagements adressieren.<sup>959</sup>

##### 4.3.1.1 Rationalitätssicherung durch die Adressierung eigeninteressierten Handelns

###### *Angemessene Anreizgestaltung*

Eine adäquate Anreizgestaltung für Finanzmanager im Aufgabenbereich des Anlagemanagements hat an den spezifischen Formen des eigeninteressierten Handelns anzusetzen.<sup>960</sup>

---

<sup>957</sup> Auf eine tiefergehende Differenzierung nach einzelnen Teilaufgaben – analog zu Kapitel 3.2 – kann verzichtet werden, da dies große Überschneidungen hervorrufen würde.

<sup>958</sup> Innerhalb der genannten Strukturierung werden alle in Kapitel 3.2 als relevant eingeschätzten Defizite des Finanzmanagements und deren unterschiedliche Ursachemöglichkeiten in verdichteter Form aufgegriffen.

<sup>959</sup> Die Notwendigkeit einer Beteiligung des Finanzcontrollings am Anlagemanagement ist nicht nur ein Ergebnis der vorliegenden Untersuchung: „Schon lange Zeit ist unter dem Finanzcontroller nicht mehr allein der Schatzmeister (Treasurer) zu verstehen, der die Finanzen der Unternehmung verwaltet. Seine Aufgaben reichen in alle anderen Bereiche, wie etwa auch die Investitions- und Erfolgsplanung, also auch bis in die Marktebene.“ Busse (2003), S. 844.

<sup>960</sup> Entsprechend Fußnote 915 steht im Folgenden die Gewährung finanzieller Anreize im Vordergrund. Möglichkeiten, wie das Finanzcontrolling auf der Grundlage anderer Anreizformen ein verbessertes Anlagemanagement fördern kann, werden nicht weiter ausdifferenziert. Gleichfalls wird auf eine Diskussion weiterer Faktoren verzichtet, die potentiell einen disziplinierenden Einfluss auf die durch das Management bestimmte Investitionspolitik ausüben, jedoch in keinem engen Zusammenhang zur Funktion des Finanzcontrollings stehen, wie beispielsweise die Gefahr feindlicher Übernahmen, wachsende Konkurrenzkämpfe auf Produkt- und Faktormärkten oder auch Interventionen des Aufsichtsrats. Vgl. Jensen (1986a); Stulz (1990); Chang (1993); Hart/Moore (1995); Yermack (1996); Zwiebel (1996). Für einen Überblick vgl. zudem Shleifer/Vishny (1997). In einem Vergleich der Wirksamkeit finanzieller Anreize gegenüber den letztgenannten Faktoren urteilen zudem AGGARWAL und SAMWICK: „[I]ncentives can be adjusted frequently and inexpensively, and, when adjusted, they can be targeted precisely for the managers. Incentives from compensation should be the primary mechanism to influence managerial behavior.“ Aggarwal/Samwick (2006), S. 490.

**Arbeitsscheuem Verhalten** von Finanzmanagern kann durch eine verstärkt erfolgsabhängige Entlohnung proaktiv begegnet werden. Da empirische Untersuchungen zeigen, dass Manager ohnehin sehr viel arbeiten, steht dabei nicht eine Belohnung der Quantität, sondern der Qualität, also des Erfolgs der Arbeit, im Vordergrund.<sup>961</sup> Eine erfolgsabhängige Entlohnung ist grundsätzlich notwendig, da Finanzmanagern andernfalls der Anreiz fehlt, sich über ein Maß hinaus, bei dem gerade noch das Unternehmen erhalten und somit die Einkommensquelle gesichert bleibt, für die Identifikation und Umsetzung rentabler Real- und Finanzinvestitionen zu engagieren.<sup>962</sup>

Im Bereich der Realinvestitionen tragen Manager des operativen Bereichs, nicht aber Finanzmanager, die maßgebliche Verantwortung für den Erfolg dieser Investitionen. Zudem ist es aufgrund der Langfristigkeit und Vernetztheit (Interdependenzproblem<sup>963</sup>) in der Regel nicht möglich, den Erfolg von Realinvestitionen eindeutig auf die Leistung eines Managers des operativen Bereichs oder gar die Unterstützungsleistung eines Finanzmanagers zurückzuführen.<sup>964</sup> Aus diesem Grund muss eine Erfolgsbeteiligung der Finanzmanager im Bereich der Realinvestition an Bemessungsgrundlagen ansetzen, die von einer Vielzahl an Einflussfaktoren abhängen und nur zu einem Teil durch den Finanzmanager beeinflusst werden.<sup>965</sup> Eine adäquate Bemess-

---

<sup>961</sup> Vgl. Winter (1996), S. 69.

<sup>962</sup> Vgl. Franke/Hax (1999), S. 419.

Die Quote der Erfolgsbeteiligung sollte groß genug sein, sodass eine durch zusätzlichen Arbeitseinsatz erzielte Verbesserung des Investitionserfolgs auch zu einer spürbaren Verbesserung der Entlohnung des Finanzmanagers führt. Vgl. Becker (1990), S. 177; Winter (1996), S. 69; Franke/Hax (1999), S. 419 f.

In einer vielbeachteten empirischen Studie von JENSEN und MURPHY wird nur eine sehr geringe Erfolgsbeteiligung der Managerentlohnung in Höhe von 0,325 % der Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals ermittelt. Diese niedrige Quote lässt auf Verbesserungspotential in der allgemeinen Praxis der Managerentlohnung schließen. Vgl. Jensen/Murphy (1990b), S. 225.

Verbesserungspotential decken JENSEN und MURPHY darüber hinaus im Hinblick auf die Festlegung geeigneter Bemessungsgrundlagen auf: „In most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance.“ Jensen/Murphy (1990a), S. 138.

Für eine empirische Bestätigung der positiven Wirkungen einer stärker erfolgsabhängigen Entlohnung von Managern auf die Rentabilität getätigter Investitionen vgl. detailliert Broussard/Buchenroth/Pilotte (2004).

<sup>963</sup> Für eine Erörterung unterschiedlicher Arten von Interdependenzen vgl. Walz/Gramlich (2004), S. 19-22; Schäfer (2005), S. 13-15.

<sup>964</sup> Vgl. Bosse (2000), S. 23 und 43 f.; Weber et al. (2003), S. 13.

Darüber hinaus erlauben zufallsbedingte Störgrößen keinen eindeutigen Rückschluss vom Investitionserfolg auf das Tätigkeitsniveau eines Finanzmanagers. Vgl. Heitzer/Klose/Steiner (2000), S. 346.

<sup>965</sup> Zwar verstößt eine in dieser Form realisierte Bemessungsgrundlage gegen das Controllability-Prinzip (vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 238 f.), spezifischere Bemessungsgrundlagen lassen sich jedoch aufgrund der genannten Interdependenzen nicht ermitteln.

sungsgrundlage ist beispielsweise die relative Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals.<sup>966</sup> Das Finanzcontrolling kann proaktiv darauf einwirken, dass nicht nur Manager des operativen Bereichs, sondern auch Finanzmanager an dieser Größe beteiligt werden. Wenn auch Finanzmanager angemessen an dieser unternehmensweiten Erfolgsgröße partizipieren, sind sie (zusätzlich) motiviert, durch ein hohes Engagement bei der erfolgreichen Identifikation und Umsetzung rentabler Realinvestitionen mitzuwirken. Zudem trägt eine ausreichend hohe Beteiligung an dieser unternehmensweiten Bemessungsgrundlage dazu bei, dass Finanzmanager keinem Ressortegoismus verfallen.<sup>967</sup> Somit besteht ein expliziter Anreiz, nicht nur Erfolge im Bereich der Finanz-, sondern auch der Realinvestitionen zu erzielen.

Im Gegensatz zu Realinvestitionen bieten sich im Bereich der Finanzinvestitionen eher Möglichkeiten zur Bestimmung des Erfolgs der finanziellen Anlage.<sup>968</sup> Dem Finanzcontrolling kommt hierbei die proaktive Aufgabe zu, auf eine stärker erfolgsabhängige Entlohnung von Finanzmanagern hinzuwirken, die analog zur Incentivierung von Portfoliomanagern der Finanzdienstleistungsbranche beispielsweise in Form von Bonuszahlungen ausgestaltet werden kann. Hierzu kann das Finanzcontrolling Informationen zur Performance der von Finanzmanagern bestimmten finanziellen Anlage in Wertpapieren bereitstellen.<sup>969</sup> Diese Informationen bieten eine wirkungsvolle Bemessungsgrundlage zur Ausgestaltung eines erfolgsabhängig gestalteten Entlohnungsvertrages.

Hinsichtlich der Gewichtung und der angesprochenen Gefahr von Ressortegoismen hat das Finanzcontrolling darauf zu achten, dass der Anreiz zur Umsetzung erfolgreicher Realinvestitionen in einem adäquaten Verhältnis zu dem Anreiz zur Umsetzung erfolgreicher Finanz-

---

<sup>966</sup> Es sei erwähnt, dass alle in Fußnote 916 genannten Klassen möglicher Bemessungsgrundlagen mit spezifischen Problemen behaftet sind. In einer umfangreichen Diskussion der unterschiedlichen Bemessungsgrundlagen kommt WINTER zu dem Ergebnis, dass die relative Entwicklung des Marktwertes des Eigenkapitals oder auch die Steigerung des Ertragswertes diejenigen Bemessungsgrundlagen darstellen, die bestmögliche Anreize schaffen, den zukünftigen Erfolg des Unternehmens zu belohnen. Vgl. Winter (1996), S. 111-139.

Für eine empirische Bestätigung der Vorzüge relativer Bemessungsgrundlagen vgl. Gibbons/Murphy (1990). Für eine empirische Bestätigung der Vorzüge einer Bemessungsgrundlage, die am Marktwert des Eigenkapitals ansetzt, vgl. Dechow/Sloan (1991).

<sup>967</sup> Vgl. Winter (1996), S. 70.

<sup>968</sup> „Sie [Finanzinvestitionen, R. M.] kennzeichnet zudem, dass sich sowohl die mit ihnen verbundenen Aus- als auch Einzahlungen den einzelnen Investitionsobjekten meist problemlos zurechnen lassen.“ Schäfer (2005), S. 18 f.

<sup>969</sup> Vgl. Ertl (2000), S. 671, sowie in Bezug auf Finanzdienstleister Zimmermann et al. (1996), S. 131-148.

Die Forderung, eine angemessene Incentivierung im Bereich der Finanzinvestitionen sicherzustellen, bezieht sich auch auf den Bereich der Unternehmensbeteiligungen. Mit Bezug zum Beteiligungscontrolling vgl. Burger/Ulbrich (2005), S. 76.



investitionen steht, sodass insbesondere keine unangemessene Bevorzugung von Finanz- gegenüber Realinvestitionen eintritt.<sup>970</sup>

Die durch **abweichende Konsumpräferenzen** von Finanzmanagern erklärbaren Defizite des Anlagemanagements werden durch das Finanzcontrolling proaktiv begrenzt, indem dieses auf die Ausarbeitung entsprechender Sanktionen hinwirkt. Finanzmanagern sollte bewusst sein, dass die Durchführung von Investitionen, die der persönlichen Bereicherung dienen und somit auf Kosten des gesamten Unternehmens geschehen, sanktioniert werden.<sup>971</sup> Sanktionen können insbesondere auf die von Finanzmanagern verfolgten Karrierepräferenzen abzielen. Nachweisliche, persönliche Bereicherungen eines Finanzmanagers sollten zur Entlassung führen oder zumindest den weiteren hierarchischen Aufstieg verhindern.

Neben den beiden bereits genannten Formen eigeninteressierten Handelns bewirken **abweichende Karrierepräferenzen** der Finanzmanager potentiell die Planung und Befürwortung suboptimaler Investitionen. Um den eigenen Einfluss zu vergrößern und/oder die eigene Karriere zu beschleunigen, werden finanzielle Anlagen unterstützt, die im eigenen Verantwortungsbereich liegen, den kurzfristigen Erfolg befördern oder auch dem Zweck dienen, Kompetenz ausstrahlen zu können. Die Verfolgung dieser Interessen führt dazu, dass bei der Planung von Investitionsvorhaben die von Finanzmanagern präferierten Investitionen bewusst übertrieben positiv dargestellt werden.

Eine proaktive Maßnahme des Finanzcontrollings, die zu einer Vermeidung der genannten Probleme beiträgt, besteht darin, präzise Planungen von Investitionsvorhaben zu belohnen. Wenn das Finanzcontrolling Informationen bereitstellt, kann daraus eine Gegenüberstellung von ursprünglich geplanten und tatsächlich erreichten Cash Flows der von Finanzmanagern befürworteten und umgesetzten Investitionsvorhaben hervorgehen. Wie bereits bei der Erörterung arbeitsscheuen Verhaltens angesprochen, ist diese Voraussetzung aufgrund des Interdependenzproblems für den Bereich der Realinvestitionen in der Regel nicht zu erfüllen. Für den Bereich der Anlage finanzieller Mittel in Wertpapiere lassen sich diese Informationen jedoch ermitteln. Daraus lässt sich eine Anreizstruktur aufbauen, bei der Finanzmanager zum einen durch einen höheren Bonus belohnt werden, wenn die tatsächlich eintretenden Cash Flows der Finanzinvestitionen die ursprünglich geplanten Cash Flows übertreffen. Hierdurch wird ein Anreiz geschaffen, in jeder Situation nach einem möglichst hohen Zielerreichungsgrad zu streben. Zum anderen

---

<sup>970</sup> Neben Bemessungsgrundlagen, die an der relativen Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals und/oder der Performance von Finanzinvestitionen ansetzen, schlägt zudem CHANG vor, speziell dem Defizit der Überinvestition mit Auszahlungen freier Cash Flows zu begegnen. Vgl. detailliert Chang (1993), S. 911-933.

<sup>971</sup> Vgl. Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 15.

kann der Bonus so gestaffelt werden, dass sich für jeden Zielerreichungsgrad dann die maximale Bonushöhe ergibt, wenn die tatsächlich realisierten Cash Flows der Finanzinvestition mit den ursprünglich geplanten Cash Flows übereinstimmen. Im Ergebnis wird hierdurch eine genaue, realistische Planung von Cash Flows belohnt.<sup>972</sup>

Im Rahmen der Analyse relevanter Rationalitätsdefizite wurde ferner dargelegt, dass **abweichende Risikopräferenzen** der Finanzmanager Defizite des Anlagemanagements verursachen. Auch wenn – wie die Analyse von Defiziten des finanziellen Risikomanagements gezeigt hat – davon auszugehen ist, dass sich Finanzmanager häufig gar nicht der in Kauf genommenen Risiken bewusst sind, kann dennoch nicht ausgeschlossen werden, dass sie insbesondere in Zeiten einer wirtschaftlich schlechten Entwicklung ganz bewusst sehr riskante Investitionen vorantreiben, um ungeachtet bestehender Gefahren eine schnelle Verbesserung der Situation herbeizuführen. Es erscheint nicht praktikabel, dieser Form des eigeninteressierten Handelns durch eine angemessene Anreizgestaltung zu begegnen, da die Inkaufnahme hoher Risiken bei entsprechender Renditestruktur der Investition nicht grundsätzlich falsch sein muss. Das vom Finanzcontrolling zu adressierende Rationalitätsdefizit besteht vielmehr darin, dass Finanzmanager die Inkaufnahme von Risiken nicht von der aktuellen wirtschaftlichen Situation des Unternehmens abhängig machen. Proaktiv kann dies erreicht werden, wenn die im Rahmen arbeitsscheuen Verhaltens und abweichender Karrierepräferenzen genannten Ansätze zur Belohnung rentabler Investitionen auch die eingegangenen Risiken berücksichtigen.<sup>973</sup>

Rationalitätsdefizite im Anlagemanagement werden des Weiteren durch die Verfolgung **abweichender Zeitpräferenzen** von Finanzmanagern verursacht. Demnach unterstützen sie bevorzugt Investitionen, die stärker am kurzfristigen, operativen Erfolg und weniger am langfristigen, strategischen Erfolg des Unternehmens orientiert sind. Durch die Umsetzung proaktiver Maßnahmen kann das Finanzcontrolling auch diesem Defizit entgegenwirken. Demnach kann es einen Beitrag zur Ausgestaltung von Anreizen leisten, bei denen ein ausgewogenes Verhältnis von operativem zu strategischem Investitionserfolg und somit eine im Sinne des gesamten Unternehmens zeitlich ausgewogene Erfolgsverteilung von Investitionen belohnt wird (duale Anreizsysteme). Hierbei sind Trade-Offs zwischen den zeitlichen Erfolgen zu berücksichtigen,

---

<sup>972</sup> Zur Gestaltung von Anreizsystemen, die eine realistische Planung belohnen, vgl. Becker (1990), S. 106-109; Winter (1996), S. 82-89, sowie detailliert Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft (1994). Für allgemeine Hinweise vgl. darüber hinaus Mensch (2002), S. 358.

<sup>973</sup> Geeignete Instrumente zur Umsetzung dieser Maßnahme werden im Rahmen des finanziellen Risikomanagements in Kapitel 4.3.3.1 diskutiert.

da der Aufbau strategischer Erfolgspotentiale in der Regel zu Lasten operativer Erfolge geht.<sup>974</sup> Allgemein wird das Ausmaß abweichender Zeitpräferenzen zudem verkleinert, indem Anreizverträge festgelegt werden, bei denen die Entlohnung der Finanzmanager mit der Dauer der Zugehörigkeit zum Unternehmen steigt.

### ***Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums***

Das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern im Anlagemanagement ist nicht nur auf der Grundlage einer angemessenen Anreizgestaltung, sondern auch auf der Basis von Kontrollen zu adressieren, die aufgrund ihrer bereits ex ante eintretenden, disziplinierenden Wirkung nicht nur einen reaktiven, sondern auch einen proaktiven Beitrag zur Rationalitätssicherung leisten.<sup>975</sup> Die grundsätzliche Beteiligung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings an Fragen der finanziellen Anlage trägt zu einer Verkleinerung des Handlungsspielraums der Finanzmanager bei, indem diese gezielt eine aus mangelnder Sorgfalt resultierende, unzureichende Fundierung einer Investitionsentscheidung oder auch eine bewusst herbeigeführte Manipulation der für die jeweilige Investitionsentscheidung notwendigen Informationen aufdecken.<sup>976</sup> Darüber hinaus muss für den Bereich der Finanzinvestitionen – deren Erfolgswirkungen direkter und besser beurteilbar sind als diejenigen von Realinvestitionen – eine permanente Rentabilitätskontrolle erfolgen, um sicherzustellen, dass eine Ausnutzung bestehender Handlungsspielräume im Rahmen der Investitionsplanung spätestens im Anschluss an die Durchführung dieser Investitionen aufgedeckt wird. Konkret bekämpft das Finanzcontrolling *arbeitsscheues Verhalten* des Finanzmanagements, indem es die ökonomische Fundierung geplanter Investitionsvorhaben unter Einsatz geeigneter Investitionsrechenverfahren kontrolliert und gegebenenfalls genauere Analysen einfordert. Darüber hinaus decken Kontrollrechnungen des Finanzcontrollings Fehler auf, die potentiell aufgrund der mangelnden Sorgfalt von Finanzmanagern beispielsweise im Rahmen des Einsatzes der Kapitalwertmethode oder auch im Rahmen der Bestimmung von Eigenkapitalkosten auf der

---

<sup>974</sup> Vgl. Winter (1996), S. 80 und die dort angegebene Literatur.

Die gleichzeitige Berücksichtigung von strategischen und operativen Investitionserfolgen mündet in einen Anreizmix. Bei der Ausgestaltung dieses Mix besteht die zentrale Herausforderung darin, die Gewichtung strategischer und operativer Ziele festzulegen. Unterschiedliche Ansätze hierzu diskutiert BECKER. Vgl. Becker (1990), S. 67-106.

<sup>975</sup> Kontrollen sollten sowohl im Rahmen einer Investitionsantragskontrolle, einer mitlaufenden Kontrolle als auch einer Nachkontrolle stattfinden. Vgl. ohne konkreten Bezug zum Finanzcontrolling Schwellnuß (1991), S. 12-18; Bosse (2000), S. 42 f.; Rösgen (2000a), S. 255 f.; Rösgen (2000b), S. 53-55 und 78-80 sowie 236-265; Küpper (2001), S. 458; Mensch (2002), S. 353; Weber et al. (2003), S. 23-25; Reichmann (2006), S. 292-294; Weber et al. (2006), S. 31 f.

<sup>976</sup> Mit Bezug zum Investitionscontrolling vgl. Ossadnik (1998), S. 86 f.; Bosse (2000), S. 228. Vgl. ähnlich Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 16.

Basis einer Anwendung des CAPM entstehen.<sup>977</sup> Der Verfolgung **abweichender Konsumpräferenzen** begegnet das Finanzcontrolling, indem es insbesondere in Zeiten hoher freier Cash Flows kritisch prüft, welchen Zwecken die Planung und Durchführung eines Investitionsvorhabens dienlich ist.<sup>978</sup> Es gilt, allen Anzeichen nachzugehen, dass sich ein Finanzmanager persönlich bereichern möchte.<sup>979</sup> Ferner reduziert die Durchführung von Kontrollen die negativen Auswirkungen **abweichender Karrierepräferenzen** im Bereich des Anlagemanagements, wenn das Finanzcontrolling begleitend zu der gesamten Planung und Durchführung von Investitionsvorhaben Handlungsspielräume frühzeitig erkennt und einschränkt, die eine Verfolgung persönlicher Karrierepräferenzen erlauben. Des Weiteren findet eine Eindämmung eigeninteressierten Handelns in Form **abweichender Risikopräferenzen** statt, wenn die Rendite-Risiko-Struktur relevanter Investitionen phasenübergreifend kontrolliert wird. Schließlich reduzieren Aufgabenträger des Finanzcontrollings negative Auswirkungen auch aufgrund **abweichender Zeitpräferenzen** durch die Umsetzung adäquater Kontrollen. Zu diesem Zweck hat das Finanzcontrolling Informationen zur zeitlichen Struktur des unternehmensweiten Investitionsprogrammes aufzubereiten. Eine Kontrolle, in der überprüft wird, ob die von einem Finanzmanager präferierten Investitionen insgesamt zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtet sind, kann somit die negativen Auswirkungen eigeninteressierten Handelns frühzeitig abwenden.

#### 4.3.1.2 Rationalitätssicherung durch die Adressierung kognitiver Beschränkungen

##### **Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen**

Auf der Basis einer kontinuierlichen Wissensvermittlung unterstützt das Finanzcontrolling eine proaktive Rationalitätssicherung im Anlagemanagement.<sup>980</sup> Mit Blick auf kognitive Beschränkungen der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells** sind hierbei Finanzmanagern die Gefahren zu veranschaulichen, die im Zusammenhang mit Wissensbeschränkungen, mentalen Modellen, der Anwendung von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen stehen.<sup>981</sup> Wie die Analyse der Rationalitätsdefizite gezeigt hat, umfassen diese Gefahren im Kern einerseits die unzureichende Berücksichtigung der Komplexität und Dynamik relevanter Marktentwicklungen und andererseits den fehlerhaften Einsatz von Investitionsrechenverfahren.

---

<sup>977</sup> Da die mangelnde Sorgfalt bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Real- als auch Finanzinvestitionen zu einem suboptimalen Einsatz finanzieller Mittel führt, gilt diese Maßnahme der Rationalitätssicherung gleichermaßen für beide Investitionsarten. Vgl. Kapitel 3.2.1.2.2.2.

<sup>978</sup> Vgl. allgemein Pieroth (2002), S. 343.

<sup>979</sup> Vgl. Brealey/Myers/Allen (2006), S. 305.

<sup>980</sup> Für einen allgemeinen Hinweis auf den Nutzen von Trainings und Schulungen im Investitionsbereich vgl. Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 9.

<sup>981</sup> Für einen empirischen Nachweis der positiven Effekte von Trainings und Schulungen speziell im Hinblick auf die Anwendung von Heuristiken vgl. Fußnote 930.

Folglich sind Finanzmanager zum einen für diskontinuierlich verlaufende Marktentwicklungen zu sensibilisieren. In diesem Zusammenhang ist das Wissen zu vermitteln, dass gerade bei der Prognose zukünftiger Cash Flows im Bereich der Realinvestitionen oder auch der Ableitung künftiger Kurse im Bereich der Finanzinvestitionen relevante Informationen systematisch übersehen oder auch systematisch verzerrt interpretiert werden. Wertvolle Lerneffekte werden befördert, indem den intuitiv getroffenen Vorhersagen Prognosen gegenübergestellt werden, bei denen statistisch relevante Zusammenhänge beachtet werden<sup>982</sup> oder indem das Wissen um empirische Studienergebnisse vermittelt wird, die nachweislich zeigen, dass sich Kurse von Finanztiteln beispielsweise nicht auf der Basis einer Regression zur Mitte prognostizieren lassen.

Im Hinblick auf den fehlerhaften Einsatz von Investitionsrechenverfahren bedingen die genannten kognitiven Beschränkungen zum anderen die Notwendigkeit, Finanzmanagern die Bedeutung und den angemessenen Einsatz dieser Verfahren näher zu bringen. Im Einklang hierzu urteilen BLOHM, LÜDER und SCHAEFER: „Die Beseitigung von Schwachstellen der Investitionsrechnung erfordert in erster Linie eine Haltungsänderung gegenüber der Investitionsrechnung und eine Schulung der mit der Investitionsrechnung befassten Mitarbeiter. Diese Schulung sollte die Methoden der Investitionsrechnung, ihre Fragestellungen, ihre Prämissen sowie die Grenzen ihrer Anwendungsmöglichkeiten zum Gegenstand haben.“<sup>983</sup>

Im Rahmen der Wissensvermittlung sind zudem kognitive Beschränkungen zu thematisieren, die zu einer Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben. Finanzmanager sind darüber aufzuklären, dass sie in wirtschaftlich schlechten Zeiten gemäß der Prospect Theory und der Verlustaversion dazu tendieren, risikoreiche Investitionsvorhaben unbewusst zu bevorzugen. Darüber hinaus ist ein Bewusstsein dafür zu schaffen, dass das Phänomen des Mental Accountings der Strukturierung optimaler Investitions-Portfolios entgegensteht, entsprechend dem Immediately-Effekt unbewusst Investitionsalternativen favorisiert werden, die einseitig den kurzfristigen Erfolg befördern und gemäß dem Sunk Cost-Effekt und der Regret Theory die Gefahr besteht, an suboptimalen Investitionsentscheidungen festzuhalten, statt sich für die Verfolgung erfolversprechenderer Investitionsvorhaben einzusetzen.<sup>984</sup> Auch bei der Behandlung dieser kognitiven Beschränkungen sollten Beispiele die relevanten Zusammenhänge angemessen veranschaulichen, um den Lerneffekt zu steigern.

---

<sup>982</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 69.

<sup>983</sup> Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 40.

<sup>984</sup> Gemäß BELSKY und GILOVICH ist Entscheidungsträgern der folgende Grundsatz einzuschärfen, um den Sunk Cost-Effekt wirkungsvoll zu reduzieren: „[P]ast mistakes shouldn't lead you to make future ones. The past is past, and what matters is what is likely to happen from now on.“ Belsky/Gilovich (2000), S. 203.

Schließlich leisten Trainings und Schulungen auch einen Beitrag zur Vermeidung negativer Auswirkungen des Overconfidence- und Optimismus-Effekts sowie des Phänomens der Kontrollillusion, die als Erweiterungen in die *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* integriert wurden. Entsprechend der Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite besitzen sie eine durchschlagende Wirkung im Anlagemanagement, die sich in einer systematisch überzogenen Einschätzung des Investitionserfolgs niederschlägt. Da sich diese Beschränkungen insbesondere in Bereichen äußern, in denen Entscheidungsträger eine hohe Verantwortung tragen, ist im Bereich der Finanzinvestitionen von einer noch stärkeren Virulenz als im Bereich der Realinvestitionen auszugehen. Das Finanzcontrolling kann Finanzmanagern diese Zusammenhänge erläutern und sie mit den im Folgenden noch zu beschreibenden Methoden vertraut machen, auf deren Basis realistischere Erfolgseinschätzungen befördert werden.

### ***Festlegung von Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen***

Neben der Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen dient auch die Festlegung standardisierter Vorgaben zum Input und Ablauf des Prozesses der Identifikation und Umsetzung rentabler Investitionen einer proaktiven Vermeidung von Rationalitätsdefiziten im Anlagemanagement. Hierbei formuliert das Finanzcontrolling Richtlinien zur Aufbau- und Ablauforganisation des gesamten Investitionsplanungs- und Investitionskontrollprozesses, in welchen eine Beteiligung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings vorgesehen sein sollte und in denen festzulegen ist, welche Methoden im Rahmen der Entscheidungsfundierung anzuwenden sind und welche Informationen im Rahmen der Fundierung von Investitionsentscheidungen zu beachten und auszuweisen sind.<sup>985</sup> Diese grundsätzlichen Vorgaben sollten in Form von Investitionsrichtlinien in einem Investitionshandbuch dokumentiert und in Schulungen vermittelt werden.<sup>986</sup> Gesamtheitlich sollen sie dem Zweck dienen, vollständig isoliert und rein intuitiv getroffenen Investitionsentscheidungen der Finanzmanager die Grundlage zu entziehen.

Mit Blick auf die *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* trägt die Vorgabe einer Beteiligung des Finanzcontrollings an Investitionsentscheidungen zu einer Vergrößerung der Wahrscheinlichkeit bei, dass Situationen erkannt werden, in denen Finanzmanager aufgrund von Wissensbeschränkungen, mentalen Modellen, der Anwendung von Heuristiken oder Bestätigungsverzerrungen relevante Marktentwicklungen übersehen oder auch verzerrt interpretieren.<sup>987</sup>

---

<sup>985</sup> Vgl. Seicht (2001), S. 563; Mensch (2002), S. 353. Vgl. ähnlich Bosse (2000), S. 44 f.

<sup>986</sup> Vgl. Rösgen (2000b), S. 50; Seicht (2001), S. 563; Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 11.

<sup>987</sup> Dieser Aspekt wird noch in den Abschnitten „Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts“ und „Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen“ näher auszuführen sein.

Die Vorgabe zum Einsatz von Investitionsrechenverfahren und den hierbei zu beachtenden Prämissen<sup>988</sup> dient dem Zweck, die fehlerfreie Nutzung der in der Literatur empfohlenen Verfahren zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben zu fördern.<sup>989</sup> Die Identifikation und Begründung der Rationalitätsdefizite hat deutlich gemacht, dass das Finanzmanagement aufgrund kognitiver Beschränkungen der resourceful-Annahme Gefahr läuft, statische Amortisationsrechnungen durchzuführen oder auch inadäquate Investitionsentscheidungen aus einer fehlerhaften Nutzung der Kapitalwertmethode abzuleiten.<sup>990</sup> In diesem Sinne konstatieren WEBER und SCHÄFFER: „Controller müssen einerseits die Schwächen der Amortisationsrechnung kennen und andererseits auch Manager vor der unvorsichtigen Verwendung des (,so schön einfachen‘) Verfahrens warnen.“<sup>991</sup> Wie im Folgenden noch auszuführen sein wird, ist auch die

---

<sup>988</sup> Die hohe Bedeutung einer solchen Vorgabe ist nicht nur ein Ergebnis der vorliegenden Untersuchung, sondern wird auch von anderen Autoren genannt.

Mit konkretem Bezug zum Finanzcontrolling vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 536.

Mit allgemeinem Bezug zum (Investitions-)Controlling vgl. Bosse (2000), S. 44 f.; Rösgen (2000a), S. 255; Rösgen (2000b), S. 50; Weber/Schäffer (2006), S. 250.

<sup>989</sup> FICKERT, GEUPPERT und KÜNZLE weisen explizit auf die hohe Bedeutung dieser Tätigkeit hin: „Zu den Aufgaben des Finanzcontrollings gehört insbesondere auch die Bewertung. Dabei wird auf Basis von Quantifizierungen der Zukunftswirkungen von Projekten eine Evaluation durchgeführt. Dies ist vor allem bei Projekten unabdingbar, die eine hohe und relativ lange Kapitalbindung erfordern. Zu diesen Projekten gehören auch Investitionen und Desinvestitionen von Unternehmen und Unternehmensteilen.“ Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 18. Vgl. ähnlich Blazek/Deyhle/Eiselmayer (2002), S. 192.

Es sei angemerkt, dass das Finanzcontrolling die Bewertung nicht nur anhand quantitativer, sondern auch qualitativer Kriterien unterstützen sollte. Vgl. Rösgen (2000a), S. 254 f.; Rösgen (2000b), S. 49.

<sup>990</sup> Wie in Kapitel 3.2.1.2.2 bereits erwähnt, ist der Einsatz der Kapitalwertmethode mit bestimmten Voraussetzungen verknüpft, wie beispielsweise der Quantifizierbarkeit von Zahlungsreihen oder auch der Bestimmung eines festen Investitionszeitpunktes. Sind solche Voraussetzungen nicht einmal näherungsweise erfüllt, so kann die Kapitalwertmethode nicht angewandt werden. Sind sie jedoch erfüllt, dann ist stets die Kapitalwertmethode gegenüber der Amortisationsrechnung zu bevorzugen. Vgl. die in Kapitel 3.2.1.2.2 bereits angegebene Literatur, oder auch Weber/Schäffer (2006), S. 45 und 310.

BIERMAN und SMIDT urteilen zusammenfassend: „The DCF [Discounted Cash Flow, R. M.] or present-value framework is the best available framework for analyzing investment cash flows. But it is only a tool, and any tool can be misused. There is no inherent bias in the tool. It can be misused to produce bias against investments that are desirable or to cause bias in favour of investments that are undesirable. It is not a substitute for good judgment or for effective business strategic planning, but it is an aid to implementing these processes.“ Bierman/Smidt (1993), S. 6.

<sup>991</sup> Weber/Schäffer (2006), S. 310.

Ohne die spezifischen Vor- und Nachteile der Vielzahl sich anbietender Investitionsrechenverfahren an dieser Stelle wiedergeben zu können, ist verkürzt festzuhalten, dass eine weiter fortschreitende Verdrängung der Amortisationsrechnung durch die Kapitalwertmethode oder beispielsweise auch die – noch etwas anspruchsvollere – Realloptionsmethode die Entscheidungsqualität im Anlagemanagement gegenüber dem Status Quo verbessert. Für eine detailliertere Diskussion des Einsatzes unterschiedlicher Investitionsrechenverfahren aus der Perspektive der Rationalitätssicherung vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 308-330.

Vorgabe zu treffen, Investitionsentscheidungen durch den Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen angemessen zu fundieren.<sup>992</sup>

Eine proaktive Vermeidung kognitiver Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* wird ferner durch das Treffen einer Vorgabe erreicht, welche Informationen im Rahmen der Fundierung von Investitionsentscheidungen auszuweisen sind. Wenn das Finanzmanagement erstens dazu verpflichtet wird, nicht nur die Rentabilität, sondern auch das Risiko eines Investitionsvorhabens angemessen auszuweisen, kann das Problem bekämpft werden, dass in wirtschaftlich schlechten Zeiten entsprechend der Prospect Theory und der Verlustaversion unbewusst zu risikoreiche Investitionen vorangetrieben werden. Zweitens dient eine Verpflichtung zum Ausweis von Wechselwirkungen eines Investitionsvorhabens mit dem bestehenden Investitions-Portfolio dem Zweck, negative Auswirkungen des Mental Accountings zu reduzieren. Drittens trägt ein verbindlicher Ausweis des zeitlichen Erfolgs geplanter Investitionen zur Identifikation suboptimaler Investitionsvorhaben bei, die gemäß dem Immediately-Effekt zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtet sind. Schließlich entschärft viertens die Vorgabe, dass Sunk Costs keine relevante Grundlage zur Fundierung von Investitionsentscheidungen darstellen und dementsprechend bei der Entscheidungsfundierung nicht zu berücksichtigen sind, das Problem des unangemessenen Festhaltens an verlustreichen Investitionen.<sup>993</sup>

Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen im Anlagemanagement unterstützen letztlich auch eine Vermeidung negativer Auswirkungen des Overconfidence- und Optimismus-Effekts sowie der Kontrollillusion, die der erweiterten *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* zuzurechnen sind. Die Beteiligung des Finanzcontrollings am gesamten Investitionsplanungs- und Investitionskontrollprozess schafft die Möglichkeit, Finanzmanagern relevante Informationen gezielt bereitzustellen und sie dahingehend anzuregen, Einschätzungen bezüglich des Erfolgs geplanter Investitionen kritisch zu überdenken. Inwiefern dies zu einer Vermeidung

---

<sup>992</sup> Vgl. den folgenden Abschnitt „Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts“.

<sup>993</sup> Vgl. Conlon/Leatherwood (1989), S. 52. Vgl. allgemein auch Weber et al. (2003), S. 28.

Abschließend zur Erörterung der evaluating-Annahme sei erwähnt, dass durch das Treffen von Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen im Anlagemanagement der kognitiven Beschränkung in Form der Regret Theory nur schwerlich zu begegnen ist. Lediglich die Vorgabe, dass Aufgabenträger des Finanzcontrollings an Investitionsentscheidungen zu beteiligen sind, kann negative Auswirkungen der Regret Theory reduzieren helfen. Demnach könnten Finanzmanager innovative, erfolgversprechende Investitionsvorhaben – insbesondere im Bereich der Realinvestitionen (vgl. Kapitel 3.2.1.2.1.2) – aufgrund der Regret Theory vernachlässigen, weil das Unbekannte ihnen ein starkes Gefühl von Unsicherheit gibt und sie aus Angst, das Einschlagen eines solch innovativen Weges in Zukunft möglicherweise bedauern zu müssen, innovative Investitionsalternativen außer Acht lassen. Die Beteiligung des Finanzcontrollings kann helfen, die individuell von Finanzmanagern gefühlte Last der Verantwortung zu reduzieren. Vgl. ähnlich Weber et al. (2003), S. 22.



und Reduktion kognitiver Beschränkungen der expecting-Annahme beiträgt, wird im Rahmen der Ausarbeitung der beiden folgenden Maßnahmen näher erörtert.

### ***Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen***

Das Finanzcontrolling verbessert die Qualität der im Anlagemanagement getroffenen Entscheidungen, indem es Finanzmanager gezielt mit denjenigen Informationen versorgt, die im Hinblick auf bestehende kognitive Beschränkungen kritisch sind. Abhängig von der kognitiven Beschränkung resultieren hieraus unterschiedlichste Informationslieferungen.

Mit Blick auf die *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* ist eine Informationsversorgung der Finanzmanager zu fordern, auf deren Grundlage sich die Wahrscheinlichkeit reduziert, dass Finanzmanager rentable Investitionsalternativen schlicht übersehen oder aufgrund eines unangemessenen Einsatzes von Investitionsrechenverfahren fehlerhaft beurteilen. In Bezug auf Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager bedeutet dies, dass die Aufgabenträger des Finanzcontrollings ihr spezifisches Wissen in das Anlagemanagement einbringen, das aus einem anderen Erfahrungskontext stammt und somit zu einer sinnvollen Erweiterung der genutzten Wissensbasis führt.<sup>994</sup> Das Finanzcontrolling sollte sowohl proaktiv als auch reaktiv Vorschläge und Informationen zu rentablen Investitionsmöglichkeiten kommunizieren, wenn diese vom Finanzmanagement übersehen werden, oder auch proaktiv und reaktiv eingreifen, wenn Wissenslücken einem angemessenen Einsatz von Investitionsrechenverfahren entgegenstehen.<sup>995</sup>

Des Weiteren befördert das Finanzcontrolling eine Rationalitätssicherung im Anlagemanagement, wenn es speziell im Hinblick auf die Verfügbarkeitsheuristik unternehmensexterne, zukunftsorientierte Marktinformationen beschafft und aufbereitet, um der Gefahr vorzubeugen, dass Finanzmanager lediglich unternehmensinterne Informationen bei der Identifikation ren-

---

<sup>994</sup> Die Analyse von Gruppenentscheidungen wurde aus der vorliegenden Untersuchung ausgeschlossen (vgl. Kapitel 1.3). Allgemein anzumerken ist, dass im Rahmen von Gruppenprozessen spezielle kognitive Beschränkungen wirksam sein können, die Rationalitätsdefizite hervorrufen. Dennoch besitzen Gruppenentscheidungen auch Vorteile gegenüber individuell getroffenen Entscheidungen, von denen im aktuellen Kontext der folgende relevant ist: „The [...] arguably most important reason that groups improve decision making is statistical. Groups increase the effective sample size of experience used to make a decision. The result is that on tasks that require novel solutions – such as creativity or hypothesis generation tasks – groups hold more diverse perspectives than any one individual. And on tasks that require estimation – such as forecasting and evaluation tasks – the larger the sample and diversity of cue-usage in groups makes the combination of individual judgments a powerful way to reduce individual error.“ Larrick (2004), S. 326 f. Vgl. darüber hinaus Fußnote 950.

<sup>995</sup> Mit Bezug zum Investitionscontrolling vgl. Rösger (2000b), S. 48 und 90. Gemäß BLOHM, LÜDER und SCHAEFER sind insbesondere auch Investitionsalternativen zu erwägen, die zunächst abwegig erscheinen, um die Dynamik des Unternehmens zu sichern. Vgl. Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 27.

tabler Investitionen berücksichtigen.<sup>996</sup> Um speziell einer Anwendung der Repräsentativitätsheuristik zu begegnen, sollte das Finanzcontrolling dem Finanzmanagement darüber hinaus Informationen und Auswertungen zur Verfügung stellen, in denen relevante Daten, wie beispielsweise Basisraten, berücksichtigt werden, um statistisch nicht haltbare Investitionsplanungen zu bekämpfen. Auch in Bezug auf die Verankerungs- und Anpassungsheuristik leistet das Finanzcontrolling durch eine entsprechende Informationsversorgung einen Beitrag zur Rationalitätssicherung im Anlagemanagement. Zum einen muss es darauf achten, Finanzmanagern gerade in frühen Phasen der Investitionsplanung keine falschen Anker der Entscheidungsfundierung zur Verfügung zu stellen.<sup>997</sup> Zum anderen sollte es sich dafür einsetzen, dass bei der Planung von Investitionsvorhaben Erfolgsgrößen stets in Intervallen angegeben und kommuniziert werden. RUSSO und SCHOEMAKER konstatieren: „One of the most effective deanchoring techniques we know is to move directly to providing a confidence range without first providing a ‚best guess‘ answer.“<sup>998</sup>

Um das Wirksamwerden von Bestätigungsverzerrungen zu vermeiden, sollten die Aufgabenträger des Finanzcontrollings des Weiteren genau darauf achten, welche objektiv betrachtet relevanten Informationen von den einzelnen Finanzmanagern nicht wahrgenommen werden, weil sie nicht in das Glaubens- und Gedankensystem des jeweiligen Managers passen. Mit diesem Wissen lässt sich die gleichermaßen proaktive wie auch reaktive Maßnahme umsetzen, Finanzmanager gezielt darauf hinzuweisen, welche Wahrnehmungslücken einer verbesserten Identifikation rentabler Investitionsmöglichkeiten entgegenstehen.<sup>999</sup>

Eine auf kognitive Beschränkungen der Finanzmanager abgestimmte Informationsversorgung ist auch für den Bereich der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* zu fordern. Wie die Analyse der Rationalitätsdefizite gezeigt hat, besteht in wirtschaftlich schlechten Zeiten entsprechend der Prospect Theory und der hiermit im Zusammenhang stehenden Verlustaversion die Gefahr, dass Finanzmanager unangemessen risikoreiche Investitionen vorantreiben. Neben der Kommunikation von Risikoaspekten in der Informationsversorgung des Finanzmanagements ist dafür zu sorgen, dass die Planung aller Investitionsvorhaben möglichst lösgelöst von der aktuellen wirtschaftlichen Situation erfolgt. Dies bedeutet beispielsweise, dass Investitions-

---

<sup>996</sup> Gleichfalls kann das Finanzcontrolling der ausschließlichen Nutzung einer schnell und allgemein verfügbaren, unternehmensweiten Diskontierungsrate bei der eigentlichen Bewertung eines Investitionsvorhabens begegnen, indem es proaktiv Informationen zu investitionsspezifischen Anpassungen der Diskontierungsrate zur Verfügung stellt.

<sup>997</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 86.

<sup>998</sup> Russo/Schoemaker (2002), S. 97. Vgl. auch Russo/Schoemaker (2002), S. 104-107.

<sup>999</sup> Mit Bezug auf das Phänomen verspäteter Projektabbrüche vgl. Shefrin (2007), S. 52.

anträge nicht in einer Form ausgestaltet werden, bei der die aktuelle wirtschaftliche Situation übertrieben dramatisch und umfänglich dargestellt wird. Unabhängig von der jeweils bestehenden Gewinnsituation eines Unternehmens sollten Investitionen adäquaten Rentabilitäts- und Risikokriterien gerecht werden.<sup>1000</sup> Im Hinblick auf das Phänomen des Mental Accounting erreicht das Finanzcontrolling eine rationalitätssichernde Wirkung, wenn es Finanzmanager mit Informationen versorgt, in denen Real- und Finanzinvestitionen aus der Perspektive eines Portfolios heraus beurteilt werden. Wird in der Informationsversorgung die jeweils zu planende Investitionsalternative in das gesamte Spektrum bestehender Investitionen eingebettet, so fördert dies das Verständnis der Finanzmanager für relevante Zusammenhänge. Gleichfalls entfaltet eine Informationsversorgung über die zeitliche Verteilung des Erfolgs geplanter Investitionen positive Wirkungen auf das Anlagemanagement. Hierdurch wird die Planung und Umsetzung eines Investitionsprogrammes unterstützt, das nicht infolge des Immediately-Effekts zu stark am kurzfristigen Erfolg ausgerichtet ist. Schließlich ist bezüglich des Sunk Cost-Effekts eine Informationsversorgung geeignet, bei der die Aufgabenträger des Finanzcontrollings regelmäßig und zeitnah Statusberichte zum Erfolg laufender Investitionsprojekte liefern, in denen insbesondere die Kriterien des Erfolgs, die noch zu erwartenden Kosten einer Investition und die Möglichkeit des Scheiterns einer getätigten Investition explizit kommuniziert werden.<sup>1001</sup>

Die Informationsversorgung des Finanzmanagements sollte nicht nur kognitiven Beschränkungen der resourceful- und evaluating-Annahme, sondern auch denen der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* angemessen Rechnung tragen. Im Rahmen der Planung von Investitionsvorhaben stellt sich das Problem, dass die zu prognostizierenden Zahlungsströme meist in entfernterer Zukunft liegen und somit ein hohes Maß an Unsicherheit aufweisen. Auch bedeutende Rahmendaten, wie beispielsweise das allgemeine Zinsniveau oder auch das Marktwachs-

---

<sup>1000</sup> In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass keine Technik bekannt ist, auf deren Grundlage sich die Form der S-förmigen Nutzenfunktion verändern ließe. Entsprechend ARKES ist davon auszugehen, dass durch eine geeignete, informationelle Rahmgebung lediglich die folgenden beiden Einflussmöglichkeiten bestehen: „[T]echniques do nothing to alter the shape of the psychophysical curve [die S-förmige Nutzenfunktion der Prospect Theory, R. M.]. Psychophysically based judgment errors occur because the relation between external stimuli and psychological responses to those stimuli is nonlinear. Because the shape of the curve depicting this relation is given, debiasing consists of changing either the location of the options or the location of one's reference point on the curve [beispielsweise durch die Maxime ‚Heute ist der erste Tag vom Rest Deines Lebens‘, R. M.]“ Arkes (1991), S. 496.

<sup>1001</sup> Vgl. Staw/Ross (1987), S. 73; Ghosh (1997), S. 88 und 102-104.

Für eine experimentelle Bestätigung der positiven Auswirkungen regelmäßiger Projektfortschrittsberichte vgl. darüber hinaus Rubin/Brockner (1975); Brockner et al. (1982).

Schließlich können auch KADOUS und SEDOR zeigen, dass Entscheidungsträger, die bewusst nach abbruchsrelevanten Informationen gesucht haben, fehlschlagende Investitionsprojekte häufiger abbrechen. Vgl. Kadous/Sedor (2004).

tum sind ständigen Veränderungen unterworfen und somit unsicher. Finanzmanager vernachlässigen diese Unsicherheit häufig, indem sie rein subjektive Zukunftsprognosen anstellen und diese als alleinige Grundlage der Entscheidungsfundierung heranziehen. In diesem Kontext entfalten sich insbesondere Overconfidence- und Optimismus-Effekte sowie das Phänomen der Kontrollillusion.<sup>1002</sup> Das Finanzcontrolling reduziert diese Beschränkungen jedoch, indem es gezielt Informationen zu spezifischen Vor- beziehungsweise Nachteilen der jeweils zu beurteilenden Investition im Vergleich zu unternehmensinternen oder auch -externen Benchmarks bereitstellt.<sup>1003</sup> Bei der Berücksichtigung dieser Benchmarks eröffnet sich die Möglichkeit, Zahlungsfolgen und Rahmenbedingungen des zu beurteilenden Investitionsvorhabens durch eine Übertragung von Informationen möglichst ähnlicher, bereits realisierter Investitionen angemessen zu fundieren.<sup>1004</sup> LOVALLO und KAHNEMAN erklären die hohe Bedeutung dieser Maßnahme wie folgt: „By supplementing traditional forecasting processes, which tend to focus on a company’s own capabilities, experiences, and expectations, with a simple statistical analysis of analogous efforts completed earlier, executives can gain a much more accurate understanding of a project’s likely outcome. Such an *outside view*, as we call it, provides a reality check on the more intuitive *inside view*, reducing the odds that a company will rush blindly into a disastrous investment of money and time.“<sup>1005</sup> SHEFRIN nennt beispielhafte Fragestellungen, die auf der Grundlage von Informationen zu Benchmarks zu beantworten sind: „What proportion came in under budget, at budget, and over budget? What proportion came in ahead of schedule, on schedule, and behind schedule? How do we rank our abilities relative to other managers? How thorough have we been in preparing cash flow forecasts? Are our forecasts too bold? Given how able we believe ourselves to be relative to other managers, and given the general success rates,

---

<sup>1002</sup> Es ist anzumerken, dass im Kontext hoher Unsicherheiten kognitive Beschränkungen allgemein eine große Virulenz entfalten. Insofern leistet die im Folgenden zu beschreibende Maßnahme nicht nur einen Beitrag zur Vermeidung kognitiver Beschränkungen der expecting-, sondern auch der resourceful- und evaluating-Annahme.

<sup>1003</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 18.

CAMERER und LOVALLO können experimentell bestätigen, dass Entscheidungsträger bei der Investitionsplanung Reaktionen und Fähigkeiten von Wettbewerbern systematisch vernachlässigen (Reference Group Neglect). Vgl. Camerer/Lovallo (1999), S. 315. Vgl. ähnlich Zajac/Bazerman (1991), S. 37.

Am Beispiel des Erwerbs strategischer Beteiligungen, die im Bereich der Finanzinvestitionen zu verorten sind, zeigt KRUPP auf, dass das Instrument des Benchmarkings wirkungsvolle Impulse zur Verbesserung des Investitionserfolgs geben kann. Vgl. Krupp (2004).

<sup>1004</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 18; Weber et al. (2006), S. 19 f.

Neben der Bereitstellung ergänzender Informationen zu vergleichbaren Investitionen kann das Finanzcontrolling beispielsweise auch computerbasierte Simulationen durchführen, bei denen Zahlungsfolgen und zugehörige Wahrscheinlichkeiten über mathematische Modelle ermittelt werden. Vgl. Weber et al. (2006), S. 19 f.

<sup>1005</sup> [Hervorhebungen im Original], Lovallo/Kahneman (2003), S. 58.

are our capital budgeting forecasts reasonable or are we instead being excessively optimistic and overconfident?<sup>1006</sup>

### ***Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts***

Die Beteiligung des Finanzcontrollings wirkt sich vornehmlich dann positiv auf die Qualität der im Anlagemanagement getroffenen Entscheidungen aus, wenn die Aufgabenträger des Finanzcontrollings Finanzmanager im Rahmen eines strukturierten Konflikts (Devil's Advocacy) dazu herausfordern, die Vorteilhaftigkeit der jeweils präferierten Investitionsvorhaben kritisch zu überdenken.<sup>1007</sup> Finanzmanager müssen sich mit der Frage auseinandersetzen, ob plausibel erscheinende Marktentwicklungen eintreten können, die das diskutierte Investitionsvorhaben als komplette Fehlinvestition entlarven (Consider-the-Opposite) oder sich alternative Marktentwicklungen ereignen können, die andere Investitionsmöglichkeiten rentabler erscheinen lassen als das präferierte Vorhaben (Consider-the-Alternatives). Verfahren, in denen diese Fragestellungen fest verankert sind, und die deshalb bei der Fundierung (großer) Investitionsentscheidungen zum Einsatz kommen sollten, repräsentieren Sensitivitäts- und Szenarioanalysen.<sup>1008</sup> Auf der Basis von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen lässt sich die Anfälligkeit durchgeführter Berechnungen gegenüber Fehlprognosen und unvorhergesehenen Umweltänderungen näher untersuchen,

---

<sup>1006</sup> Shefrin (2007), S. 47. Vgl. ähnlich Kahneman/Tversky (1982), S. 416.

Abschließend sei erwähnt, dass GIGERENZER und HOFFRAGE experimentell nachweisen können, dass Entscheidungsträger angemessenere Wahrscheinlichkeitsurteile ableiten, wenn statt prozentualer Wahrscheinlichkeitswerte die Häufigkeit des Eintritts eines Ereignisses in einem bestimmten Zeitintervall verarbeitet wird (Frequency Formats). Vgl. Gigerenzer/Hoffrage (1995).

Auf dieser Erkenntnis aufbauend konnte SEDLMEIER nachweisen, dass sowohl Schulungen, in denen Entscheidungsträger darin geschult werden, in Frequency Formats zu denken, als auch die Maßnahme, eine Problemsituation in Frequency Formats zu formulieren statt auf der Basis prozentualer Wahrscheinlichkeitswerte, die Ableitung von Wahrscheinlichkeitsurteilen nachhaltig verbessern kann. Vgl. Sedlmeier (1999).

<sup>1007</sup> CARR und TOMKINS, die auf Basis einer Befragung von 71 internationalen Automobilzulieferern die Entscheidungsqualität strategischer Investitionen analysieren, unterstreichen im Ergebnis die Notwendigkeit, Finanzmanager durch die Einrichtung eines Devil's Advocate zu unterstützen. Vgl. Carr/Tomkins (1998), S. 233.

Für einen allgemeinen Hinweis auf die Zweckmäßigkeit einer Hinterfragung von Erfolgsfaktoren vgl. darüber hinaus Pieroth (2002), S. 343.

<sup>1008</sup> Weitere Techniken, die eine Implementierung der Consider-the-Opposite- und Consider-the-Alternatives-Strategien erlauben, umfassen beispielsweise die Erarbeitung von Entscheidungsbäumen, die Auflistung von Pro- und Kontra-Argumenten zu den jeweiligen Alternativen oder auch die Suche nach vergleichbaren Entscheidungen aus der Vergangenheit. Vgl. Russo/Schoemaker (2002), S. 110-124.

wodurch die Robustheit generierter Erfolgsgrößen einer Investitionsplanung sichergestellt wird.<sup>1009</sup>

Im Hinblick auf kognitive Beschränkungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* wird durch den Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen und die hierbei stattfindende kritische Hinterfragung getroffener Annahmen erreicht, dass Finanzmanager Informationen und Marktentwicklungen ins Auge fassen, die sie andernfalls aufgrund bestehender Wissensbeschränkungen, mentaler Modelle, der Anwendung von Heuristiken oder auch Bestätigungsverzerrungen unberücksichtigt lassen würden. Zudem unterstreicht die eingehende Analyse getroffener Annahmen und das kritische Hinterfragen der auf der Basis dieser Annahmen ermittelten Erfolgsgrößen die Notwendigkeit, Entscheidungen über die Verwendung finanzieller Mittel stets durch den Einsatz von Investitionsrechenverfahren hinreichend zu fundieren. Gleichfalls wird im Rahmen dieser Diskussionen auch ein Bewusstsein dafür geschaffen, dass die quantitative Berechnung des antizipierten Erfolgs einer Investition Finanzmanagern keine Sicherheit geben kann, dass alternative Entwicklungen nicht möglich sind.<sup>1010</sup>

Das kritische Hinterfragen und der Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen tragen ferner zu einer Vermeidung und Reduktion kognitiver Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* bei. Die Consider-the-Opposite- und Consider-the-Alternatives-Strategien verdeutlichen bestehende Risiken eines Investitionsvorhabens. Die Gefahr, in wirtschaftlich schlechten Zeiten aufgrund der Prospect Theory und der Verlustaversion übermäßig risikoreiche Investitionen zu initiieren, wird hierdurch verkleinert. Gleichfalls lassen sich in die Diskussion

---

<sup>1009</sup> Vgl. Bosse (2000), S. 222-226; Rösger (2000b), S. 77 und 210 f.; Weber et al. (2006), S. 21 f.

Für eine detaillierte Erörterung der hohen Bedeutung von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen zur Adressierung kognitiver Beschränkungen vgl. Russo/Schoemaker (2002), S. 101-104 und 116-123.

Für allgemeine Hinweise bezüglich des Nutzens von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen vor dem Hintergrund kognitiver Beschränkungen vgl. Nitzsch (2002), S. 160-162.

Sensitivitätsanalysen bieten zum einen die Möglichkeit, den Einfluss auf das entwickelte Entscheidungsmodell näher zu untersuchen, der sich aus Änderungen potentiell bedeutsamer Inputdaten (beispielsweise dem Zinsniveau oder auch der Dauer der Investition) ergibt. Zum anderen können die ermittelten Ergebnisänderungen in Relation zu den vorgenommenen Veränderungen der Eingangswerte gesetzt werden. Auf diese Weise kann der für den Erfolg bedeutsamste Eingangswert identifiziert und einer eingehenderen Analyse unterzogen werden. Die Anwendung von Sensitivitätsanalysen kann jedoch zu einem Verlust wichtiger Informationen führen, da jeweils nur die Veränderung einzelner Parameter betrachtet wird. Komplementäre oder substitutive Beziehungen zwischen den Parametern sind somit ausgeblendet. Aus diesem Grund sind Sensitivitätsanalysen stets um Szenarioanalysen zu ergänzen. Dadurch lassen sich nicht nur die Effekte einzelner Parameteränderungen, sondern auch Effekte auf das Ergebnis einer Investition analysieren, die beim Auftreten alternativer Umweltkonstellationen wirksam werden. Vgl. Weber et al. (2006), S. 21 f.

<sup>1010</sup> Die Quantifizierung unsicherer Zahlungsfolgen und Rahmenbedingungen – beispielsweise im Rahmen der Anwendung der Kapitalwertmethode – kann das Vorliegen einer Genauigkeit suggerieren, die in Wirklichkeit nicht gegeben ist. Insofern ist es wichtig, dass sich das Finanzmanagement der tatsächlich existierenden Unwägbarkeiten stets bewusst ist. Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 45.

der Sensitivitäts- und Szenarioanalysen die Auswirkungen und Zusammenhänge zu anderen Investitionen integrieren, wodurch das Problem bekämpft wird, dass Finanzmanager entsprechend dem Mental Accounting eine isolierte Beurteilung vornehmen.<sup>1011</sup> In diesem Rahmen können zudem unterschiedliche zeitliche Verteilungen des Erfolgs näher analysiert werden, um dem Immediately-Effekt zu begegnen, der im Anlagemanagement eine zu starke Orientierung am kurzfristigen Erfolg erwarten lässt.<sup>1012</sup>

Die Austragung eines strukturierten Konflikts auf der Basis von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen bietet sich auch an, um kognitive Beschränkungen der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* zu bekämpfen. Der Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen befördert Wahrscheinlichkeitsurteile, in denen sich Overconfidence- und Optimismus-Effekte sowie das Phänomen der Kontrollillusion weniger stark niederschlagen können, da das Verständnis für die Unwägbarkeiten und Unsicherheiten geschärft wird, mit denen insbesondere die Planungen langfristiger Investitionsvorhaben verknüpft sind.<sup>1013</sup> Dem Finanzmanagement wird hierdurch die Möglichkeit genommen, Unsicherheiten herunterzuspielen oder sogar gänzlich zu ignorieren. Hierzu ist es hilfreich, wenn den Aufgabenträgern des Finanzcontrollings das systematische Auftreten optimistisch verzerrter Prognosen durch Finanzmanager bewusst ist.<sup>1014</sup> Ihnen sollte auch bewusst sein, dass ein Finanzmanager, der auf große Erfolge aus der näheren Vergangenheit zurückblicken kann, einer besonders hohen Gefahr ausgesetzt ist, dass die von ihm vorgenommenen Einschätzungen überzogen optimistisch ausfallen und ein ungerechtfertigt hohes Maß an Selbstsicherheit widerspiegeln.<sup>1015</sup> Aufgrund dieses Wissens und der Tatsache, dass grundsätzlich die negativen Einflüsse des Overconfidence- und Optimismus-Effekts sowie der Kontrollillusion bei den jeweiligen Initiatoren von Investitionsvorhaben stark ausgeprägt sind,<sup>1016</sup>

---

<sup>1011</sup> Zur Notwendigkeit der gesamtheitlichen Betrachtung bestehender Investitionsmöglichkeiten vgl. beispielsweise Mensch (2002), S. 353 f.

<sup>1012</sup> In Bezug auf den Sunk Cost-Effekt besteht ebenfalls die Möglichkeit, Sensitivitäts- und Szenarioanalysen einzusetzen, um die zukünftige Entwicklung bereits laufender Investitionen aufzuzeigen. Im Falle eines in der Vergangenheit wenig erfolgreich verlaufenen Projekts besteht hierbei die Möglichkeit, realistische Einschätzungen des noch zu erwartenden Erfolgs zu befördern und das Treffen einer Abbruchsentscheidung zu unterstützen.

<sup>1013</sup> RÖSGEN führt aus, dass Sensitivitätsanalysen wesentlich zur Transparenz des Entscheidungsprozesses beitragen und somit ein Bewusstsein für die hohe Bedeutung des Risikos in Investitionskalkülen schaffen. Vgl. Rösger (2000b), S. 216.

<sup>1014</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 17.

<sup>1015</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 18.

Wie bereits in Fußnote 510 angedeutet, verstärken vergangene Erfolge das Phänomen der Kontrollillusion sowie die negativen Auswirkungen von Overconfidence- und Optimismus-Effekten.

<sup>1016</sup> Vgl. Fußnote 430 und die dort angegebene Literatur.

jedoch weniger stark bei Dritten, bestehen gute Chancen, dass überzogen optimistische Einschätzungen aufgedeckt und vermindert werden.<sup>1017</sup>

### ***Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen***

Abschließend zur Diskussion grundlegender Maßnahmen, die eine Reduktion kognitiver Beschränkungen im Aufgabenbereich des Anlagemanagements versprechen, ist die Durchführung von Kontrollen zu erörtern, die sich über die Investitionsantragskontrolle, die mitlaufende Kontrolle sowie die Nachkontrolle erstrecken sollten.<sup>1018</sup>

In der Investitionsantragskontrolle werden die vom Finanzmanagement getroffenen Einschätzungen und Prognosen validiert. Hierbei überprüft das Finanzcontrolling, ob die in die Beurteilung eines Investitionsvorhabens einfließenden Inputdaten angemessen sind, und es kontrolliert – möglicherweise unterstützt durch geeignete Prozesskennzahlen – im Rahmen eines Prozessaudits, ob geeignete Verfahren zur Beurteilung des Vorhabens unter Beachtung relevanter Prämissen korrekt angewandt wurden.<sup>1019</sup> Somit wird überprüft, ob den Vorgaben zum Input und Ablauf des Entscheidungsprozesses Rechnung getragen wird und insbesondere nicht die bereits identifizierten typischen Rechnungsfehler auftreten oder die bereits adressierten potentiellen Rechnungsmanipulationen. Das Ergebnis der vom Finanzcontrolling durchzuführenden Investitionsantragskontrolle sollte sich in einer kritischen Beurteilung niederschlagen, ob und inwiefern sich die aus Sicht des Finanzmanagements zu präferierenden Investitionsalternativen mit den Investitionsempfehlungen aus der externen Sicht des Finanzcontrollings decken.<sup>1020</sup> Um kognitiven Beschränkungen entgegenzuwirken, die nach getroffenen Investitionsentscheidungen auftreten, ist die Kontrollfunktion vom Finanzcontrolling schließlich auch im Rahmen einer mitlaufenden Kontrolle sowie im Rahmen einer Nachkontrolle auszufüllen. Hierdurch eröffnet sich die Möglichkeit, Planabweichungen möglichst frühzeitig zu erkennen,<sup>1021</sup> entsprechende

---

<sup>1017</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 18.

<sup>1018</sup> Vgl. Fußnote 975 und die dort angegebene Literatur.

<sup>1019</sup> Vgl. Rösgen (2000a), S. 256; Mensch (2002), S. 356.

<sup>1020</sup> Vgl. Weber et al. (2006), S. 18.

<sup>1021</sup> Um Planabweichungen ermitteln zu können, ist es notwendig, geeignete Planvorgaben im Anschluss an die Entscheidung zur Durchführung einer Investition festzulegen und zu dokumentieren. In der Regel erfolgt dies im Rahmen der Investitionsbudgetierung, bei der unternehmensweit identifizierte Investitionsmöglichkeiten sowohl untereinander als auch mit den im Beschaffungsmanagement zu treffenden Finanzierungsentscheidungen koordiniert werden. Mit konkretem Bezug zum Finanzcontrolling vgl. Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 534 und 537. Mit allgemeinem Bezug zum (Investitions-)Controlling vgl. detailliert Rösgen (2000b), S. 56 f. und 217-230; Weber/Linder (2003); Weber et al. (2006), S. 15 f.; Weber/Schäffer (2006), S. 265-279.

Die für aussichtsreiche Investitionsvorhaben bereitgestellten Budgets sind als Zielvorgaben zu verstehen, die in Bezug auf die Umsetzung einen verbindlichen Charakter aufweisen. Somit ist die Budgetierung ein geeignetes Instrument, um die Kontrollfunktion bei der Durchführung der einzelnen Investitionen zu implementieren. Vgl. Ott (2000), S. 180; Rösgen (2000b), S. 219; Mensch (2002), S. 355.



Gegenmaßnahmen abzuleiten sowie Lerneffekte für die Durchführung zukünftiger Investitionsvorhaben zu erzielen.<sup>1022</sup>

Mit Blick auf die *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* trägt die Durchführung von Kontrollen zur Reduktion negativer Auswirkungen von Wissensbeschränkungen, mentalen Modellen, der Anwendung von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen bei, da die Aufgabenträger des Finanzcontrollings gemäß dem Vier-Augen-Prinzip das Übersehen relevanter Informationen oder auch die verzerrte Interpretation und Verarbeitung relevanter Informationen durch die Finanzmanager gezielt offenlegen und korrigieren können.<sup>1023</sup>

Gleichfalls dient eine phasenübergreifende, kritische Überprüfung von Investitionen der Bekämpfung kognitiver Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells*. Aufgabenträger des Finanzcontrollings, die ein Gespür für die Gefahren der im Zusammenhang mit der Prospect Theory stehenden Verlustaversion, des Mental Accountings, des Immediately-Effekts, des Sunk Cost-Effekts und der Regret Theory besitzen, können eine Verbesserung der Entscheidungsqualität im Anlagemanagement herbeiführen, indem sie die jeweiligen Mechanismen konkret am Beispiel der zur Diskussion stehenden Investition aufdecken.

Schließlich sind im Rahmen des Anlagemanagements auch Kontrollen durchzuführen, um eine Reduktion des Overconfidence- und Optimismus-Effekts sowie der Kontrollillusion zu bewirken,<sup>1024</sup> die als erweiternde kognitive Beschränkungen in die *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* integriert wurden. Nicht nur im Rahmen einer konkreten Investitionsentscheidung, sondern auch in einer dynamischen, langfristigen Perspektive verspricht diese Maßnahme eine hohe rationalitätssichernde Wirkung. In ihrem Überblick über verschiedene Studien kommen STONE und OPEL zu dem Ergebnis, dass ein gezieltes Feedback zur tatsächlich erreichten Performance eines Entscheidungsträgers überzogene Erfolgseinschätzungen bezüglich des eigenen Handelns wirksam reduzieren kann.<sup>1025</sup> Die Aufgabenträger des Finanzcontrollings können demzufolge die erzielbaren Lerneffekte steigern, wenn sie die auf der Basis der mitlaufenden Kontrolle sowie auf Grundlage der Nachkontrolle generierten Informationen zu

---

<sup>1022</sup> Eine Benchmarking-Studie zum Stand des Investitionscontrollings großer deutscher Unternehmen kommt zu dem Ergebnis, dass Investitionskontrollen in der Praxis nur sehr unzureichend wahrgenommen werden. Vgl. Weber et al. (2006), S. 73 f.

Diese Einschätzung wird durch einen Beitrag von LINDER unterstützt, der eine detaillierte Auswertung empirischer Ergebnisse zum Thema Investitionskontrolle vorstellt und diskutiert. Vgl. Linder (2006), S. 85 f. und die dort angegebene Literatur.

Zur unzureichenden Wahrnehmung der Investitionskontrolle vgl. darüber hinaus Blohm/Lüder/Schaefer (2006), S. 15-18.

<sup>1023</sup> Vgl. ähnlich Rösgen (2000b), S. 48 f.

<sup>1024</sup> Vgl. Bromiley/James-Wade (2003), S. 42.

<sup>1025</sup> Vgl. Stone/Opel (2000), insbesondere S. 282 und 305 f. und die dort angegebene Literatur.

aufgetretenen Planabweichungen aktiv nutzen, um Finanzmanager über die Qualität der von ihnen generierten Wahrscheinlichkeitsurteile aufzuklären. Diese Informationen decken auch übertrieben optimistische Einschätzungen bezüglich des Investitionserfolgs auf.<sup>1026</sup> Eine Möglichkeit der Bestrafung dafür besteht darin, die vergangene Performance bei der zukünftigen Zuteilung von Investitionsmitteln zu berücksichtigen.<sup>1027</sup> CLEMEN und LICHTENDAHL präsentieren einen Ansatz, bei dem die systematisch zu positiv gestalteten Wahrscheinlichkeitsurteile von Experten durch einen sogenannten Inflation Factor kalibriert werden.<sup>1028</sup> In einer Übertragung dieses Ansatzes auf die Situation des Finanzmanagers im Bereich des Anlagemanagements kann das Finanzcontrolling Daten vergangener Einschätzungen zu Erfolgswahrscheinlichkeiten von Investitionsvorhaben individuell für die einzelnen Finanzmanager aufbereiten, mit dem tatsächlich erreichten Investitionserfolg vergleichen und hieraus den Inflation Factor ermitteln. Zukünftige Einschätzungen der einzelnen Finanzmanager im Rahmen der Planung von Investitionsvorhaben können um diesen Inflation Factor bereinigt werden.<sup>1029</sup>

Die folgende Abbildung fasst die Rationalitätssicherung im Anlagemanagement abschließend zusammen (vgl. Abbildung 12).

Adressierung eigeninteressierten Handelns		Adressierung kognitiver Beschränkungen				
Anreizgestaltung	Kontrollen	Wissensvermittlung	Input- und Prozessvorgaben	Informationsversorgung	Strukturierter Konflikt	Kontrollen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliche Partizipation am Investitionserfolg</li> <li>• Sanktionierung persönlicher Bereicherungen</li> <li>• Belohnung genauer Planungen</li> <li>• Belohnung eines ausgewogenen Verhältnisses zwischen strategischem und operativem Investitionserfolg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Identifikation nicht sorgfältig fundierter Investitionsvorhaben</li> <li>• Offenlegung bewusst vorgenommener Manipulationen bei der Ausarbeitung von Investitionsvorhaben</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sensibilisierung für den angemessenen Umgang mit Komplexität und Dynamik</li> <li>• Vermittlung von Wissen zum adäquaten Einsatz von Investitionsrechenverfahren</li> <li>• Schilderung der Zusammenhänge zwischen kognitiven Beschränkungen und Fehlinvestitionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliche Vorgabe von Investitionsrichtlinien</li> <li>• Insbesondere Festlegung von Investitionsrechenverfahren (ergänzt durch Szenario- und Sensitivitätsanalysen) sowie die Verankerung einer Portfolio-Perspektive</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorschläge zu rentablen Investitionsmöglichkeiten</li> <li>• Lieferung unternehmensexterner, zukunftsorientierter Marktinformationen</li> <li>• Kommunikation von Erfolgsgrößen in Intervallen</li> <li>• Sachliche Darstellung der wirtschaftlichen Situation</li> <li>• Bereitstellung von Benchmarks</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analyse von Investitionen unter der Annahme des Scheiterns (Consider-the-Opposite)</li> <li>• Analyse von Investitionen unter der Annahme alternativer Entwicklungen (Consider-the-Alternatives)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliche Durchführung einer Investitionsantragskontrolle, einer mitlaufenden Kontrolle und einer Nachkontrolle von Investitionen</li> <li>• Analysen zum Ausmaß überzogener Erfolgserwartungen (Inflation Factor)</li> <li>• Klare, zeitnahe Feedbacks zur Performance</li> </ul>

Abbildung 12: Rationalitätssicherung im Aufgabenbereich des Anlagemanagements

<sup>1026</sup> Vgl. Weber et al. (2003), S. 19.

<sup>1027</sup> Vgl. Weber/Schäffer (2006), S. 330.

<sup>1028</sup> Vgl. detailliert Clemen/Lichtendahl (2002).

Für einen ähnlichen Ansatz vgl. Mukherjee (1991). Für allgemeine Hinweise vgl. Nitzsch (2002), S. 101 f.

<sup>1029</sup> CLEMEN und LICHTENDAHL sind sich bewusst, dass der beschriebene Ansatz zur Kalibrierung des Urteils auch mit Problemen verknüpft ist. Zum einen sind hinreichend viele Daten zu sammeln, über die der Inflation Factor ermittelt wird. Zum anderen ist das Problem zu berücksichtigen, dass die einzelnen Experten (beziehungsweise Finanzmanager), deren Wahrscheinlichkeitsurteile kalibriert werden, im Bewusstsein dieser Korrektur sogar absichtlich noch stärker verzerrte Wahrscheinlichkeitsurteile abgeben. Vgl. Clemen/Lichtendahl (2002), S. 12 f.

### 4.3.2 Aufgabenbereich Beschaffungsmanagement

Die Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement offenbart nicht nur Defizite im Anlage-, sondern auch im Beschaffungsmanagement. Für das Finanzcontrolling resultiert hieraus die Notwendigkeit, Maßnahmen zur Rationalitätssicherung im Beschaffungsmanagement umzusetzen, auf deren Grundlage eigeninteressiertes Handeln und kognitive Beschränkungen der Finanzmanager vermieden und reduziert werden.<sup>1030</sup>

#### 4.3.2.1 Rationalitätssicherung durch die Adressierung eigeninteressierten Handelns

##### *Angemessene Anreizgestaltung*

Mangelnde Sorgfalt bei der Fundierung von Finanzierungsentscheidungen (*arbeitscheues Verhalten*) bewirkt, dass Finanzmanager Maßnahmen der Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung unangemessen bevorzugen oder auch das im Rahmen der Außenfinanzierung bestehende Potential der Fremd- und Eigenkapitalbeschaffung nur unzureichend einschätzen und nicht umfassend genug ausschöpfen. Die Analyse relevanter Rationalitätsdefizite spricht in der Konsequenz für die Annahme, dass Finanzmanager in Zeiten einer schwachen Innenfinanzierungskraft Gefahr laufen, rentable Investitionsmöglichkeiten zu verspielen. Folglich sind Finanzmanagern bei fehlender Innenfinanzierungskraft Anreize zu gewähren, um eine im Hinblick auf den Betrag, die Befristung und die Finanzierungskosten adäquate Beschaffung finanzieller Mittel im Rahmen der Außenfinanzierung zu belohnen.<sup>1031</sup>

Zudem bewirken *abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen* von Finanzmanagern der Zentrale einen Abzug finanzieller Mittel über interne Kapitalmärkte von Geschäftsbereichen, die

<sup>1030</sup> Neben den Ergebnissen der vorliegenden Untersuchung lassen sich auch noch in weiteren Beiträgen aus der Literatur allgemeine Hinweise finden, die für eine Beteiligung des Finanzcontrollings im Bereich des Beschaffungsmanagements sprechen. Wenn auch mit Abgrenzungsproblemen zwischen Finanzmanagement und Finanzcontrolling behaftet, führen BURGER und ULBRICH aus: „Als übergeordnete Aufgaben des Finanzcontrollings sind die langfristige Finanzstrukturplanung sowie die mittel- und kurzfristige Liquiditätssteuerung und die damit verbundenen Kontrollaufgaben zu nennen [...]“. Burger/Ulbrich (2005), S. 467.

Vgl. auch Bösl (1997a), S. 117; Ossadnik (1998), S. 83; Ertl (2000), S. 568; Gillenkirch (2002), Sp. 533-535; Hoefener (2000), S. 32 sowie Mensch (2001), S. 20; Pfaff (2001), Sp. 735 und 740 f.; Weber/Weißberger (2002), S. 542; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 7 unter Betonung der Notwendigkeit einer adäquaten Beteiligung und Gestaltung der externen Finanzmarktkommunikation durch das Finanzcontrolling.

Von den genannten Autoren unterstreicht GILLENKIRCH speziell die hohe Bedeutung einer Adressierung des eigeninteressierten Handelns der Finanzmanager. Demnach hat das Finanzcontrolling bestehende Informations- und Anreizprobleme bei der Finanzierung durch eine angemessene Anreizgestaltung und die Durchführung von Kontrollen zu bekämpfen. Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 533 f.

<sup>1031</sup> Geeignet erscheint eine Belohnung, die Finanzmanager angemessen an dem Wert beteiligt, der auf der Basis der jeweils finanzierten Investition geschaffen wird. Wie bereits im Kontext des Anlagemanagements erwähnt (vgl. Kapitel 4.3.1.1), ist die Ermittlung dieser Bemessungsgrundlage jedoch im Bereich der Realinvestitionen mit Interdependenzproblemen behaftet.

rentabler sind als andere, aber dem jeweiligen Finanzmanager der Zentrale keine Vorteile bieten oder auch von konkurrierenden Managern geführt werden. Wie schon im Aufgabenbereich des Anlagemanagements sollte das Finanzcontrolling somit eine Gestaltung von Anreizen unterstützen, sodass zentral beschäftigte Finanzmanager angemessen an der Erreichung unternehmensweiter Erfolgsgrößen – wie beispielsweise der relativen Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals – partizipieren. Eine adäquate Beteiligung an unternehmensweiten Erfolgsgrößen motiviert Finanzmanager, ihre Finanzierungsentscheidungen auf internen Kapitalmärkten weniger aus der Perspektive des eigenen Ressorts, sondern verstärkt aus der Perspektive des konzernweit erzielbaren Erfolgs zu betrachten.<sup>1032</sup>

Speziell eine Bemessungsgrundlage der erfolgsabhängigen Entlohnung, die an der relativen Steigerung des Marktwertes des Eigenkapitals ansetzt, schafft darüber hinaus Anreize zur professionellen Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern. Die Notwendigkeit zur Schaffung dieses Anreizes resultiert auch aus abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen, die im Bereich des Beschaffungsmanagements zu berücksichtigen sind. Demnach hat die Untersuchung relevanter Rationalitätsdefizite gezeigt, dass diese Präferenzen eine restriktive Informationspolitik gegenüber (potentiellen) Kapitalgebern bewirken, wenn Finanzmanager nach einer Aufrechterhaltung bestehender Handlungsspielräume streben.

Da die Beschaffung von Fremdkapital das Insolvenzrisiko erhöht und damit die Arbeitsplatzsicherheit verkleinert, sind abweichende Karrierepräferenzen der Finanzmanager zudem als Erklärung für eine unangemessene Ausschöpfung des externen Fremdfinanzierungspotentials heranzuziehen.<sup>1033</sup> Das Finanzcontrolling kann auch dieses Problem durch eine angemessene Anreizgestaltung proaktiv bekämpfen. Eine Möglichkeit besteht darin, Analysen zum optimalen Verschuldungsgrad durchzuführen und Finanzmanager dafür zu belohnen, wenn sie durch eine entsprechende Finanzierungspolitik zu einer Annäherung an die optimale Kapitalstruktur beitragen. Da die Untersuchung der Rationalitätsdefizite auf eine zu schwache externe Fremdfinanzierung der Unternehmen hinweist und empirische Untersuchungen von COLES, DANIEL und NAVEEN, MEHRAN sowie AGRAWAL und MANDELKER die Annahme unterstützen, dass ein zunehmender Besitz von Aktien und Aktienoptionen in Händen des Managements mit einer

---

<sup>1032</sup> Vgl. Winter (1996), S. 70.

<sup>1033</sup> Wie bereits in Fußnote 602 angedeutet, ist die Frage nach den Bestimmungsgrößen der Kapitalstruktur ein komplexes Problem, bei dem unterschiedlichste Einflussfaktoren und Interessenlagen zu berücksichtigen sind. Die getroffene Aussage repräsentiert eine vereinfachende Sichtweise, bei der die Konstanz aller anderen Faktoren angenommen wird. Für eine detaillierte Darstellung des breiten Forschungsfeldes zur Frage der optimalen Kapitalstruktur, in der explizit die Interessenlagen der Manager sowie Eigen- und Fremdkapitalgeber berücksichtigt werden, vgl. insbesondere Douglas (2002).

verstärkten Fremdfinanzierung korreliert, erscheint eine Belohnung in Form von Aktien und Aktienoptionen geeignet.<sup>1034</sup> „[W]e find that the security holdings of managers of firms with a debt-equity ratio that increases are larger than those for which this ratio decreases. [...] Thus, when firms make financing decisions, executive security holdings seem to have a role in reducing agency problems.“<sup>1035</sup>

Schließlich wurde bei der Ursachenergründung von Rationalitätsdefiziten des Beschaffungsmanagements in der Kategorie eigeninteressierten Handelns auch die Relevanz **abweichender Zeitpräferenzen** diskutiert. Sie erklären, dass auf der Basis interner Kapitalmärkte (langfristig) rentablen Geschäftsbereichen finanzielle Mittel entzogen werden, wenn diese keine Generierung kurzfristiger Erfolge versprechen. Ein duales Anreizsystem, bei dem Finanzmanager dafür belohnt werden, wenn sie durch entsprechende Finanzierungsmaßnahmen zu einer ausgewogenen Verteilung des operativen und strategischen Erfolgs beitragen, unterstützt die proaktive Vermeidung dieses Defizits. Des Weiteren stehen abweichende Zeitpräferenzen einer langfristig ausgerichteten, intensiven Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern entgegen. Analog zur Erörterung abweichender Konsum- und Karrierepräferenzen sind auch aus diesem Grund Finanzmanager beispielsweise auf der Grundlage einer Partizipation an der relativen Steigerung des Marktwerts des Eigenkapitals oder durch Bonuszahlungen bei der Erreichung guter Ratingurteile dazu zu motivieren, eine kontinuierliche, intensive Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern zu pflegen.<sup>1036</sup>

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums***

Der Virulenz arbeitsscheuen Verhaltens sowie abweichender Konsum-, Karriere- und Zeitpräferenzen tritt das Finanzcontrolling durch die Wahrnehmung von Kontrollaufgaben und die damit einhergehende Verkleinerung des Handlungsspielraums der Finanzmanager entgegen.<sup>1037</sup>

Wie schon bei Investitionsentscheidungen, hat das Finanzcontrolling auch bei Finanzierungsentscheidungen eine angemessene ökonomische Fundierung dieser Entscheidungen zu kontrollieren und einzufordern. In der Konsequenz eröffnet sich die Chance, potentiell aus **arbeits-**

---

<sup>1034</sup> Vgl. detailliert Agrawal/Mandelker (1987); Mehran (1992); Coles/Daniel/Naveen (2006).

<sup>1035</sup> Agrawal/Mandelker (1987), S. 836.

<sup>1036</sup> Wie schon im Aufgabenbereich des Anlagemanagements erwähnt, wirkt zudem eine mit der Dauer der Zugehörigkeit zum Unternehmen steigende Entlohnung den negativen Auswirkungen abweichender Zeitpräferenzen der Finanzmanager entgegen.

<sup>1037</sup> Neben den Ergebnissen der vorliegenden Untersuchung sprechen auch allgemeine Hinweise aus der Literatur zum Finanzcontrolling dafür, dass die Durchführung von Kontrollen eigeninteressiertem Handeln der Finanzmanager im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements entgegenwirken sollte. Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 536.

Zur allgemeinen Notwendigkeit der Finanzkontrolle vor dem Hintergrund eigeninteressierten Handelns vgl. darüber hinaus Franke/Hax (2003), S. 132 f.

**scheuem Verhalten** resultierende, ökonomisch nicht zu rechtfertigende Finanzierungsmaßnahmen zu identifizieren. Handlungsspielräume der Finanzmanager, die in Zeiten hoher Cash Flows ökonomisch unangemessene Maßnahmen der Innenfinanzierung und in Zeiten niedriger Cash Flows einen ungerechtfertigten Verzicht auf Maßnahmen der Außenfinanzierung nach sich ziehen, werden somit begrenzt.

Die Durchführung von Kontrollen unterstützt ferner eine Beseitigung der durch **abweichende Konsum-, Karriere- und Zeitpräferenzen** verursachten Defizite im Beschaffungsmanagement. Verlustbringende Finanzierungsmaßnahmen auf internen Kapitalmärkten werden durch entsprechende Kontrollen des Finanzcontrollings ebenso aufgedeckt wie eine unzureichende externe Fremdfinanzierung oder auch eine Vernachlässigung der professionellen, intensiven Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern.<sup>1038</sup>

#### 4.3.2.2 Rationalitätssicherung durch die Adressierung kognitiver Beschränkungen

##### **Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen**

Innerhalb der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells** erklären Wissensbeschränkungen, mentale Modelle und die Anwendung von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen, dass Finanzmanager fehlerhafte Prognosen finanzwirtschaftlicher Größen aufstellen – beispielsweise Prognosen zur erwarteten Entwicklung von Zinssätzen –, die sich in einer Beschaffung zu kurzfristigen Fremdkapitals niederschlagen, oder dass Finanzmanager Maßnahmen zur Eigenkapitalbeschaffung im Rahmen der Außenfinanzierung vernachlässigen, da sie ungerechtfertigt von einer Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens ausgehen.<sup>1039</sup> Die Wissensvermittlung sollte folglich thematisieren, wie sich eine systematisch fehlerhafte Informationsverarbeitung der Finanzmanager in suboptimalen Finanzierungsentscheidungen niederschlägt. Konkret sind Finanzmanagern somit die von BREALEY, MYERS und ALLEN beispielhaft als

---

<sup>1038</sup> Zur Gewährleistung erfolgsversprechender Investor Relations und guter Ratingurteile sind insbesondere diejenigen Kennzahlen in das interne Standardberichtswesen des Unternehmens zu integrieren, denen Finanz- und Ratinganalysten eine große Aufmerksamkeit schenken. Eine frühzeitige und fortlaufende Kontrolle dieser Größen erhält und befördert ein hohes Finanzierungspotential und bietet Schutz vor Situationen, in denen das Vertrauen der Kapitalgeber (unwiederbringlich) zerstört wird. Mit Bezug zum Rating vgl. Weber/Müller/Sorg (2004), S. 45-47.

<sup>1039</sup> Auf der Basis von Erweiterungen der resourceful-Annahme kann auch das Defizit erklärt werden, dass die in der Zentrale beschäftigten Finanzmanager aufgrund einer Überforderung unangemessene Fundierungen von Finanzierungsentscheidungen auf internen Kapitalmärkten vornehmen, die zu einem Abzug finanzieller Mittel von rentablen Geschäftsbereichen führen. Vgl. Kapitel 3.2.2.2.2.

In diesem Fall können Trainings und Schulungen nur bedingt einen Beitrag zur Rationalitätssicherung leisten. Die Schilderung der relevanten Zusammenhänge kann lediglich die Einsicht fördern, dass genügend zeitliche und personelle Ressourcen zur Fundierung von Finanzierungsentscheidungen vorzusehen sind.

„Lesson 1: Markets Have No Memory“ und „Lesson 2: Trust Market Prices“ bezeichneten Grundsätze zu vermitteln.<sup>1040</sup>

Darüber hinaus ziehen Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager negative Auswirkungen nach sich, wenn sie eine unzureichende Nutzung von Steuervorteilen im Rahmen der externen Fremdfinanzierung bewirken oder auch zu einer lückenhaften Informationsversorgung der (potentiellen) Kapitalgeber führen. Trainings und Schulungen sollten dementsprechend Finanzmanager für die hohe Bedeutung einer im multinationalen Kontext adäquaten externen Fremdfinanzierung sensibilisieren und ihnen Einsichten in die professionelle Pflege der Investor Relations und die Erreichung eines guten Ratingurteils gewähren. Bezüglich der um kognitive Beschränkungen erweiterten resourceful-Annahme sind Finanzmanager vor einer Anwendung der Verankerungs- und Anpassungsheuristik zu warnen, die bei der Beschaffung von Eigenkapital im Rahmen der Außenfinanzierung die Wahl eines zu niedrig gewählten Emissionspreises nach sich zieht.

Für den Bereich der um kognitive Beschränkungen erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* hat die Analyse relevanter Rationalitätsdefizite gezeigt, dass auch die Verlustaversion oder das Festhalten an einer traditionell konservativen externen Fremdfinanzierungspolitik gemäß dem Status Quo-Effekt eine unzureichende Ausschöpfung des Potentials zur Beschaffung externen Fremdkapitals bewirkt. Eine Wissensvermittlung, in der ein ökonomisch angemessenes Bild zu Chancen und Risiken der Fremdfinanzierung gezeichnet wird, leistet einen Beitrag zur proaktiven Vermeidung dieses Defizits. Gleichfalls verdeutlicht eine Erläuterung empirischer Studienergebnisse, die eine mangelnde Ausschöpfung des Finanzierungspotentials bei Aktienemissionen nachweisen, den Finanzmanagern, dass Bewertungen auf der Basis der absoluten Höhe des Emissionspreises sinnvollere Entscheidungen befördern als eine entsprechend der Prospect Theory vorgenommene Bewertung.

Des Weiteren ist im Einklang mit dem Immediately-Effekt zu erwarten, dass Finanzmanager über interne Kapitalmärkte bestimmten Geschäftsbereichen ungerechtfertigt finanzielle Mittel entziehen, wenn diese keine kurzfristigen Erfolge generieren oder dass Finanzmanager eine langfristig ausgerichtete, intensive Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern vernachlässigen. Die negativen Effekte einer unbewusst wirksamen Bevorzugung kurzfristiger Wirkungen sind demzufolge Finanzmanagern zu erläutern, um eine ökonomisch sinnvolle, langfristig ausgerichtete Investitions- und Finanzierungspolitik des Unternehmens zu unterstützen.

---

<sup>1040</sup> Vgl. Brealey/Myers/Allen (2006), S. 349 f.

Schließlich besitzen auch Overconfidence- und Optimismus-Effekte der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* einen Gehalt zur Erklärung relevanter Rationalitätsdefizite im Beschaffungsmanagement. Die Wirksamkeit dieser beiden kognitiven Beschränkungen führt dazu, dass Finanzmanager Erfolgsaussichten ihres Unternehmens zu hoch einschätzen, in der Konsequenz eine ungerechtfertigte Unterbewertung der Aktien unterstellen und folglich Finanzierungsmaßnahmen im Rahmen von Aktienemissionen vernachlässigen. Zudem schlagen sich überzogene Einschätzungen bezüglich des von Finanzmanagern prognostizierten Investitionserfolgs in einer zu kurzfristig ausgestalteten Fremdkapitalfinanzierung nieder. Entsprechend urteilt SHEFRIN: „Managers of cash-rich firms undertake negative NPV projects and hold too little debt, while managers of cash-poor firms avoid issuing external equity and reject positive NPV projects. [...] Excessively optimistic, overconfident managers [...] overestimate the NPV of their potential projects as well as the intrinsic value of their firms.“<sup>1041</sup> Die tieferliegenden Ursachen fehlerhafter Finanzierungsentscheidungen, die im Zusammenhang mit der expecting-Annahme stehen, sind folglich im Aufgabenbereich des Anlagemanagements zu verorten. Wenn Finanzmanagern dieser Zusammenhang in Trainings und Schulungen erläutert wird und die im Bereich des Anlagemanagements erörterten Gegenmaßnahmen zur Bekämpfung kognitiver Beschränkungen umgesetzt werden, dann lässt sich auch die Qualität der im Beschaffungsmanagement zu treffenden Finanzierungsentscheidungen verbessern.

#### ***Festlegung von Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen***

Neben der Wissensvermittlung ermöglichen standardisierte Vorgaben zum Input und Ablauf von Finanzierungsentscheidungen eine proaktive Vermeidung relevanter Rationalitätsdefizite des Beschaffungsmanagements. Das Finanzcontrolling beugt der Umsetzung fehlerhafter Finanzierungsmaßnahmen vor, indem es die Vorgabe trifft, dass die Beschaffung finanzieller Mittel stets im Hinblick auf die Höhe, die Befristung und die jeweils zu tragenden Finanzierungskosten angemessen zu fundieren ist, und Vorgaben zum gesamten Prozess der Planung, Durchführung und Kontrolle von Finanzierungsmaßnahmen erarbeitet und dokumentiert.<sup>1042</sup> Die Beteiligung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings an Fragen des Beschaffungsmanagements ist vorzusehen.

Durch diese Vorgaben lässt sich im Zusammenhang der um kognitive Beschränkungen erweiterten *resourceful-Annahme des RREEM-Modells* das Defizit vermeiden, dass im Falle einer

---

<sup>1041</sup> Shefrin (2007), S. 106.

<sup>1042</sup> Einige Autoren heben explizit hervor, dass das Finanzcontrolling insbesondere einen Beitrag zur Unterstützung einer adäquaten Finanzplanung und -kontrolle zu leisten hat. Vgl. Bösl (1997a), S. 117; Hoefener (2000), S. 32 f.; Mensch (2001), S. 18; Pfaff (2001), Sp. 731 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 531 f.; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 7 f.; Horváth (2003), S. 440.



schwachen Innenfinanzierungskraft Finanzmanager unter dem Verweis auf die (vermeintlich) zu hohen Kosten der Außenfinanzierung Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigen- und/oder Fremdkapitals vernachlässigen und hierdurch Potentiale zur Durchführung rentabler Investitionsmöglichkeiten leichtfertig verspielen.<sup>1043</sup> Gleichfalls lässt sich durch diese Vorgaben das Defizit bekämpfen, dass die in der Zentrale eines diversifizierten Konzerns beschäftigten Finanzmanager eine Fehlallokation finanzieller Mittel herbeiführen. Eine angemessene ökonomische Fundierung von Finanzierungsentscheidungen über interne Kapitalmärkte unter Beteiligung des Finanzcontrollings vergrößert die Wahrscheinlichkeit, dass ein Abzug finanzieller Mittel von rentableren Geschäftsbereichen des Konzerns erkannt und offengelegt wird.

Wissensbeschränkungen, mentale Modelle, die Anwendung von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen leisten ferner einen Beitrag zur Erklärung einer zu kurzfristig ausgestalteten Finanzierung durch Fremdkapital. Wenn Aufgabenträger des Finanzcontrollings eine auch in zeitlicher Hinsicht angemessene Fundierung von Finanzierungsentscheidungen einfordern, die im Einklang zur Fundierung des jeweils zu finanzierenden Investitionsvorhabens stehen sollte, dann lassen sich die damit verknüpften Gefahren reduzieren.

Die in die resourceful-Annahme integrierten Wissensbeschränkungen und mentalen Modelle der Finanzmanager bewirken des Weiteren eine mangelnde Kontinuität in der Pflege der Investor Relations und der Steuerung des Ratingurteils. Um speziell diesem Defizit proaktiv zu begegnen, sollte das Finanzcontrolling beispielsweise die Vorgabe treffen, Finanz- und Ratinganalysten im Rahmen regelmäßig stattfindender Konferenzen umfassend über aktuelle Geschehnisse des Unternehmens zu informieren oder auch das Berichtswesen entsprechend zu erweitern.

Die Festlegung von Vorgaben zum Input und Ablauf von Finanzierungsentscheidungen bietet sich auch an, um kognitive Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* zu bekämpfen. Das Einfordern angemessener ökonomischer Fundierungen reduziert die Gefahr, dass Finanzmanager aufgrund der Verlustaversion oder des Status Quo-Effekts die im Rahmen der Fremdkapitalfinanzierung erzielbaren Steuervorteile unzureichend wahrnehmen und nutzen. Zudem vergrößert sich durch das Einfordern entsprechender Analysen sowie die Beteiligung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings im Rahmen von Aktienemissionen die Chance, adäquate Emissionspreise festzulegen und das Finanzierungspotential somit bestmöglich auszuschöpfen. Wie die Untersuchung relevanter Rationalitätsdefizite des Beschaffungsmanagements verdeutlicht, schlägt sich schließlich auch der Immediately-Effekt in einer zu kurzfristig aus-

---

<sup>1043</sup> Auch im Falle einer hohen Innenfinanzierungskraft trägt die Vorgabe, Finanzierungsentscheidungen stets angemessen zu fundieren, zu einer verbesserten Investitions- und Finanzierungspolitik bei. Somit ist gewährleistet, dass auch bei vorhandenem Cash Flow die relevanten Kapitalkosten stets berücksichtigt werden.

gestalteten Finanzierung durch Fremdkapital oder auch einer lückenhaften, wenig langfristig ausgerichteten Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern nieder. Analog zur Diskussion dieser Defizite im Kontext der *resourceful-Annahme* ist durch die Vorgabe zur zeitlichen Fundierung und zur regelmäßigen, umfassenden Kommunikation mit Finanz- und Ratinganalysten das Ausmaß der negativen Auswirkungen des *Immediately-Effekts* zu begrenzen.

Abschließend werden *Overconfidence-* und *Optimismus-Effekte* einzugehen, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen. Die Vorgabe, Aufgabenträger des Finanzcontrollings am gesamten Prozess der Planung, Durchführung und Kontrolle von Finanzierungsentscheidungen zu beteiligen, ist eine notwendige Voraussetzung, um Finanzmanagern während dieses Prozesses gezielt relevante Informationen bereitstellen zu können und sie dazu aufzufordern, die Vernachlässigung von Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals oder auch die Fristigkeit bei der Aufnahme von Fremdkapital kritisch zu überdenken. Anhand der beiden im Folgenden zu beschreibenden Maßnahmen wird der Nutzen dieser Unterstützungsleistungen des Finanzcontrollings näher ausgeführt.

#### ***Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen***

Das Finanzcontrolling verbessert die Qualität der im Beschaffungsmanagement zu treffenden Finanzierungsentscheidungen, indem es Finanzmanager proaktiv und reaktiv mit Informationen versorgt, die im Hinblick auf die relevanten kognitiven Beschränkungen kritisch sind.<sup>1044</sup>

Aus dem Defizit einer unangemessenen Bevorzugung von Maßnahmen der Innen- gegenüber der Außenfinanzierung, das auf der Basis kognitiver Beschränkungen der erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* erklärt werden konnte, leitet sich die Aufgabe ab, die Kosten alternativer Finanzierungsmaßnahmen detailliert zu analysieren und mit den Erfolgsaussichten bestehender Investitionsmöglichkeiten zu vergleichen. Stellt sich im Falle einer schwachen Innenfinanzierungskraft heraus, dass – unter Beachtung der jeweils relevanten Risiken – die Rentabilität einer Investitionsmöglichkeit die Kosten einer Außenfinanzierung überkompensiert, so besteht die Chance, dass Aufgabenträger des Finanzcontrollings Finanzmanager durch diese Informationslieferung explizit vom Nutzen der üblicherweise gering geschätzten Maßnahmen

---

<sup>1044</sup> Die interne und externe Finanzberichterstattung wird von unterschiedlichen Autoren als allgemeiner Bestandteil des Finanzcontrollings begriffen und ist insofern nicht nur ein Ergebnis der vorliegenden Untersuchung. Vgl. Mensch (2001), S. 18; Pfaff (2001), Sp. 731; Gillenkirch (2002), Sp. 531 f.; Fickert/Geuppert/Künzle (2003), S. 7 f.; Prätisch/Schikorra/Ludwig (2003), S. 232; Volkart (2006), S. 962-994.

der Außenfinanzierung überzeugen.<sup>1045</sup> In diesem Sinne befördern Analysen des Finanzcontrollings eine rentablere Investitions- und Finanzierungspolitik.

Analog führt die detaillierte Gegenüberstellung der Finanzierungskosten mit den Erfolgsaussichten der jeweiligen Geschäftsbereiche eines (diversifizierten) Konzerns auch zur Vermeidung einer Fehlallokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten. Eine transparente Informationsversorgung zentral beschäftigter Finanzmanager durch das Finanzcontrolling bietet einen Schutz vor Situationen, in denen Finanzmanager damit überfordert sind, die einzelnen Investitions- und Finanzierungsbedürfnisse der unterschiedlichen Geschäftsbereiche angemessen einzuschätzen. Die Übernahme dieser Aufgaben durch das Finanzcontrolling trägt zu einer Verkleinerung der Virulenz von Wissensbeschränkungen, mentalen Modellen, Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen bei und befördert somit eine ökonomisch sinnvolle interne Allokation der vorhandenen Mittel.

Erweiterungen der resourceful-Annahme führen darüber hinaus zu einer unangemessen kurzfristigen Beschaffung von Fremdkapital, wenn Finanzmanager Entscheidungen zur Fristigkeit der Kapitalaufnahme fehlerhafte Cash Flow- und Zinssatz-Prognosen zugrunde legen. Das Finanzcontrolling unterstützt die Bestimmung adäquater Fristigkeiten, indem es beispielsweise Finanzmanagern Informationen zur Umsetzung vergangener Finanzierungsmaßnahmen zur Verfügung stellt. Systematisch auftretende Prognosefehler der Finanzmanager sind herauszuarbeiten und zur Ableitung verbesserter Fristigkeitsentscheidungen bei der Aufnahme von Fremdkapital zu nutzen.

Durch eine gezielte Informationsversorgung begegnet das Finanzcontrolling auch einer auf der Basis von Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen erklärbaren mangelnden Kontinuität in der Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern.<sup>1046</sup> Negative Auswirkungen dieser beiden kognitiven Beschränkungen werden reduziert, indem Finanzmanagern zum einen Informationen zu Best Practices zur Verfügung gestellt werden. Beispiele zu erfolgreich verlaufenen Anstrengungen anderer Unternehmen im Bereich der Investor Relations und im Bereich des Ratings lassen sich nutzen, um eine verbesserte Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern zu erreichen. Zum anderen bietet die Integration von Kennzahlen, denen Finanz- und Rating-

---

<sup>1045</sup> Spiegelbildlich kann auch im Falle vorhandener Cash Flows eine detaillierte Analyse der Finanzierungskosten aufzeigen, dass die Rentabilität eines Investitionsvorhabens die Kapitalkosten nicht deckt. Der (leichtfertigen) Umsetzung verlustreicher Investitionen beugt das Finanzcontrolling somit allgemein vor.

<sup>1046</sup> Grundsätzlich kann sich das Finanzcontrolling um eine Verbesserung der Qualität sowie eine Erhöhung der Quantität an Informationen bemühen, mit denen Finanz- und Ratinganalysten versorgt werden. Mit Bezug zum Beteiligungscontrolling und dem Bereich der Investor Relations vgl. Schumacher (2005), S. 187 und die dort angegebene Literatur.

analysten eine große Aufmerksamkeit schenken, die Chance, interne Unternehmensabläufe aus deren Perspektive zu betrachten und somit eine Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern zu pflegen, die bestmöglich auf deren Bedürfnisse abgestimmt ist.<sup>1047</sup>

Im Rahmen des Beschaffungsmanagements führt eine adäquate Informationsversorgung der Finanzmanager auch zu einer Reduktion kognitiver Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells*. Dementsprechend leisten die Aufgabenträger des Finanzcontrollings einen Beitrag zur Rationalitätssicherung, wenn sie Finanzmanager explizit über die Vorteile einer steuerlich optimierten Finanzierungspolitik informieren, die gemäß der Verlustaversion und im Einklang mit dem Status Quo-Effekt einen potentiell zu niedrigen Verschuldungsgrad aufweist. Gleichfalls ist im Zusammenhang negativer Auswirkungen der Prospect Theory und des Mental Accountings bei der Beschaffung externen Eigenkapitals eine Informationsversorgung zu fordern, bei der eine unzureichende Ausschöpfung des Finanzierungspotentials offengelegt wird.<sup>1048</sup> Innerhalb der erweiterten evaluating-Annahme entfaltet schließlich auch der Immediately-Effekt negative Auswirkungen auf Finanzierungsentscheidungen. Demnach bewahrt zum einen die Aufbereitung von Informationen zum zeitlich ausgewogenen Erfolg des Unternehmens Finanzmanager davor, bei Finanzierungsentscheidungen auf internen Kapitalmärkten Geschäftsbereiche unangemessen zu benachteiligen, die eine Erschließung langfristiger Erfolgspotentiale ermöglichen. Zum anderen ist gegenüber Finanzmanagern die Notwendigkeit einer langfristig ausgerichteten, nachhaltigen Finanzierungspolitik zu kommunizieren, um eine aufgrund des Immediately-Effekts sporadische Pflege der Investor Relations beziehungsweise zu kurzfristig orientierte Steuerung des Ratingurteils einzuschränken.

Letztlich bietet sich die Informationsversorgung auch an, um Overconfidence- und Optimismus-Effekten entgegenzuwirken, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen. Wenn Finanzmanager den Erfolg des Investitionsprogrammes systematisch überschätzen, folglich eine zu kurzfristige Beschaffung externen Fremdkapitals herbeiführen, oder auch eine unangemessene Vernachlässigung von Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals aufweisen, da sie von einer Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens ausgehen, dann muss das Finanzcontrolling diesen Einschätzungen eine realistischere Außenperspektive entgegensetzen. Diese kann beispielsweise Erfolgseinschätzungen des Finanz-

---

<sup>1047</sup> Einige Autoren weisen explizit darauf hin, dass das Finanzcontrolling einen Beitrag zur adäquaten Informationsversorgung (potentieller) Kapitalgeber zu leisten hat. Vgl. Pfaff (2001), Sp. 731; Präsich/Schikorra/Ludwig (2003), S. 232. Vgl. ähnlich Weber (2000), S. 1933; Weber/Weißberger (2002), S. 542.

<sup>1048</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 88.

controllings reflektieren oder auch aus Pressestimmen bestehen, die auf ein zu optimistisch und zu selbstsicher agierendes Finanzmanagement hinweisen.<sup>1049</sup>

### ***Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts***

Kognitive Beschränkungen der Finanzmanager sind im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements auch durch die Austragung eines strukturierten Konflikts (Devil's Advocacy) zu reduzieren. Finanzmanager sind dazu aufzufordern, Entscheidungen zur Planung und Umsetzung von Finanzierungsmaßnahmen kritisch zu überdenken, Stellung zu widersprechenden Argumenten zu beziehen oder auch sich mit unterschiedlichen Hypothesen und Szenarien auseinanderzusetzen, um die Vorteilhaftigkeit verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten tiefergehend zu eruieren.<sup>1050</sup>

Im Hinblick auf kognitive Beschränkungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* wird das Finanzmanagement durch diese Einflussnahme dabei unterstützt, in Zeiten fehlender Innenfinanzierungskraft das Potential der Außenfinanzierung verstärkt zu nutzen, um (tatsächlich) chancenreiche Investitionsvorhaben zu finanzieren oder auch in in Zeiten bestehender Innenfinanzierungskraft eine verbesserte Allokation der vorhandenen Mittel umzusetzen, bei der (tatsächlich) chancenreiche Geschäftsbereiche begünstigt werden.

Wissensbeschränkungen, mentale Modelle, die Anwendung von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen bedingen zudem fehlerhafte Cash Flow- und Zinssatz-Prognosen, die sich wiederum in einer unangemessen kurzfristig ausgestalteten Beschaffung externen Fremdkapitals niederschlagen. Die Austragung eines strukturierten Konflikts mit dem Finanzmanagement trägt dazu bei, dass diese Fehler aufgedeckt und behoben werden.

Speziell Wissensbeschränkungen und mentale Modelle besitzen zudem negative Auswirkungen auf die Qualität der Pflege von Investor Relations sowie die Steuerung des Ratingurteils. Die kritische Diskussion dieser Themenbereiche mit Aufgabenträgern des Finanzcontrollings kann sich qualitätsverbessernd auswirken. Das Verbesserungspotential resultiert aus der Erweiterung der Wissensbasis. Durch eine Beteiligung des Finanzcontrollings werden mentale Modelle in die genutzte Wissensbasis integriert, die aus einem anderen funktionalen Kontext stammen. Darüber hinaus besitzen Aufgabenträger des Controllings im Allgemeinen eine intime Kenntnis der

---

<sup>1049</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 106.

<sup>1050</sup> Vgl. ohne konkreten Bezug zu Finanzierungsentscheidungen Russo/Schoemaker (2002), S. 86-89.

Techniken, die eine Implementierung der angesprochenen Consider-the-Opposite- und Consider-the-Alternatives-Strategien erlauben, umfassen die Erarbeitung von Entscheidungsbäumen, die Auflistung von Pro- und Kontra-Argumenten zu den jeweiligen Alternativen, die Suche nach vergleichbaren Entscheidungen aus der Vergangenheit oder auch die Durchführung von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen. Vgl. Russo/Schoemaker (2002), S. 110-124.

Informationssysteme und sind in die interne Finanzberichterstattung involviert. Dieses Wissen lässt sich nutzen, um die externe Finanzberichterstattung zu professionalisieren und somit eine effektive und effiziente Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern sicherzustellen.

Die Austragung eines strukturierten Konflikts dient gleichfalls der Vermeidung und Reduktion kognitiver Beschränkungen der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells*. Einer aufgrund der Verlustaversion und des Status Quo-Effekts unzureichenden Nutzung potentieller Steuervorteile im Rahmen der Beschaffung externen Fremdkapitals begegnet das Finanzcontrolling, indem es Finanzmanager explizit dazu anregt, die präferierte Finanzierungspolitik kritisch zu überdenken. Neben den zweifelsohne zu berücksichtigenden Risiken – insbesondere steigenden Insolvenzgefahren – sind Finanzmanager dazu anzuhalten, auch die Chancen gebührend zu berücksichtigen, die im Zusammenhang mit der Beschaffung externen Fremdkapitals stehen.

In Verbindung mit der Verankerungs- und Anpassungsheuristik bedingen Bewertungen des Erfolgs von Aktienemissionen entsprechend der Prospect Theory und dem Phänomen des Mental Accountings darüber hinaus eine unzureichende Ausschöpfung des Finanzierungspotentials im Rahmen der Beschaffung externen Eigenkapitals. Dieses Defizit tritt insbesondere dann auf, wenn sich im Vorfeld der Emission eine erhöhte Nachfrage nach den Aktien abzeichnet. In diesem Fall muss eine vom ursprünglichen Referenzwert losgelöste Erhöhung des Emissionspreises erfolgen, die hoch genug ist, um das Finanzierungspotential bestmöglich auszunutzen. Zu diesem Zweck sollten Aufgabenträger des Finanzcontrollings Finanzmanager dahingehend beeinflussen, entgangene finanzielle Mittel als Opportunitätskosten zu betrachten, die gleichwertig zu behandeln sind wie die Nachricht, dass ein erhöhter Emissionspreis Finanzmanagern Gewinne beschert, da diese in der Regel Anteile am eigenen Unternehmen halten.<sup>1051</sup>

Eine den Ansichten der Finanzmanager widersprechende Argumentation eröffnet ferner die Möglichkeit, Rationalitätsdefizite zu vermeiden beziehungsweise zu reduzieren, die aus dem Immediately-Effekt resultieren. Wenn Finanzmanager aufgrund einer unbewussten Bevorzugung kurzfristiger Wirkungen Geschäftsbereiche auf internen Kapitalmärkten unangemessen benachteiligen, die langfristige Erfolgspotentiale bieten, oder auch eine kontinuierliche Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern vernachlässigen, dann unterstützt der Widerspruch von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings eine langfristig ausgerichtete, nachhaltige Finanzierungspolitik.

In der Rolle eines Devil's Advocats dient das Finanzcontrolling letztlich auch der Vermeidung und Reduktion von Overconfidence- und Optimismus-Effekten, die eine Erweiterung der *expect-*

---

<sup>1051</sup> Vgl. Shefrin (2007), S. 88.

*ting-Annahme des RREEMM-Modells* repräsentieren. Wie bereits im Anlagemanagement ausgeführt, befördern kritische Diskussionen – vorzugsweise unter Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen – zwischen Finanzmanagern und Aufgabenträgern des Finanzcontrollings die Generierung realistischerer Wahrscheinlichkeitsurteile bezüglich des Erfolgs geplanter Investitionen. Werden in diese Diskussionen Finanzierungsentscheidungen integriert, so kann im Falle der Fremdkapitalfinanzierung eine angemessenere Befristung der Kapitalbeschaffung bestimmt werden.

Bezogen auf das gesamte Investitionsprogramm des Unternehmens führt die Austragung eines strukturierten Konflikts ebenfalls zu einer realistischeren Einschätzung der gesamtheitlichen Erfolgsaussichten. Daraus resultiert eine Verkleinerung der Gefahr, dass Finanzmanager eine Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens unterstellen, auf die Umsetzung von Maßnahmen zur Beschaffung externen Eigenkapitals verzichten und somit in Zeiten fehlender Innenfinanzierungskraft Chancen zur Umsetzung erfolgversprechender Investitionsvorhaben ungenutzt lassen.

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen***

Neben den bereits behandelten grundlegenden Maßnahmen zur Vermeidung und Reduktion kognitiver Beschränkungen im Beschaffungsmanagement ist abschließend auf die Durchführung von Kontrollen einzugehen. Kontrollen erstrecken sich sowohl über die Planung als auch die Durchführung von Maßnahmen zur Beschaffung finanzieller Mittel und sollten durch (Prozess-) Kennzahlen adäquat unterstützt werden. Die Wahrnehmung dieser Aufgabe dient einer möglichst frühzeitigen Offenlegung unwirtschaftlicher und fehlerhafter Dispositionen, der eigentlichen Kontrolle des Planungsvollzugs sowie letztlich einer Vermeidung der jeweils identifizierten Defizite bei zukünftigen Finanzierungsentscheidungen.<sup>1052</sup>

Entsprechend der Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite sind durch Kontrollen kognitive Beschränkungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* zu adressieren. Das Finanzcontrolling sollte dabei gezielt der Frage nachzugehen, ob sich Wissensbeschränkungen, mentale Modelle und die Anwendung von Heuristiken oder auch Bestätigungsverzerrungen negativ auf die von Finanzmanagern präferierten Finanzierungsalternativen auswirken beziehungsweise ausgewirkt haben. Einen Hinweis auf derartige Mängel bietet eine fehlende oder auch lückenhafte Dokumentation und Fundierung der jeweiligen Finanzierungsentscheidung. Wenn in Zeiten einer schwachen Innenfinanzierungskraft Analysen zu Beschaffungsmöglichkeiten externen Kapitals zur Finanzierung aussichtsreicher Investitionsvorhaben

---

<sup>1052</sup> Vgl. Franke/Hax (2003), S. 132 f.

nicht ausgearbeitet wurden, dann sind diese vom Finanzcontrolling einzufordern oder auch in Abstimmung mit Finanzmanagern auszuarbeiten. Analog ist in Zeiten einer hohen Innenfinanzierungskraft kritisch zu überprüfen, ob Finanzmanager Entscheidungen zur Allokation finanzieller Mittel über interne Kapitalmärkte angemessen fundieren. Anzeichen einer unzureichenden Fundierung bestehen insbesondere in der Vernachlässigung von Opportunitätskosten. Bei der Zuweisung finanzieller Mittel über interne Kapitalmärkte ist stets eine Aussage darüber zu treffen, ob beispielsweise eine Anlage der finanziellen Mittel auf Finanz- und Kapitalmärkten eine höhere Rentabilität besitzt als die interne Zuteilung an die (vermeintlich) rentablen Geschäftsbereiche.

Durch die Wahrnehmung von Kontrollaufgaben ist des Weiteren sicherzustellen, dass bei der Aufnahme externen Fremdkapitals eine Fristigkeit gewählt wird, die im Einklang zu der finanziellen Situation des Unternehmens und der zu finanzierenden Investition steht. Erfolgt diese Kontrolle mit der Kenntnis, dass unter dem Einfluss kognitiver Beschränkungen der resourceful-Annahme Entscheidungen der Finanzmanager zur Fristigkeit auf potentiell fehlerhaften Cash Flow- oder Zinssatz-Prognosen beruhen, so lassen sich diesbezügliche Defizite gezielt aufdecken.

Da die Pflege der Investor Relations sowie die Steuerung des Ratingurteils Finanzmanager mit vergleichsweise neuen Herausforderungen konfrontiert, stehen der professionellen Bewältigung dieser Aufgaben Wissensbeschränkungen und mentale Modelle entgegen. Das Finanzcontrolling muss somit den Erfolg dieser Anstrengungen mittels geeigneter Kennzahlen kontrollieren und auf eine kontinuierliche sowie nachhaltige Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern einwirken.

Neben der erweiterten resourceful-Annahme sind auch kognitive Beschränkungen durch Kontrollen zu bekämpfen, die zu einer Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben. Aufgabenträger des Finanzcontrollings sollten hierbei kontrollieren, ob eine unzureichende Ausschöpfung des externen Fremdfinanzierungspotentials vorliegt und dieses aus der Verlustaversion oder auch dem Vorliegen eines Status Quo-Effekts bei Finanzmanagern resultiert. Zudem sollte das Finanzcontrolling die Wahl des Emissionspreises bei der Beschaffung externen Eigenkapitals kritisch überprüfen. Eine Kontrollrechnung, in der eine unabhängige Bewertung des Finanzierungspotentials vorgenommen wird, kann negativen Auswirkungen der Prospect Theory und des Mental Accountings in Verbindung mit der Verankerungs- und Anpassungsheuristik (resourceful-Annahme) entgegenwirken. Zur Sicherstellung einer langfristig ausgerichteten Investitions- und Finanzierungspolitik sollte das Finanzcontrolling darüber hinaus prüfen, ob Finanzmanager entsprechend dem Immediately-Effekt Geschäfts-



bereiche mit langfristigem Erfolgspotential bei der Allokation finanzieller Mittel auf internen Kapitalmärkten ungerechtfertigt benachteiligen oder auch eine lediglich sporadisch erfolgende, lückenhafte Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern betreiben.

Kontrollen und die hierbei generierten Informationen erlauben schließlich auch die Erteilung eines konkreten Feedbacks an Finanzmanager, wodurch sich negative Auswirkungen des Overconfidence- und Optimismus-Effekts der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* reduzieren lassen. Werden Finanzmanager durch die Offenlegung überzogener Wahrscheinlichkeitsurteile davon überzeugt, dass der Erfolg einzelner Investitionsvorhaben sowie der Erfolg des gesamten Investitionsprogrammes weniger sicher ist als geglaubt, dann ergeben sich hieraus zwei positive Auswirkungen auf die Qualität der im Beschaffungsmanagement getroffenen Finanzierungsentscheidungen. Zum einen wird dadurch die Einsicht der Finanzmanager befördert, dass Annahmen hinsichtlich einer Unterbewertung der Aktien des eigenen Unternehmens möglicherweise ungerechtfertigt sind. Zum anderen eröffnet sich die Möglichkeit, die Wahl der Fristigkeit im Rahmen der Aufnahme externen Fremdkapitals angemessener auf die zu finanzierenden Investitionsvorhaben abzustimmen.

Die folgende Abbildung fasst die Rationalitätssicherung im Beschaffungsmanagement abschließend zusammen (vgl. Abbildung 13).

Adressierung eigeninteressierten Handelns		Adressierung kognitiver Beschränkungen				
Anreizgestaltung	Kontrollen	Wissensvermittlung	Input- und Prozessvorgaben	Informationsversorgung	Strukturierter Konflikt	Kontrollen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Partizipation am Erfolg der durch Finanzierungsmaßnahmen realisierbaren Investitionen</li> <li>• Belohnung bei guten Investor Relations und Ratingurteilen</li> <li>• Belohnung einer optimierten Kapitalstruktur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Überprüfung der Entscheidungsfundierung von Finanzierungsmaßnahmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erläuterung des Zustandekommens suboptimaler Finanzierungsmaßnahmen (beispielsweise durch fehlerhafte Zinssatz-Erwartungen oder Aktienkurs-Bewertungen)</li> <li>• Sensibilisierung für die Relevanz der Investor Relations und des Ratings</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliche Vorgabe von Finanzierungsrichtlinien</li> <li>• Insbesondere Vorgaben zur Fundierung von Allokationen über interne Kapitalmärkte (Innenfinanzierung) sowie zur optimierten Fundierung der Außenfinanzierung</li> <li>• Vorgabe regelmäßiger Meetings mit Finanz- und Ratinganalysten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bereitstellung fundierter Analysen zu (tatsächlichen) Kapitalkosten</li> <li>• Lieferung fundierter Informationen zu Cash Flows, Zinssätzen und Aktienkursen</li> <li>• Benchmark-Informationen zu Finanzierungsaktivitäten der Wettbewerber</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzlich kritische Hinterfragung von Finanzierungsmaßnahmen (bei hoher Innenfinanzierungskraft insbesondere im Hinblick auf die Innenfinanzierung, ansonsten im Hinblick auf die Außenfinanzierung)</li> <li>• Konfrontation mit den von Finanz- und Ratinganalysten vertretenen Argumenten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kontrolle der Planung und Durchführung von Finanzierungsmaßnahmen</li> <li>• Einsatz von Kennzahlen zur Überprüfung des Erfolgs der Aktivitäten (insbesondere im Bereich der Investor Relations und des Ratings)</li> </ul>

Abbildung 13: Rationalitätssicherung im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements

### 4.3.3 Aufgabenbereich finanzielles Risikomanagement

Die wachsende Bedeutung des finanziellen Risikomanagements<sup>1053</sup> und die für diesen Aufgabenbereich identifizierten Defizite der Finanzmanager bedingen die Umsetzung einer Rationalitätssicherung.<sup>1054</sup> Da gleichermaßen das eigeninteressierte Handeln wie auch kognitive Beschränkungen der Finanzmanager die identifizierten Defizite potentiell verursachen, sind beide Ursachenkategorien angemessen zu adressieren.

#### 4.3.3.1 Rationalitätssicherung durch die Adressierung eigeninteressierten Handelns

##### *Angemessene Anreizgestaltung*

Die Identifikation und Begründung relevanter Rationalitätsdefizite lässt vermuten, dass alle Formen des eigeninteressierten Handelns einen negativen Einfluss auf das Management finanzieller Risiken ausüben. Aus diesem Grund sind im Folgenden Maßnahmen zur angemessenen Anreizgestaltung auszuarbeiten, auf deren Grundlage sich jede einzelne Erscheinungsform des eigeninteressierten Handelns bekämpfen lässt.

Im Hinblick auf das *arbeitsscheue Verhalten* gilt es, zwei Versäumnissen des Finanzmanagements zu begegnen. Ein in ausgeprägter Form in Erscheinung tretendes arbeitsscheues Verhalten äußert sich darin, dass Finanzmanager nur einen unzureichenden Einsatz zeigen, um finanzielle Risiken zu identifizieren beziehungsweise zu bewerten und zu steuern. In etwas abgeschwächter Form wirkt sich das arbeitsscheue Verhalten zudem negativ aus, wenn Finanzmanager zwar den Versuch einer Steuerung finanzieller Risiken unternehmen, dieser aufgrund mangelnder Sorgfalt jedoch fehlerhaft erfolgt, beispielsweise in Form einer Vernachlässigung zukunftsorientierter, ökonomischer Exposures oder auch einer Vernachlässigung relevanter Korrelationen zwischen den Risikopositionen des gesamten Unternehmens. Finanzmanagern sind somit Anreize zu gewähren, um Anstrengungen zur Erreichung eines effektiven und effizienten Managements finanzieller Risiken zu belohnen.

Wie im Rahmen der Analyse relevanter Rationalitätsdefizite bereits angesprochen, sollte der Definition einer geeigneten Bemessungsgrundlage zur Implementierung dieser Belohnung große Aufmerksamkeit geschenkt werden. Eine Bemessungsgrundlage, auf der (vorzugsweise) die Erzielung eines Gewinns im Rahmen des finanziellen Risikomanagements belohnt wird, gilt es

---

<sup>1053</sup> Vgl. Kapitel 1.1.

<sup>1054</sup> Nicht nur in der vorliegenden Untersuchung, sondern auch in anderen Publikationen findet sich der – meist nur recht allgemeine – Hinweis, dass das Finanzcontrolling das Finanzmanagement beim finanziellen Risikomanagement unterstützen sollte. Vgl. Lücke (1991), S. 16; Franke (1995), S. 213-219; Ertl (2000), S. 568; Pfaff (2001), Sp. 739 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 537, sowie in Bezug auf das internationale Anlagengeschäft Kuhnert (2000), S. 249 f.

zu vermeiden.<sup>1055</sup> Diese Belohnung stellt einen Fehlanreiz dar, der sich potentiell im Abschluss spekulativer Finanzderivate niederschlägt und somit sogar zu einer Erhöhung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens beiträgt. Folglich sind Bemessungsgrundlagen zu bevorzugen, die eine möglichst zukunftsorientierte Abbildung der Volatilität der Cash Flows des gesamten Unternehmens erlauben. Die notwendige Voraussetzung zur Implementierung dieser Bemessungsgrundlage besteht in einer adäquaten Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken des gesamten Unternehmens, die auch die durch Absicherungsgeschäfte erzielten Wirkungen berücksichtigen.<sup>1056</sup>

Um eine durchführbare Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken zu ermöglichen, bietet sich die Implementierung von Cash Flow at Risk-Ansätzen (CFaR-Ansätzen) an.<sup>1057</sup> Sie sind eine Weiterentwicklung der im Rahmen des Risikocontrollings bei Finanzdienstleistern bereits etablierten Value at Risk-Ansätze (VaR-Ansätze).<sup>1058</sup> Die Weiterentwicklung gegenüber VaR-Ansätzen besteht einerseits in einer Erweiterung des Betrachtungshorizonts und andererseits in einer Übertragung der bei Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche interes-

<sup>1055</sup> Vgl. Bodnar/Hayt/Marston (1998), S. 84 f., sowie Kapitel 3.2.3.2.1.2.

<sup>1056</sup> Vgl. Hofmann/Hofmann (1999), S. 159-161; Gleißner/Romeike (2005), S. 162, sowie Kapitel 3.2.3.1, insbesondere die in den Fußnoten 672 bis 676 angegebene Literatur.

<sup>1057</sup> Obwohl die Bezeichnung CFaR am weitesten verbreitet ist (vgl. Bartram (1999), S. 3), werden als Zielgrößen neben dem Cash Flow auch Gewinn- beziehungsweise Jahresüberschussgrößen wie beispielsweise Earnings (beziehungsweise EaR) oder auch Earnings per Share (beziehungsweise EpSaR) betrachtet (vgl. beispielsweise Bartram (2000), S. 1282; Pfennig (2000), S. 1300; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 87; Duch (2005), S. 133). Die zu wählende Zielgröße hängt vom jeweiligen Untersuchungszweck ab. Auch bei einer Fokussierung auf den Cash Flow sind unterschiedliche Interpretationen dieser Zielgröße, wie der Operating Cash Flow, der Financial Cash Flow oder auch der Total Cash Flow möglich. Vgl. Garner/Shapiro (1984), S. 13; O'Brien (1994), S. 3-40; Oxelheim/Wihlborg (1995), S. 241-263.

Zur detaillierten Darstellung weiterer Risikomaße, die im Risikocontrolling von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche zum Einsatz kommen können, im Folgenden jedoch nicht explizit berücksichtigt werden, vgl. Homburg/Stephan (2004).

<sup>1058</sup> Vgl. Bartram (1999), S. 1-3; Hommel/Pritsch (2001b), S. 21 f.; Oehler/Unser (2002), S. 153-162 und 181-185; Hoitsch/Winter (2004), S. 239-244; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 86; Priermeier (2005), S. 64-70.

„Value-at-Risk is a measure of the maximum potential change in value of a portfolio of financial instruments with a given probability over a pre-set horizon. VaR answers the question: how much can I lose with x % probability over a given time horizon.“ J. P. Morgan/Reuters (1996), S. 6. Vgl. ähnlich Mahoney (1996), S. 2; Bartram (1999), S. 1 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 21; Rudolf (2000), S. 381; Jorion (2001), S. 22; Schwicht (2001), S. 4 f.; Hölscher (2002), S. 10 f.; Homburg/Stephan (2004), S. 314; Schmitz/Wehrheim (2006), S. 89. Der VaR wurde zur Messung von Marktpreisrisiken von Finanzinstrumenten für den Einsatz in Kreditinstituten konzipiert, wobei er insbesondere der Beurteilung des aggregierten Risikos von Finanzierungstitel-Portfolios dient. Für einen Überblick zur Entwicklung und zu den Anwendungsmöglichkeiten des VaR vgl. Dowd (1998), S. 16-23.

Da im Bereich von Finanzinvestitionen die Cash Flows häufig vertraglich festgeschrieben sind, bereitet eine Anwendung des VaR-Ansatzes für diesen Bereich des finanziellen Risikomanagements in der Regel keine Probleme. Vgl. Holst (2001), S. 141; Hager (2004), S. 218; Duch (2005), S. 129.

sierenden Zielgröße in Form von Cash Flows.<sup>1059</sup> CFaR-Ansätze stellen ein Simulationsmodell dar, bei dem die Cash Flow-Prognosen des Unternehmens mit den Sensitivitäten dieser Zahlungsströme bezüglich der Veränderung verschiedener Risikofaktoren verknüpft werden.<sup>1060</sup> Durch die Berücksichtigung der Wahrscheinlichkeitsverteilungen und Korrelationen der Risikofaktoren kann deren kombinierter Einfluss auf die Cash Flows im Rahmen von Monte Carlo-Simulationen analysiert werden.<sup>1061</sup> Der CFaR dient somit als ein Risikomaß für zukünftige Cash Flows eines Unternehmens, das den für ein bestimmtes Konfidenzniveau maximal eintretenden Verlust abbildet.<sup>1062</sup>

Auch wenn insbesondere die Quantifizierung des langfristigen ökonomischen Exposures Theorie und Praxis noch vor große Herausforderungen stellen,<sup>1063</sup> repräsentieren CFaR-Ansätze eine

---

<sup>1059</sup> Vgl. Bartram (2000), S. 1281; Kropp/Schubert (2000), S. 1241; Holst (2001), S. 141 f.; Hommel/Pritsch (2001b), S. 22; Burger/Buchhart (2002), S. 136 f.; Hager (2004), S. 19; Kropp/Gillenkirch (2004), S. 86. Zur Notwendigkeit der Weiterentwicklung beziehungsweise Modifikation vgl. Becker (1998), S. 394; Jorion (2001), S. 366-370; Homburg/Stephan (2004), S. 314 f.; Duch (2005), S. 127-135.

<sup>1060</sup> Vgl. Bartram (1999), S. 20.

<sup>1061</sup> Vgl. Bartram (1999), S. 20.

Neben der Monte Carlo-Simulation bieten sich jedoch auch noch weitere Verfahren an. In Bezug auf VaR-Ansätze vgl. detailliert Jorion (2001), S. 205-230.

<sup>1062</sup> Vgl. Burger/Buchhart (2002), S. 137.

Um diejenigen Restrisiken zu berücksichtigen, die sich nicht innerhalb des festgelegten Konfidenzniveaus befinden, sind CFaR-Analysen stets um Stress Tests (auch Crash Tests genannt) zu ergänzen. Diese sind durch eine schlagartige Veränderung, geringe Eintrittswahrscheinlichkeiten und extreme Ergebnisbelastungen geprägt. Vgl. Franzetti (1998), S. 231; Weber/Weißenberger/Liekweg (1999), S. 26; Holst (2001), S. 142; Burger/Buchhart (2002), S. 152; Hager (2004), S. 235-238; Duch (2005), S. 95. In Bezug auf VaR-Ansätze vgl. detailliert Jorion (2001), S. 231-249.

<sup>1063</sup> CFaR-Ansätze betrachten in der Regel das gesamte Unternehmen als Entscheidungseinheit. Die Art und der Umfang der in die Rechnungen einfließenden Risikofaktoren und deren Auswirkungen auf die Zielgröße sind jedoch eingeschränkt. So beziehen sich die Risikofaktoren aufgrund der Entwicklung aus den VaR-Ansätzen heraus zum einen häufig nur auf die finanziellen Risiken (Schwankungen von Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisänderungen). Vgl. MeVay/Turner (1995), S. 86; Chapey (1996), S. 23; Turner (1996), S. 38; Lee et al. (1999), S. 34.

Zum anderen werden meist nur die direkten Auswirkungen von Schwankungen der Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise berücksichtigt. Vgl. Hoitsch/Winter (2004), S. 241.

Somit werden indirekte Auswirkungen in den meisten Fällen vernachlässigt, obwohl sich verändernde Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise sich auch indirekt auf die Absatzmöglichkeiten und Wettbewerbsstellung des Unternehmens auswirken. Vgl. Bühler (1998), S. 208 f.; Bartram (1999), S. 243-246; Gebhardt/Mansch (2001), S. 26-29; Homburg/Uhrig-Homburg (2004), S. 312.

Diese Auswirkungen, die mitunter von großer Bedeutung sein können, sind meist schlecht quantifizierbar und zudem nicht gänzlich bekannt. Vgl. Hoitsch/Winter (2004), S. 241.

Es existieren jedoch Ansätze zu ihrer Berücksichtigung, die auf der Integration von Preiselastizitäten beruhen, auf deren Basis beispielsweise die Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die Absatzmenge erfasst werden. Vgl. Turner (1996), S. 38-40. Neben einer Erweiterung auf solche indirekten Auswirkungen ist grundsätzlich auch davon auszugehen, dass neben Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen auch weitere (nicht-finanzielle) Risikofaktoren in CFaR-Ansätze einbezogen werden können. Vgl. Becker (1998), S. 394; Jorion (2001), S. 21 und 472.

vielversprechende Methode, um den tatsächlichen Erfolg des finanziellen Risikomanagements quantifizieren zu können.<sup>1064</sup> Neben weiteren Vorzügen, auf die im Verlauf der Erörterung noch eingegangen wird, kann das Finanzcontrolling somit durch die Implementierung von CFaR-Ansätzen Finanzmanager dazu motivieren, eine professionelle Reduktion der durch finanzielle Risiken bedingten Volatilität der Cash Flows zu erreichen.

Des Weiteren bedingen *abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen* das Streben der Finanzmanager, möglichst schnell einen großen Einfluss im Unternehmen zu erlangen beziehungsweise diesen möglichst umfassend auszubauen. Aufgrund der Konkurrenzsituation zu anderen Managern resultiert hieraus insbesondere die Gefahr einer Umsetzung von Maßnahmen, die mit unangemessen hohen finanziellen Risiken verbunden sind – beispielsweise in Form einer übermäßig risikoreichen Investition, des Abschlusses eines spekulativen Finanzderivates oder auch der Durchführung einer riskanten Finanzierungsentscheidung. Ungeachtet bestehender finanzieller Risiken lassen diese Entscheidungen Finanzmanager auf die Erzielung eines überdurchschnittlichen Erfolgs und somit auf Vermögenszuwächse und Beförderungen hoffen.

Das Finanzcontrolling wirkt dem Problem einer Inkaufnahme unangemessen hoher finanzieller Risiken entgegen, indem es Informationen bereitstellt, die – am Beispiel von Investitionsentscheidungen ausgedrückt – nicht nur eine Prognose zur Rendite bestehender Investitionsalternativen, sondern auch eine Prognose zugehöriger finanzieller Risiken möglichst fundiert darstellen. Beispielsweise lässt sich auf der Basis von CFaR-Analysen sicherstellen, dass nicht die Investitionsvorhaben mit der höchsten Rendite, sondern die Vorhaben mit der besten Rendite-Risiko-Kombination ausgewählt und durchgeführt werden.<sup>1065</sup> Entsprechend der im Aufgabenbereich des Anlagemanagements bereits erörterten Anreizgestaltung können Finanzmanager somit dafür belohnt werden, die unter Berücksichtigung relevanter Risiken aussichtsreichsten Investitionsvorhaben voranzutreiben.<sup>1066</sup> DUCH konstatiert: „Der CFaR gibt die Risikoposition der Gesellschaft in einer einzelnen Zahl an, so dass eine Kopplung des Entlohnungssystems neben dem Marktwert auch an die Risikoposition der Gesellschaft ermöglicht wird. Bei gleich bleibenden

---

<sup>1064</sup> Vgl. MeVay/Turner (1995), S. 86; Pfennig (2000), S. 1304-1306; Duch (2005), S. 136 f., sowie Hager (2004), S. 245 und 252-256, der explizit demonstriert, wie sich auf der Basis von CFaR-Ansätzen der Erfolg des Finanzmanagements beim Management finanzieller Risiken messen lässt.

<sup>1065</sup> Vgl. ohne Bezug zu CFaR-Ansätzen Weber et al. (2003), S. 23.

Neben der bereits im Zusammenhang des arbeitsscheuen Verhaltens erwähnten Möglichkeit, auf der Basis von CFaR-Analysen die Vorteilhaftigkeit von Absicherungsmaßnahmen zu quantifizieren, sind diese insbesondere dazu geeignet, um im Rahmen von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen Abhängigkeiten des Cash Flows von einzelnen finanziellen Risiken aggregiert zu analysieren. Vgl. Pfennig (2000), S. 1304.

<sup>1066</sup> Die Form dieser Belohnung wird nicht näher konkretisiert, da – wie bereits in Fußnote 721 zum Ausdruck gebracht – insbesondere keine Klarheit über die Frage besteht, welchen Einfluss eine Entlohnung auf der Basis von Aktienoptionen auf die Risikobereitschaft der Manager ausübt.

dem Aktienkurs, aber gestiegenem (gesunkenem) Unternehmensrisiko, gemessen an einem zur Relativierung heranzuziehenden Index bzw. Vergleichsunternehmen, müsste die Entlohnung der Unternehmensleitung niedriger (höher) ausfallen.“<sup>1067</sup>

Speziell abweichende Karrierepräferenzen erlangen darüber hinaus Bedeutung, da sie Finanzmanager dazu veranlassen, eigene Fähigkeiten gegenüber Unternehmensexternen signalisieren zu wollen.<sup>1068</sup> Dies führt zur Umsetzung von Absicherungsmaßnahmen, die dem Zweck eines professionellen Managements finanzieller Risiken nicht uneingeschränkt dienlich sind – beispielsweise in Form des Einsatzes eines Finanzderivates zur Reduktion des bilanziellen Exposures. Da unterschiedliche Stakeholder ein berechtigtes Interesse am Umgang der Finanzmanager mit finanziellen Risiken besitzen, erscheint ein kompletter Verzicht auf derlei Angaben in Geschäftsberichten und somit eine komplette Beseitigung dieses Fehlanreizes nicht zweckmäßig.<sup>1069</sup> Das Finanzcontrolling kann jedoch darauf einwirken, dass die Beschreibung getroffener Maßnahmen zur Reduktion finanzieller Risiken unter Berücksichtigung der unterschiedlich hohen Bedeutung der drei Exposure-Arten erfolgt. Sind Finanzmanager auch dazu angehalten, detailliert darzulegen, welche Vorkehrungen getroffen werden, um das besonders bedeutsame ökonomische Exposure zu reduzieren, kann von der Veröffentlichung dieser Informationen in Geschäftsberichten sogar der positive Anreiz ausgehen, dieser Exposure-Art eine größere Aufmerksamkeit zu schenken.

In wirtschaftlich schlechten Zeiten sind zudem **abweichende Risikopräferenzen** im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements von Relevanz. Die Notwendigkeit zum professionellen Umgang mit finanziellen Risiken tritt in den Hintergrund, wenn Finanzmanager ganz bewusst hohe finanzielle Risiken eingehen, um eine rasche Verbesserung der Lage herbeizuführen. Einen Ansatzpunkt zur Bekämpfung dieses Problems bietet die bereits im Zusammen-

---

<sup>1067</sup> Duch (2005), S. 199.

<sup>1068</sup> Vgl. DeMarzo/Duffie (1995), S. 743 f.

<sup>1069</sup> Im Einklang hierzu führt SCHÖNDUBE-PIRCHEGGER aus: „[T]he accounting treatment of financial derivatives and hedging according to US-GAAP and IFRS suggests that standard setters worry about speculation and therefore aim at ensuring particular transparency concerning derivatives usage in the financial statements. This is reflected in mandatory fair value measurement and extensive disclosure rules for derivatives on the one hand and in very restrictive conditions for hedge accounting on the other hand. In particular, firms are required to disclose information necessary for users of financial statements to assess the amounts, timing and certainty of future cash flows associated with a financial instrument or classes of similar financial instruments.“ Schöndube-Pirchegger (2006), S. 688.

hang abweichender Konsum- und Karrierepräferenzen genannte konsequente Berücksichtigung finanzieller Risiken bei jeglichen Entscheidungen des Finanzmanagements.<sup>1070</sup>

Abschließend müssen innerhalb der Ursachenkategorie eigeninteressierten Handelns auch **abweichende Zeitpräferenzen** der Finanzmanager eingedämmt werden. Diese sind im Hinblick auf die Steuerung der unterschiedlichen Exposure-Arten von Bedeutung. Wenn Finanzmanager antizipieren, die Position innerhalb eines Zeitraums zu wechseln, der kurzfristiger ausfällt als der Zeitraum, in dem ökonomische Exposures wirksam werden, dann würde diese bedeutsame Exposure-Art nicht mehr angemessen gesteuert. Der im Zusammenhang arbeitsscheuen Verhaltens bereits genannte Anreiz zur Belohnung von Anstrengungen, die zu einer Reduktion der Volatilität der Cash Flows beitragen, ist somit in zeitlicher Dimension zu konkretisieren. Das Finanzcontrolling hat ein langfristig ausgerichtetes, nachhaltiges Management finanzieller Risiken zu fördern, indem es eine Bemessungsgrundlage der erfolgsabhängigen Entlohnung bereitstellt, auf deren Basis eine Reduktion der Volatilität zukunftsgerichteter Cash Flows abgebildet wird – beispielsweise durch die Implementierung von CFaR-Ansätzen.<sup>1071</sup>

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums***

Die durch das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager hervorgerufenen Defizite des finanziellen Risikomanagements vermeidet und reduziert das Finanzcontrolling zudem, indem es den Handlungsspielraum der Finanzmanager durch Kontrollen verkleinert.<sup>1072</sup>

Im Hinblick auf das **arbeitsscheue Verhalten** bedeutet dies, dass Aufgabenträger des Finanzcontrollings grundsätzlich kontrollieren, ob Finanzmanager finanzielle Risiken im Rahmen der Entscheidungsfundierung überhaupt berücksichtigen. Aufgrund der Komplexität des finanziellen Risikomanagements ist hierbei der Einsatz einer professionellen Methode erforderlich. Wenn eine Identifikation finanzieller Risiken – beispielsweise in Form von CFaR-Analysen – durch-

<sup>1070</sup> Wenn auch mit Bezug auf CEO, weist eine großzahlige empirische Datenanalyse von CHAKRABORTY, SHEIKH und SUBRAMANIAN darauf hin, dass drohende Sanktionen Manager zu einer verstärkten Berücksichtigung von Risiken bewegen können: „This paper examines the impact of termination risk on managerial risk taking. [...] We find that CEOs who face high termination risk make less risky investments. A 10 % increase in termination propensity reduces firm risk by 5 % to 23 % in our sample.“ Chakraborty/Sheikh/Subramanian (2007), S. 185.

Die transparente Androhung von Kündigungen kann Manager dazu veranlassen, weniger risikoreiche Entscheidungen zu treffen. Diese Maßnahme ist jedoch nur bedingt einsetzbar, da sie nicht nur einen Anreiz darstellt, finanzielle Risiken zu reduzieren. Gleichfalls geht von ihr der Anreiz aus, auch alle anderen Risiken zu meiden, die vom Management eigentlich getragen werden sollten (Core Business Risk). Vgl. Kapitel 3.2.3.1.

<sup>1071</sup> Zudem wirkt eine mit der Dauer der Zugehörigkeit zum Unternehmen steigende Entlohnung auch im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements den negativen Auswirkungen abweichender Zeitpräferenzen der Finanzmanager entgegen.

<sup>1072</sup> Vgl. allgemein Sandretto (1993), S. 55; Weber/Weißenberger/Liekweg (1999), insbesondere S. 20 und 35-37; Burger/Buchhart (2002), S. 12-17.

geführt oder auch in Abstimmung mit dem Finanzcontrolling erarbeitet wurde, dann ist des Weiteren zu verifizieren, ob die vorgenommenen Analysen zur Erfassung und Bewertung der Risiken zutreffend sind, also nicht die durch mangelnde Sorgfalt begründbaren Fehler aufweisen. Wesentlich ist darüber hinaus eine Kontrolle der Schlussfolgerung, die der jeweilige Finanzmanager auf der Basis der angestellten Analyse zieht. Aufgabenträger des Finanzcontrollings müssen damit rechnen, dass sachlich erforderliche Absicherungsmaßnahmen vernachlässigt werden oder auch die Umsetzung einer Absicherungsmaßnahme vorgeschlagen wird, die unter Berücksichtigung relevanter Ausgleichseffekte nicht notwendig wäre oder das zu bekämpfende Risiko nur unzureichend reduziert.

Deshalb tragen Kontrollen nicht nur zu einer Reduktion der durch das arbeitsscheue Verhalten erklärbaren Rationalitätsdefizite bei, sondern bekämpfen gleichzeitig auch die aus **abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen** – und in wirtschaftlich schlechten Zeiten zudem aus **abweichenden Risikopräferenzen** – resultierenden Defizite. Über das arbeitsscheue Verhalten hinaus implizieren diese drei Formen des eigeninteressierten Handelns das Streben nach überdurchschnittlich hohen Erfolgen und damit einhergehend die Gefahr, dass Finanzmanager unangemessen hohe finanzielle Risiken eingehen und herunterzuspielen versuchen. Um speziell einer unangemessenen Überschreitung der Inkaufnahme von Risiken entgegenzuwirken, muss das Finanzcontrolling für die relevanten Risiken Schwankungsbreiten von Verlusten (Limite) vorgeben und deren Einhaltung kontrollieren.<sup>1073</sup> Ferner sind Limite und Limitauslastung im Rahmen des internen Berichtswesens regelmäßig zu kommunizieren.<sup>1074</sup>

Wie die Analyse der Rationalitätsdefizite verdeutlicht, besteht insbesondere beim Abschluss spekulativer Geschäfte mit Finanzderivaten die Gefahr, dass Finanzmanager ihre Unternehmen sogar bestandsgefährdenden Verlustrisiken aussetzen. Das Finanzcontrolling sollte demzufolge im Sinne eines Back Office auch alle mit Finanzderivaten getätigten Geschäfte erfassen.<sup>1075</sup> Dabei sollten die internen Kontrollen des Back Office getrennt von den Finanzmanagern erfol-

---

<sup>1073</sup> Vgl. Ertl (2000), S. 692 und 702 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 537 f. Ohne konkreten Bezug zum Finanzcontrolling vgl. Oehler/Unser (2002), S. 30.

Zur Entwicklung und Implementierung geeigneter Limit- und Kontrollstrukturen des Finanzbereichs bieten sich wiederum CFaR-Analysen an. Vgl. Pfennig (2000), S. 1304; Duch (2005), S. 136.

<sup>1074</sup> Vgl. Kropp (1999), S. 142; Gebhardt/Mansch (2001), S. 155 f.

<sup>1075</sup> Vgl. hierzu und zu den folgenden Ausführungen Cornford (1996), S. 504; Hofmann/Hofmann (1999), S. 159-161; Hoefener (2000), S. 32 f.



gen, die die Geschäftsabschlüsse vornehmen. Dadurch wird sichergestellt, dass Fehler aufgedeckt und beseitigt werden.<sup>1076</sup>

Speziell abweichende Karrierepräferenzen bedingen zudem eine potentielle Fehlausrichtung, wenn Finanzmanager das finanzielle Risikomanagement primär zum Anlass nehmen, um ihre eigenen Fähigkeiten gegenüber Unternehmensexternen zu kommunizieren. Das Finanzcontrolling begrenzt dieses Problem, wenn es Einfluss auf die in Geschäftsberichten veröffentlichten Informationen zum finanziellen Risikomanagement nimmt. Hierbei hat es sicherzustellen, dass von den in Geschäftsberichten veröffentlichten Informationen Anreize ausgehen, die bestmöglich im Einklang mit dem zu verfolgenden Ziel einer Reduktion der Volatilität der Cash Flows stehen.

Abschließend zur Darstellung der Möglichkeiten des Finanzcontrollings, den Handlungsspielraum der Finanzmanager im Rahmen des finanziellen Risikomanagements einzuschränken, werden *abweichende Zeitpräferenzen* der Finanzmanager untersucht. Das Finanzcontrolling sollte dabei durch entsprechend langfristig ausgerichtete Kontrollen sicherstellen, dass sich Finanzmanagern keine Möglichkeit bietet, bedeutsame ökonomische Exposures zu vernachlässigen.

#### 4.3.3.2 Rationalitätssicherung durch die Adressierung kognitiver Beschränkungen

##### *Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen*

Innerhalb der um kognitive Beschränkungen erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* bedingen Wissensbeschränkungen und mentale Modelle in Verbindung mit dem vergleichsweise neuen Charakter des finanziellen Risikomanagements sowie der hohen Komplexität dieser Aufgabe, dass Finanzmanager relevante Risiken nicht wahrnehmen und folglich nicht bewerten oder gar steuern. Das lückenhafte Management finanzieller Risiken wird dadurch verschärft, dass Finanzmanager gleichfalls aufgrund von Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen nur einen unzureichenden Ressourceneinsatz zur Bewältigung dieser Herausforderung vorsehen, die Bedeutung der unterschiedlichen Exposure-Arten falsch einschätzen und darüber

---

<sup>1076</sup> Speziell im Hinblick auf den Einsatz von Finanzderivaten hat das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen durch das Schreiben vom 23.10.1995 mit der „Verlautbarung über Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ besondere Richtlinien erlassen. Obgleich diese Mindestanforderungen lediglich für Banken Gültigkeit besitzen, bieten sie auch Unternehmen anderer Branchen wichtige Hinweise zur adäquaten Ausgestaltung des Managements und Controllings finanzieller Risiken. Vgl. Kropp (1999), S. 136.

Formalisierte Kontrollen beim Einsatz von Finanzderivaten sind ein wichtiger Bestandteil dieser Mindestanforderungen, und Geschäftsberichten ist zu entnehmen, dass eine steigende Anzahl von Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche ihr Handeln an diesen Grundsätzen ausrichtet. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 72.

hinaus fehlerhafte Absicherungsgeschäfte abschließen, da sie relevante Korrelationen missachten. Die Ursachenergründung legt somit nahe, Finanzmanagern das Wissen um grundlegende Aspekte des finanziellen Risikomanagements zu vermitteln. Zu diesem Zweck sollte das Finanzcontrolling die Finanzmanager für die Notwendigkeit eines finanziellen Risikomanagements sensibilisieren (Schaffung einer Risikokultur<sup>1077</sup>), Möglichkeiten aufzeigen, wie sich finanzielle Risiken ökonomisch sinnvoll bewerten und steuern lassen, sowie die Gefahren veranschaulichen, die im Zusammenhang mit einem falsch verstandenen finanziellen Risikomanagement stehen.<sup>1078</sup>

In Trainings und Schulungen ist Finanzmanagern gleichfalls das Wissen zu vermitteln, welche negativen Auswirkungen die Anwendung von Heuristiken im finanziellen Risikomanagement besitzt. So veranlassen beispielsweise positive Assoziationen mit einer Investition einen Finanzmanager dazu, diese Assoziationen als repräsentativ zu erachten und die Investition fälschlicherweise nicht nur als rentabel, sondern gleichfalls als wenig riskant einzustufen. Finanzmanagern ist diese Missachtung des grundsätzlich positiven Zusammenhanges zwischen Rendite und Risiko vor Augen zu führen. Ferner ist zu demonstrieren, dass eine Anwendung von Heuristiken verzerrte Marktpreisprognosen bewirkt, die wiederum eine Fehlsteuerung finanzieller Risiken auslöst. In Trainings und Schulungen sollte zudem thematisiert werden, dass eine Anwendung von Heuristiken im finanziellen Risikomanagement auch dann Virulenz entfaltet, wenn Finanzmanager Absicherungsgeschäfte lediglich auf der Basis der ihnen bekannten Risiken abschließen (Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik) und durch diese isoliert getroffenen Maßnahmen potentiell sogar eine Erhöhung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens verursachen.

Im Bereich der erweiterten resourceful-Annahme glauben Finanzmanager aufgrund von Bestätigungsverzerrungen im unbewussten Streben nach der Wahrung eines positiven Selbstbildes, finanzielle Risiken bestmöglich adressiert zu haben. Von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings initiierte Wissensvermittlungen können diesem Problem entgegenwirken, indem hierbei die Nützlichkeit kritischer Selbstreflexionen hervorgehoben wird.<sup>1079</sup>

In Bezug auf die erweiterte *evaluating-Annahme des RREEM-Modells* leisten in wirtschaftlich schlechten Zeiten auch die Prospect Theory und die hiermit im Zusammenhang stehende

---

<sup>1077</sup> Vgl. Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 50 und 246-251; Ebert (2006), S. 107 f.

<sup>1078</sup> Zur allgemeinen Notwendigkeit von Trainings und Schulungen im Kontext des Risikomanagements vgl. Sandretto (1993), S. 55; Weber/Weißberger/Liekweg (1999), S. 38; Burger/Buchhart (2002), S. 20 f.; Weber/Müller/Sorg (2004), S. 42.

SCHARPF und LUZ betonen explizit die Notwendigkeit zur Schulung von Finanzmanagern im Umgang mit Finanzderivaten. Vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 214.

<sup>1079</sup> Zur Wirksamkeit von Selbstreflexionen vgl. Fußnote 949.

Verlustaversion einen Beitrag zur Erklärung eines suboptimalen finanziellen Risikomanagements. Ungeachtet bestehender finanzieller Risiken setzen Finanzmanager aufgrund der Hoffnung nach einer Verbesserung der Lage (unbewusst) unangemessen risikoreiche Maßnahmen um. Zudem bewerten sie aufgrund der im Einklang zu diesen kognitiven Beschränkungen stehenden, ungleichen Behandlung von Gewinnen und Verlusten Ausgleichseffekte zwischen verschiedenen Risikopositionen fehlerhaft. Das Finanzcontrolling kann diese Mechanismen in Trainings und Schulungen offenlegen und Finanzmanager somit proaktiv vor diesen Beschränkungen bewahren.

Ferner ist das Wissen zu vermitteln, inwiefern der Status Quo-, der Immediately-, und der Sunk Cost-Effekt sowie das Phänomen des Mental Accountings einen negativen Einfluss auf das finanzielle Risikomanagement ausüben. Dementsprechend sind Finanzmanagern die Möglichkeiten eines sinnvollen Risikomanagements näher zu bringen, die im Zusammenhang mit der zunehmenden Internationalisierung oder auch der Entwicklung neuer Finanzinstrumente und Softwarelösungen stehen. Wenn Finanzmanagern bewusst wird, dass sie diese Möglichkeiten aufgrund des Festhaltens an tradierten Methoden (Status Quo-Effekt) unangemessen vernachlässigt haben, dann kann deren zukünftige Nutzung befördert werden. Der Anstoß zu einem professionelleren Umgang mit finanziellen Risiken kann auch von Trainingsinhalten ausgehen, in denen die aufgrund des Immediately-Effekts eintretende Vernachlässigung der langfristig bedeutsamen ökonomischen Exposures aufgezeigt wird. Zudem ist der Sunk Cost-Effekt zu thematisieren, der sich insbesondere in dem Versäumnis der Finanzmanager niederschlagen kann, frühzeitig geeignete Gegenmaßnahmen umzusetzen, wenn sich für ein Absicherungsgeschäft in Form eines volatilen Finanzderivates Verluste abzeichnen. Das Phänomen des Mental Accountings trägt zudem dazu bei, dass Finanzmanager Risikopositionen getrennt voneinander bewerten und somit bedeutsame Korrelationen zwischen Risikopositionen vernachlässigen. Aus diesem Grund ist ein Bewusstsein der Finanzmanager dafür zu schaffen, dass das finanzielle Risikomanagement nur aus einer ganzheitlichen Perspektive heraus adäquat zu bewältigen ist.

Mit Blick auf die erweiterte evaluating-Annahme steht auch die Regret Theory einem professionellen Management finanzieller Risiken entgegen. Dementsprechend führen Finanzmanager keine Absicherungsmaßnahmen durch, wenn sie rückblickend feststellen, dass sie relevante Risiken bei einer Entscheidung übersehen haben. Hierdurch umgehen sie die Anstrengung, dieses Versäumnis vor sich selbst oder gar vor anderen rechtfertigen und bedauern zu müssen. Aufgabenträger des Finanzcontrollings können Finanzmanager dazu anleiten, sich dieser unbewusst ablaufenden Prozesse bewusst zu werden. Hierdurch tragen sie zu einer proaktiven Vermeidung negativer Auswirkungen der Regret Theory bei.

Eine vielversprechende Wissensvermittlung hat schließlich auch kognitiven Beschränkungen der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* angemessen Rechnung zu tragen. Der Overconfidence- und Optimismus-Effekt sowie das Phänomen der Kontrollillusion haben zur Folge, dass Finanzmanager davon überzeugt sind, besondere Fähigkeiten in der Vorhersage relevanter Marktpreisentwicklungen und im Umgang mit finanziellen Risiken zu besitzen. In der Konsequenz unterbleibt entweder eine angemessene Bewertung und Steuerung finanzieller Risiken oder es erfolgt eine fehlerhafte Steuerung mittels Finanzderivaten, deren Anwendungsrisiken Finanzmanager gleichfalls unterschätzen.

### ***Festlegung von Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen***

Nicht nur durch Wissensvermittlungen, sondern auch durch die Festlegung eines standardisierten Inputs sowie durch Vorgaben zum standardisierten Ablauf des finanziellen Risikomanagements wirkt das Finanzcontrolling kognitiven Beschränkungen der Finanzmanager proaktiv entgegen.<sup>1080</sup> Dementsprechend sind in Abstimmung zwischen Finanzmanagement und Finanzcontrolling die Ziele und Risikostrategien in den einzelnen Risikoarten festzulegen, Methoden zur Identifikation und Quantifizierung finanzieller Risiken zu bestimmen – beispielsweise in Form von CFaR-Ansätzen –, zulässige Maßnahmen und Instrumente der Risikosteuerung zu definieren, Kompetenzen und Zuständigkeiten zu regeln, Limitsysteme zu installieren sowie adäquate Risikoberichte zu konzipieren.<sup>1081</sup> Zur Rationalitätssicherung wird die Beteiligung von Aufgabenträgern des Finanzcontrollings am gesamten Prozess des Managements finanzieller Risiken festgelegt und implementiert.<sup>1082</sup> Dieser Prozess sollte sich über die Risikoerfassung (beziehungsweise Risikoidentifikation und -analyse), die Risikomessung und -bewertung, die Risikosteuerung und -bewältigung sowie die Risikoüberwachung und -kontrolle erstrecken.<sup>1083</sup> Alle

---

<sup>1080</sup> „Ein funktionsfähiges Finanzrisikomanagement erfordert nicht zuletzt auch aufbau- und ablauforganisatorische Regelungen, die mit Unterstützung des Finanzcontrollings zu erarbeiten sind.“ Gillenkirch (2002), Sp. 538. Vgl. ähnlich Ertl (2000), S. 571.

<sup>1081</sup> Vgl. ohne konkreten Bezug zum Finanzcontrolling Scharpf/Luz (2000), S. 201 f. Vgl. ähnlich Ross (1990), S. 114 f.; Sandretto (1993), S. 55; Ross (1994a), S. 134; Holst (2001), S. 153 f.; Oehler/Unser (2002), S. 30; Cooper (2004), S. 17 f., sowie detailliert Priermeier (2005), S. 85-98.

Den Aspekt einer Festlegung zulässiger Maßnahmen und Instrumente zur Risikosteuerung arbeiten HOFMANN und HOFMANN in Bezug auf den Einsatz von Finanzderivaten detailliert aus. Demzufolge ist in konzernweit gültigen Richtlinien unter anderem vorzugeben, welche Derivate eingesetzt werden dürfen und dass der Einsatz der Derivate grundsätzlich nicht aus Gründen der Spekulation erfolgen darf. Vgl. Hofmann/Hofmann (1999), S. 158 f.

<sup>1082</sup> Vgl. Ertl (2000), S. 568; Pfaff (2001), Sp. 739 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 537.

<sup>1083</sup> Vgl. Dahlhausen (1996), S. 206; Weber/Weißberger/Liekweg (1999), S. 15 f.; Pfennig (2000), S. 1308; Gebhardt/Mansch (2001), S. 151-160; Hommel/Pritsch (2001b), S. 8; Burger/Buchhart (2002), S. 31; Gebhardt (2002), Sp. 1713; Oehler/Unser (2002), S. 20 f.; Witt (2002), S. 8; Cooper (2004), S. 10; Finke (2005), S. 24; Schmitz/Wehrheim (2006), S. 19.

Vorgaben sind – auch aus haftungsrechtlichen Gründen – schließlich angemessen in einem Handbuch zum Management finanzieller Risiken zu dokumentieren und im Rahmen der vorgeannten Trainings und Schulungen zu vermitteln.<sup>1084</sup>

Diese Vorgaben stellen einen Schutz vor negativen Auswirkungen kognitiver Beschränkungen der *resourceful-Annahme des RREEM-Modells* dar. Die Gefahr einer lückenhaften Identifikation finanzieller Risiken oder eines unzureichenden Ressourceneinsatzes aufgrund von Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen der Finanzmanager wird aus zwei Gründen verkleinert. Zum einen disziplinieren die genannten Input- und Prozessvorgaben Finanzmanager dazu, sich regelmäßig und aktiv mit Fragen des Managements finanzieller Risiken auseinanderzusetzen. Zum anderen gehen von der Abstimmung der Vorgaben selbst – ähnlich wie von Schulungen – positive Impulse aus.<sup>1085</sup> Die sich auf der Basis des finanziellen Risikomanagements bietenden Chancen werden verinnerlicht und schärfen das Verständnis für die Wichtigkeit, finanzielle Risiken möglichst ganzheitlich zu erfassen und zu steuern sowie das Erfordernis, eine professionelle Softwarelösung einzusetzen. Speziell die Definition der Risikostrategie und der zulässigen Maßnahmen und Instrumente zur Risikosteuerung wirken darüber hinaus proaktiv Situationen entgegen, in denen Finanzmanager aufgrund von Wissenslücken spekulative finanzielle Hedgingmaßnahmen eingehen oder aufgrund ihrer finanzwirtschaftlich geprägten mentalen Modelle natürliche Hedgingmaßnahmen und somit eine Reduktion ökonomischer Exposures unbewusst vernachlässigen.

Die Vorgabe professioneller Methoden und Instrumente zur Quantifizierung finanzieller Risiken wirkt ferner einer Anwendung von Heuristiken entgegen. Intuitiv getroffene Einschätzungen der Finanzmanager, die infolge der Anwendung von Heuristiken ein verzerrtes Abbild des tatsächlich bestehenden Ausmaßes finanzieller Risiken bewirken, werden durch realitätsnähere Quantifizierungen ersetzt. Die regelmäßige Kommunikation fundierter Risikomessungen in Form von Risikoberichten trägt des Weiteren dazu bei, dass Finanzmanager auf der Basis einer ganzheitlichen Abbildung der Risikoposition des Unternehmens Entscheidungen über dessen Absicherung treffen. Die Virulenz isoliert getroffener Beschlüsse zur Durchführung von Absicherungsmaßnahmen (Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik) lässt sich somit eindämmen.

Ein aussagekräftiges Risikoberichtswesen kann dazu genutzt werden, Bestätigungsverzerrungen von Finanzmanagern entgegenzuwirken. Fundierte Quantifizierungen finanzieller Risiken und

---

<sup>1084</sup> Vgl. Weber/Weißberger/Liekweg (1999), S. 38; Scharpf/Luz (2000), S. 201; Holst (2001), S. 153 f.; Gleißner/Romeike (2005), S. 159.

<sup>1085</sup> Vgl. Kropp/Gillenkirch (2004), S. 95.

klare Feedbacks zum Erfolg durchgeführter Absicherungsmaßnahmen stellen eine Informationsgrundlage dar, die zu einer Reduktion von Bestätigungsverzerrungen beiträgt.

Die Festlegung der eingangs genannten Vorgaben wirkt sich auch positiv auf die durch kognitive Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* entstehenden Rationalitätsdefizite aus. Aus der im Zusammenhang mit der Prospect Theory stehenden Verlustaversion von Finanzmanagern resultiert, dass diese in wirtschaftlich schlechten Zeiten unangemessen hohe finanzielle Risiken eingehen. Dieser Zusammenhang rechtfertigt und erklärt einerseits die Notwendigkeit, Zuständigkeiten im finanziellen Risikomanagement nicht allein an die Gruppe der Finanzmanager zu delegieren, und andererseits die Vorgabe von Limiten. Demnach wird das Eingehen unangemessen hoher finanzieller Risiken in Form von Limitüberschreitungen verhindert, wenn die durch die Entscheidung eines Finanzmanagers jeweils eingegangenen finanziellen Risiken durch das Finanzcontrolling überwacht werden.<sup>1086</sup>

Eine intensive Diskussion und Vorgabe von Methoden zur Identifikation und Quantifizierung finanzieller Risiken sowie zulässiger Maßnahmen zur Risikosteuerung unterstützt des Weiteren die Nutzung eines zeitgemäßen Instrumentariums zum Management finanzieller Risiken und wirkt einem aufgrund des Status Quo-Effekts eintretenden unangemessenen Festhalten an tradierten Vorgehensweisen entgegen. Zudem verhindert die Verfolgung einer entsprechend langfristig ausgerichteten Risikostrategie, in der der unterschiedlichen Bedeutung der drei Exposure-Arten Rechnung getragen wird, dass Finanzmanager wegen des Immediately-Effekts unbewusst auf die Umsetzung von Maßnahmen zur Adressierung des ökonomischen Exposures verzichten. Innerhalb der evaluating-Annahme übt zudem der Sunk Cost-Effekt einen negativen Einfluss auf die Steuerung finanzieller Risiken aus. Zeichnen sich beispielsweise für ein volatiles Finanzderivat Verluste ab, so führt dieser Effekt dazu, dass Finanzmanager nicht frühzeitig genug Maßnahmen zur Vermeidung noch höherer Verluste initiieren. Die in der Festlegung des Prozesses zum finanziellen Risikomanagement vorgesehene Beteiligung des Finanzcontrollings sowie die Vorgabe einer adäquaten Methode zur Quantifizierung finanzieller Risiken – also auch derjenigen Risiken, die durch die Absicherungsmaßnahme selbst induziert werden – befördert eine frühzeitige Entdeckung und Gegensteuerung dieser mitunter bestandsgefährdenden Situationen. Darüber hinaus beugt die Vorgabe des Einsatzes adäquater Methoden zur Identifikation

---

<sup>1086</sup> Zudem bewerten Finanzmanager aufgrund der im Einklang zur Prospect Theory und Verlustaversion stehenden ungleichen Behandlung von Gewinnen und Verlusten Ausgleichseffekte zwischen verschiedenen Risikopositionen fehlerhaft. Die Vorgabe zum Einsatz professioneller Methoden und Instrumente zur Quantifizierung finanzieller Risiken reduziert dieses Defizit.

und Quantifizierung finanzieller Risiken dem Phänomen des Mental Accountings vor, das einer aggregierten Beurteilung finanzieller Risiken diametral entgegensteht.<sup>1087</sup>

Neben den bereits genannten kognitiven Beschränkungen der erweiterten evaluating-Annahme ist noch die Regret Theory zu nennen. Auch hier fördert die Vorgabe adäquater Quantifizierungsmethoden und aussagekräftiger Risikoberichte die Transparenz der tatsächlich bestehenden finanziellen Risiken. Dadurch unterstützen sie die Durchführung der sachlich erforderlichen Absicherungsmaßnahmen, auch wenn Finanzmanager einmal begangene Fehler – wie beispielsweise das Versäumnis einer Adressierung relevanter Risiken – bedauern müssen.

Zum Abschluss der Diskussion von Vorgaben sind ihre Wirkungen auf kognitive Beschränkungen zu erörtern, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEM-Modells* darstellen. Eine Vermeidung der durch Overconfidence- und Optimismus-Effekte sowie der durch das Phänomen der Kontrollillusion hervorgerufenen Rationalitätsdefizite ist dann zu erwarten, wenn aufgrund der getroffenen Vorgaben Finanzmanager weniger stark dem Glauben erliegen, übermäßige Fähigkeiten bezüglich der Vorhersage relevanter Marktpreisentwicklungen oder auch bezüglich der Anwendung von Maßnahmen zur Absicherung finanzieller Risiken zu besitzen. Diese heilsame Wirkung verspricht die Vorgabe des Einsatzes professioneller Methoden der Identifikation und Quantifizierung finanzieller Risiken. Übertrieben sicher geglaubte Marktpreisprognosen müssen statistisch fundierten Modellen weichen, die Finanzmanagern ein realistischeres Bild zum tatsächlichen Ausmaß finanzieller Risiken vor Augen führen. Zudem erlauben diese Modelle auch eine Quantifizierung der durch unterschiedliche Absicherungsmaßnahmen tatsächlich erreichbaren Reduktion finanzieller Risiken. Auch dadurch wird die Möglichkeit geschaffen, überzogene Erfolgseinschätzungen der Finanzmanager bezüglich ihrer Fähigkeiten zur Absicherung finanzieller Risiken zu bekämpfen.

#### ***Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen***

Die Lieferung von Informationen zu finanziellen Risiken in hinreichender Quantität und Qualität bewahrt Finanzmanager davor, diese zu ignorieren oder auch ungerechtfertigt herunterzuspielen.<sup>1088</sup> Der sachlich erforderliche Informationsbedarf zu finanziellen Risiken ist infolge kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager in der Regel größer als der vom Finanzmanagement selbst als notwendig erachtete Informationsbedarf.<sup>1089</sup> Unter Einsatz entsprechend professioneller

---

<sup>1087</sup> Als Methoden, die ein aggregiertes unternehmensweites Management von Risiken erlauben, bieten sich Integrated Risk Management-Lösungen (auch Enterprise Risk Management genannt) an. Vgl. Laux (2005), S. 438.

<sup>1088</sup> Vgl. Weinstein/Klein (2002), S. 313 und 322.

<sup>1089</sup> Vgl. Gleißner/Romeike (2005), S. 160 und 164.

Methoden und Instrumente kommt somit dem Finanzcontrolling die wichtige Aufgabe zu, Finanzmanager möglichst effektiv und effizient mit entscheidungsrelevanten Informationen zu finanziellen Risiken zu versorgen – auch wenn Finanzmanager diese Informationen nicht eigeninitiativ einfordern – und auf der Basis der gesamten Informationsgrundlage die Rationalität der von Finanzmanagern getroffenen Entscheidungen sicherzustellen.<sup>1090</sup>

Die vom Finanzcontrolling zu leistende Informationsversorgung lässt sich gezielt auf die kognitiven Beschränkungen der Finanzmanager abstimmen, die im Bereich des finanziellen Risikomanagements die identifizierten Defizite erklären. Im Hinblick auf die Erweiterung der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* bedeutet dies, dass das Finanzcontrolling durch die Implementierung eines Risikoberichtswesens den negativen Auswirkungen von Wissensbeschränkungen, mentalen Modellen, Heuristiken oder auch Bestätigungsverzerrungen begegnen muss. Eine durch diese kognitiven Beschränkungen hervorgerufene lückenhafte sowie mit Verzerrungen behaftete Wahrnehmung, Erfassung und Steuerung finanzieller Risiken lässt sich eindämmen, wenn Finanzmanager regelmäßig und umfassend mit Informationen zum tatsächlichen Ausmaß finanzieller Risiken versorgt werden. Wenn das Finanzcontrolling aufgrund eines unzureichenden Ressourceneinsatzes im finanziellen Risikomanagement diese Aufgabe nicht leisten kann, stellt sich in einem ersten Schritt die Aufgabe, das Finanzmanagement durch Risikoanalysen zunächst von der Notwendigkeit zu überzeugen, hinreichende Ressourcen vorzusehen, um ein aussagekräftiges Risikoberichtswesen etablieren zu können. Bezüglich der speziell bei der Steuerung finanzieller Risiken durch kognitive Beschränkungen der *resourceful-Annahme* verursachten Defizite muss das Finanzcontrolling bei der Gestaltung des Risikoberichtswesens darauf achten, dass Korrelationen zwischen Risikopositionen richtig verarbeitet werden und die Berichterstattung der hohen Bedeutung ökonomischer Exposures angemessen Rechnung trägt.

Hinsichtlich der kognitiven Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* muss das Finanzcontrolling der in der Prospect Theory hervortretenden Verlustaversion von Finanzmanagern vorbeugen. Wenn das Finanzcontrolling unabhängig von

---

<sup>1090</sup> Mit allgemeinem Bezug zum Risikomanagement vgl. Scharpf/Luz (2000), S. 64; Hofmann/Hofmann (1999), S. 97, mit allgemeinem Bezug zum Risikocontrolling vgl. Gebhardt/Mansch (2001), S. 176, und mit speziellem Bezug zum Finanzcontrolling vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 537.

GILLENKIRCH konstatiert: „Für ein funktionierendes Finanzrisikomanagement sind vom Finanzcontrolling zusätzliche Anforderungen an das Informationssystem zu stellen. Planungs- und Kontrollrechnungen sind so zu erweitern, dass sie die notwendige Entscheidungsgrundlage für den Einsatz von Absicherungsinstrumenten bereitstellen. Das Finanzcontrolling muss gewährleisten, dass finanzwirtschaftliche Risikopositionen in allen Unternehmensbereichen lückenlos identifiziert und einheitlich quantitativ erfasst werden, und dass diese Risikopositionen konsistent bewertet werden.“ Gillenkirch (2002), Sp. 537.



der aktuellen wirtschaftlichen Lage des Unternehmens ein nüchternes Bild zum Ausmaß finanzieller Risiken eines geplanten Vorhabens zeichnet, dann kann vermieden werden, dass Finanzmanager aus einem Gefühl der Bedrängnis heraus unangemessen risikofreudige Entscheidungen durchzusetzen versuchen. Des Weiteren tritt das Finanzcontrolling einem über den Status Quo-Effekt erklärbaren Festhalten an tradierten Methoden zum Management finanzieller Risiken entgegen, indem es in regelmäßigen Abständen Benchmarkings durchführt, die prüfen, ob das eigene Unternehmen Methoden einsetzt, die mit den extern festzustellenden Best Practices hinreichend Schritt halten. Informationen zu diesen Benchmarks befördern das Verständnis der Finanzmanager für die Möglichkeiten und Chancen eines zeitgemäßen Risikomanagements und wirken somit einer unbewussten Scheu gegenüber (notwendigen) Veränderungen entgegen.

Wie die Analyse der Rationalitätsdefizite zeigt, wirken sich innerhalb der evaluating-Annahme ferner der Immediately-Effekt und das Phänomen des Mental Accountings negativ auf die Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken aus. Bei der Risikoberichterstattung gegenüber Finanzmanagern kann das Finanzcontrolling diesen Mechanismen Rechnung tragen, indem es durch die Art der Informationsaufbereitung und -darstellung die hohe Bedeutung langfristig wirksamer ökonomischer Exposures betont (Adressierung des Immediately-Effekts) sowie die hohe Relevanz einer Portfolio-Betrachtung und der hierbei zu berücksichtigenden Korrelationen zwischen Risikopositionen hervorhebt (Adressierung des Mental Accountings). Darüber hinaus wirkt sich der Sunk Cost-Effekt negativ auf die Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken aus. Potentiell führt er dazu, dass Finanzmanager nicht angemessen auf Situationen reagieren, in denen sich für Absicherungsgeschäfte mit – teils spekulativ eingesetzten – Finanzderivaten Verluste einstellen. Eine Abbildung der durch Absicherungsgeschäfte bewirkten Risikoposition in der Risikoberichterstattung schafft die erforderliche Transparenz, um noch höherem Verlusten vorzubeugen.<sup>1091</sup> Wie bereits im Kontext der ausgearbeiteten Maßnahme zur Festlegung geeigneter Input- und Prozessvorgaben im finanziellen Risikomanagement erwähnt, leisten Berichte zur transparenten Darstellung finanzieller Risiken schließlich auch einen Beitrag zur Vermeidung und Reduktion negativer Auswirkungen der Regret Theory.

Das Instrument der Informationsversorgung des Finanzmanagements ist schließlich auch gezielt einzusetzen, um Overconfidence- und Optimismus-Effekte sowie das Phänomen der Kontrollillusion zu bekämpfen, die Erweiterungen der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen. Zum einen stehen aussagekräftige Risikoberichte des Finanzcontrollings intuitiven Einschätzungen der Finanzmanager gegenüber, bei denen tatsächlich drohende Gefahren syste-

---

<sup>1091</sup> Vgl. Hofmann/Hofmann (1999), S. 159.

matisch verharmlost werden. Zum anderen wird das Bewusstsein von Finanzmanagern hinsichtlich der Relevanz finanzieller Risiken gestärkt, wenn das Finanzcontrolling Vergleiche zu anderen Unternehmen anstellt und kommuniziert, bei denen die Inkaufnahme finanzieller Risiken zu Verlusten geführt hat. Da verschiedene Studien bestätigen, dass sich Individuen – korrespondierend zu den drei vorgenannten kognitiven Beschränkungen – im Rahmen der Einschätzung potentieller Gefahren bevorzugt mit Subjekten vergleichen, die überdurchschnittlich hohen Risiken ausgesetzt sind,<sup>1092</sup> um dann das Urteil fällen zu können, sehr viel geringeren Gefahren ausgesetzt zu sein, hat das Finanzcontrolling das Unternehmen gewissenhaft auszuwählen, das als Vergleich herangezogen wird. Aufgabenträger des Finanzcontrollings müssen in der Lage sein, die Auswahl des jeweiligen Benchmarks wirkungsvoll gegenüber dem Finanzmanagement zu verteidigen. Darüber hinaus deckt ein Benchmarking mit konkurrierenden Unternehmen auf, ob diese in der Lage sind, ein gleich hohes Ergebnis mit geringerem Risiko zu erwirtschaften. Hieraus lässt sich der Hinweis ableiten, dass die Umsetzung von Maßnahmen zum Management finanzieller Risiken im eigenen Unternehmen ein Verbesserungspotential aufweist.<sup>1093</sup>

### ***Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts***

Neben den bereits erörterten Maßnahmen bewirkt das Finanzcontrolling auch eine proaktive Vermeidung sowie eine reaktive Reduktion kognitiver Beschränkungen im Bereich des finanziellen Risikomanagements, indem es gegenüber dem Finanzmanagement die Rolle des Devil's Advocate einnimmt.<sup>1094</sup> In dieser Rolle regt es Finanzmanager entsprechend der Consider-the-Opposite-Strategie dazu an, die jeweils zu treffende Entscheidung unter der Maßgabe zu beurteilen, dass sich gerade diejenigen Entwicklungen von Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen einstellen werden, die aus Sicht des Unternehmens am schlechtesten sind.<sup>1095</sup> Das Finanzcontrolling sollte hierbei Worst-Case-Szenarien (auch Stress Tests oder Crash Tests genannt) ausarbeiten, die einen wichtigen Bestandteil umfassender CFaR-Analysen darstellen.<sup>1096</sup>

---

<sup>1092</sup> Vgl. Hakmiller (1966); Wills (1981); Wills (1987).

<sup>1093</sup> Vgl. Burger/Buchhart (2002), S. 203.

<sup>1094</sup> Mit allgemeinem Bezug zum Risikomanagement vgl. Merbecks/Stegemann/Frommeyer (2004), S. 63 f.

<sup>1095</sup> Speziell im Kontext einer Entscheidung über den Einsatz eines Finanzderivates weist explizit ALBRECHT auf die Nützlichkeit dieser Strategie hin: „In der Theorie sind die Märkte vollkommen und die handelnden Akteure sind strikt rational und perfekt informiert. In der Realität sieht all dies doch etwas anders aus. Die Frage lautet also: Was kann man systematisch aus Fehlern lernen, die andere bereits in praxi gemacht haben? Eine weitere Überlegung kommt hinzu: Vermutlich kann man am meisten dann lernen, wenn man bewußt das Gegenteil von dem tut, was man eigentlich tun sollte und sich vornimmt, möglichst sicher Geld zu verlieren (um hieraus zu lernen, sich dagegen zu schützen).“ Albrecht (1997), S. 202.

<sup>1096</sup> Vgl. die in Fußnote 1062 angegebene Literatur.

Durch die Diskussion solcher Worst-Case-Szenarien trägt das Finanzcontrolling zu einer Bekämpfung kognitiver Beschränkungen der *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* bei. Einer durch Wissensbeschränkungen, mentale Modelle, Heuristiken oder auch Bestätigungsverzerrungen hervorgerufenen, lückenhaften sowie verzerrten Wahrnehmung finanzieller Risiken bietet sich weniger Raum, wenn das Finanzcontrolling das Finanzmanagement dazu herausfordert, zur Existenz der unterschiedlichen Risikofaktoren kritisch Stellung zu beziehen.

Über die Austragung eines strukturierten Konflikts werden auch kognitive Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* bekämpft. Treten die Aufgabenträger des Finanzcontrollings aktiv einer unangemessenen Inkaufnahme finanzieller Risiken entgegen, dann werden Finanzmanager davor bewahrt, ihre Unternehmen gerade in wirtschaftlich schlechten Zeiten aufgrund der Verlustaversion bestandsgefährdenden Risiken auszusetzen. Eine kritische Hinterfragung des Managements finanzieller Risiken trägt ferner dazu bei, dass Finanzmanagern die Grenzen bewusst werden, denen sie bei der Entscheidungsfundierung unterliegen. Damit einhergehend entwickelt sich ein Bewusstsein für die Notwendigkeit, professionelle Instrumente zur Messung finanzieller Risiken einzusetzen. Die kritische Hinterfragung trägt somit auch zu einer Überwindung des Status Quo-Effekts bei, der Finanzmanager unbewusst davon abhält, zeitgemäße Methoden zur Messung finanzieller Risiken zu nutzen.

Des Weiteren bewirkt der Immediately-Effekt, dass Finanzmanager langfristige ökonomische Exposures vernachlässigen. Das Finanzcontrolling sollte auch dieser kognitiven Beschränkung entgegenwirken, indem es Finanzmanager konsequent dazu anhält, sich mit der Frage nach einer adäquaten Adressierung ökonomischer Exposures auseinanderzusetzen. Innerhalb der erweiterten evaluating-Annahme steht außerdem der Sunk Cost-Effekt im Widerspruch zu einem professionellen Management finanzieller Risiken. Negative Auswirkungen besitzt er insbesondere in Situationen, in denen sich für ein volatiles Finanzderivat Verluste abzeichnen, Finanzmanager jedoch davor zurückschrecken, frühzeitige Maßnahmen zur Vermeidung (noch) höherer Verluste einzuleiten, da sie auf eine positive Wendung der Ereignisse hoffen. SHEFRIN zeigt auf, wie Entscheidungsträger in einem strukturierten Konflikt dazu gebracht werden, nicht diesem Effekt zu erliegen: „First, view decision tasks broadly, rather than narrowly, remembering that over the course of a lifetime, risks are faced repeatedly. Because of the law of averages, accepting an actuarially unfair risk as a policy is likely to produce inferior results over the long term. Second, reframe by resetting reference points in order to accept losses and treat sunk costs as sunk. Try

using stock phrases such as ‚that’s water under the bridge‘ and ‚don’t cry over spilled milk‘ as helpful reminders.“<sup>1097</sup>

Von einer kritischen Hinterfragung des Managements finanzieller Risiken geht auch eine heilsame Wirkung in Bezug auf das Mental Accounting aus. Beispielsweise bewahrt die Frage des Finanzcontrollings, ob die Umsetzung einer geplanten Absicherungsmaßnahme ökonomisch sinnvoll ist oder aufgrund bestehender Korrelationen zwischen Risikopositionen sogar eine Erhöhung der Gesamtrisikoposition des Unternehmens eintritt, das Finanzmanagement vor folgenreichen Fehlentscheidungen. In der Rolle eines Devil’s Advocate sollte das Finanzcontrolling des Weiteren Finanzmanager dazu anregen, sachlich erforderliche Absicherungsmaßnahmen umzusetzen, auch wenn sie aufgrund der Regret Theory hiervon Abstand nehmen.

Abschließend zur Erörterung der Wirkung eines strukturierten Konflikts im Hinblick auf das finanzielle Risikomanagement ist auf kognitive Beschränkungen der erweiterten *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* einzugehen. Tritt das Finanzcontrolling in einen strukturierten Konflikt ein, dann eröffnet sich die Chance, dass Finanzmanager weniger stark den Overconfidence- und Optimismus-Effekten sowie der Kontrollillusion erliegen und ein Verständnis dafür entwickeln, dass sie ihre Fähigkeiten bezüglich der Vorhersage von Marktpreisen oder auch der Steuerung finanzieller Risiken systematisch überschätzen. Wenn auch in Bezug auf CEO, unterstreicht PAREDES speziell für den Overconfidence-Effekt die positiven Auswirkungen, die von einer kritischen Auseinandersetzung mit widersprechenden Argumenten ausgehen: „[S]trategies for managing CEO overconfidence center on achieving a more balanced assessment of project payoffs by institutionalizing dissent or otherwise encouraging opposing viewpoints to ensure that risks are properly accounted for.“<sup>1098</sup>

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen***

Neben den bereits genannten Maßnahmen zur Vermeidung und Reduktion kognitiver Beschränkungen im Bereich des finanziellen Risikomanagements muss das Finanzcontrolling Kontrollaufgaben wahrnehmen. Die hierbei vorzunehmenden Überprüfungen sollten den bereits ausgeführten Vorgaben zum Input und Prozess des Managements finanzieller Risiken<sup>1099</sup> Rechnung tragen und klassische Soll-Ist-Vergleiche, Analysen zu Abweichungsursachen, Vollständigkeitskontrollen sowie Methodenkontrollen umfassen.<sup>1100</sup> Kontrollergebnisse sind angemessen in die

---

<sup>1097</sup> Shefrin (2007), S. 15.

<sup>1098</sup> Paredes (2005), S. 682.

<sup>1099</sup> Speziell zur Notwendigkeit einer regelmäßigen Kontrolle des Prozesses zum Management finanzieller Risiken vgl. Cooper (2004), S. 10.

<sup>1100</sup> Vgl. Holst (2001), S. 153-156; Burger/Buchhart (2002), S. 52 f.

Risikoberichterstattung einzubetten, sodass Finanzmanager stets ein klares Feedback zur aktuellen Risikosituation und zum Erfolg ihrer Bemühungen zur Reduktion finanzieller Risiken erhalten. Das Finanzcontrolling muss somit Informationen zu den offenen Positionen der verschiedenen Geschäfts- und Risikoarten und daraus resultierenden Marktpreisrisiken, Positionsentwicklungen, festgesetzten Limiten und ihrer Auslastung, aufgelaufenen realisierten wie auch unrealisierten Gewinnen und Verlusten sowie festgestellten Pflichtverletzungen von Mitarbeitern liefern.<sup>1101</sup> Im Hinblick auf die Rationalitätssicherung ist es bedeutsam, dass das Finanzcontrolling ein möglichst zukunftsorientiertes Spiegelbild aller finanziellen Risiken bereitstellt. Je höher das Maß dieser Zukunftsorientierung ausfällt, desto eher erfüllt die Risikoberichterstattung die Funktion eines Frühwarnsystems, bei dem die im Rahmen von Kontrollen identifizierten Handlungsbedarfe möglichst frühzeitig umgesetzt werden können.<sup>1102</sup>

Werden Finanzmanager in dieser Weise kontrolliert, dann lässt sich die Virulenz kognitiver Beschränkungen der erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* eindämmen. Konkret gibt die Durchführung einer Vollständigkeitskontrolle Aufschluss über die Frage, ob Finanzmanager aufgrund von Wissensbeschränkungen oder mentalen Modellen relevante finanzielle Risiken übersehen, ökonomische Exposures vernachlässigen oder auch bedeutsame Korrelationen zwischen Risikopositionen missachten. Rationalitätsempässe des Finanzmanagements deckt das Finanzcontrolling auf, wenn es gezielt überprüft, ob Finanzmanager Heuristiken angewandt haben. So kann der Hinweis auf eine hohe Soll-Ist-Abweichung in Verbindung mit der anschließenden Ursachenanalyse das Ergebnis liefern, dass Finanzmanager die maßgeblichen Risiken unterschätzt und somit nur unzureichend abgesichert haben, da sie infolge der Anwendung der Repräsentativitätsheuristik einer Fehlinterpretation des Verhältnisses zwischen Risiko und Rentabilität erlagen oder auch aufgrund der Anwendung von Heuristiken fehlerhafte Marktpreisprognosen unterstellt haben. Diese Kontrollen legen zudem Situationen offen, in denen Finanzmanager fehlerhafte Absicherungsmaßnahmen umgesetzt haben, da sie lediglich auf der Basis der ihnen bekannten Risikopositionen handelten (Anwendung der Verfügbarkeitsheuristik).

Eine hohe Bedeutung besitzt die Kommunikation von Kontrollergebnissen zudem im Hinblick auf Bestätigungsverzerrungen. Erhalten Finanzmanager ein klares Feedback bezüglich ihrer

---

<sup>1101</sup> Mit allgemeinem Bezug zum Risikomanagement vgl. Holst (2001), S. 156, und mit allgemeinem Bezug zum Risikocontrolling vgl. Kropp (1999), S. 142.

<sup>1102</sup> Vgl. Ertl (2000), S. 569.

Mit allgemeinem Bezug zum Risikocontrolling und einer Erörterung unterschiedlicher Instrumente vgl. Burger/Buchhart (2002), S. 71-82.

Mit allgemeinem Bezug zum Risikomanagement vgl. Brühwiler (2003), S. 186-188.

Fähigkeiten bei der Identifikation, Bewertung und Steuerung finanzieller Risiken, dann eröffnet sich ihnen ein weniger verzerrter Blick auf ihre eigenen Fähigkeiten und somit die Chance, notwendige Korrekturmaßnahmen anzuwenden und entsprechende Lernprozesse in Gang zu setzen.

Die Durchführung von Kontrollen leistet auch einen Beitrag zur Bekämpfung kognitiver Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells*. Soll-Ist-Vergleiche und Abweichungsanalysen lassen erkennen, ob Finanzmanager in wirtschaftlich schlechten Zeiten aufgrund der Verlustaversion unangemessen hohe finanzielle Risiken eingehen. Zudem schaffen regelmäßige Methodenkontrollen Klarheit über die Frage, ob die im Unternehmen zum Einsatz kommenden Instrumente zur Erfassung, Bewertung und Steuerung finanzieller Risiken der festgelegten Risikostrategie gerecht werden oder infolge des Status Quo-Effekts als überholt und nicht professionell einzuschätzen sind.

Im Hinblick auf den Immediately-Effekt leistet das Finanzcontrolling darüber hinaus einen Beitrag zur Rationalitätssicherung, wenn es die angemessene Adressierung der langfristigen ökonomischen Exposures überprüft. Ferner werden durch die Kontrolle von Limiten und deren Auslastung sowie durch die Kontrolle der im Rahmen der Absicherung finanzieller Risiken angewandten Praktiken bestehende Verbesserungspotentiale aufgedeckt. Demnach können Gegenmaßnahmen eingeleitet werden, wenn sich für ein – spekulativ eingesetztes – Finanzderivat Verluste abzeichnen, an dem ein Finanzmanager infolge des Sunk Cost-Effekts ungeachtet aller weiteren Verlustgefahren festhält. Ebenso wird erkennbar, ob ein Finanzmanager entsprechend dem Mental Accounting relevante Korrelationen zwischen Risikopositionen missachtet oder auch gemäß der Regret Theory darauf verzichtet, sachlich erforderliche Absicherungsmaßnahmen zur Reduktion finanzieller Risiken einzuleiten.

Zum Ende der Diskussion ist noch die Wirkung von Kontrollen in Bezug auf die kognitiven Beschränkungen der erweiterten *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* zu untersuchen. Der Overconfidence- und Optimismus-Effekt sowie das Phänomen der Kontrollillusion haben zur Folge, dass Finanzmanager davon überzeugt sind, besondere Fähigkeiten in der Vorhersage relevanter Marktpreisentwicklungen und im Umgang mit finanziellen Risiken zu besitzen. In der Konsequenz unterbleibt entweder eine angemessene Bewertung und Steuerung relevanter Risiken oder es erfolgt eine fehlerhafte Steuerung mittels Finanzderivaten, deren Risiken Finanzmanager gleichfalls unterschätzen. Wie schon im Zusammenhang mit den Bestätigungsverzerrungen ausgeführt, muss das Finanzcontrolling diesen Rationalitätsdefiziten entgegenwirken, indem es Finanzmanagern ein klares Feedback bezüglich ihrer tatsächlichen Fähigkeiten bei der

Identifikation, Bewertung und Steuerung finanzieller Risiken liefert. Ein Abgleich der Selbstwahrnehmung mit den statistisch fundierten Kontrollergebnissen befördert wichtige Lerneffekte.

Die folgende Abbildung fasst die Rationalitätssicherung im finanziellen Risikomanagement abschließend zusammen (vgl. Abbildung 14).

Adressierung eigeninteressierten Handelns		Adressierung kognitiver Beschränkungen				
Anreizgestaltung	Kontrollen	Wissensvermittlung	Input- und Prozessvorgaben	Informationsversorgung	Strukturierter Konflikt	Kontrollen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Belohnung einer – möglichst zukunftsorientierten – Reduktion der Volatilität der Cash Flows (abgebildet beispielsweise über CFaR-Analysen)</li> <li>• Kopplung der in anderen Aufgabenbereichen gewährten Anreize an die hiermit verknüpften Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gezielte Kontrolle, ob notwendige Absicherungsmaßnahmen bewusst vernachlässigt werden beziehungsweise Absicherungsmaßnahmen initiiert werden, die finanzwirtschaftlichen Zielen entgegenstehen</li> <li>• Überprüfung von Limitauslastungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Förderung einer Risikokultur</li> <li>• Erläuterung eines suboptimalen Managements finanzieller Risiken aufgrund kognitiver Beschränkungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grundsätzliche Vorgabe von Richtlinien zum Management finanzieller Risiken</li> <li>• Insbesondere Vorgaben zum Einsatz professioneller Software-Lösungen</li> <li>• Disziplinierung der Finanzmanager zur konsequenten Berücksichtigung finanzieller Risiken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Etablierung eines adäquaten Risikoberichtswesens</li> <li>• Betonung ökonomischer Exposures in der Informationsversorgung</li> <li>• Betonung der Portfolio-Perspektive</li> <li>• Präsentation von Best Practices hinsichtlich des Methodeneinsatzes</li> <li>• Benchmarking-Informationen zu Wettbewerbern</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Konfrontation der von Finanzmanagern sicher geglaubten Marktpreis-Prognosen mit statistisch fundierten Analysen</li> <li>• Durchführung von Stress-Tests</li> <li>• Kritische Hinterfragung der Absicherungsmaßnahmen (insbesondere beim Einsatz von Finanzderivaten)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Überprüfung der erreichten Absicherungswirkung (Sicherstellung einer Frühwarnfunktion)</li> <li>• Kontrolle der Limitauslastung</li> <li>• Vollständigkeits- und Methodenkontrollen</li> <li>• Klare Feedbacks</li> </ul>

Abbildung 14: Rationalitätssicherung im Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements

#### 4.3.4 Aufgabenbereich Intermediationsmanagement

Die Analyse der Aufgabenwahrnehmung im Finanzmanagement hat gezeigt, dass sich unterschiedliche Rationalitätsdefizite im Aufgabenbereich des – als Cash Management verstandenen – Intermediationsmanagements identifizieren lassen. In der Konsequenz muss das Finanzcontrolling die Rationalität auch in diesem Bereich sichern.<sup>1103</sup> Wie schon in den drei vorgenannten Aufgabenbereichen sind sowohl Maßnahmen zur Bekämpfung des eigeninteressierten Handelns als auch zur Adressierung kognitiver Beschränkungen vom Finanzcontrolling umzusetzen.

##### 4.3.4.1 Rationalitätssicherung durch die Adressierung eigeninteressierten Handelns

###### *Angemessene Anreizgestaltung*

*Arbeitsscheues Verhalten* kann dazu führen, dass Finanzmanager auf eine konzentrierte Abwicklung des Cash Managements verzichten und die damit verbundenen Potentiale zur Effektivitäts- und Effizienzsteigerung nicht hinreichend ausschöpfen. Die Reduktion des Arbeitsleids

<sup>1103</sup> Auch DONATH plädiert allgemein dafür, dass das Finanzcontrolling eine Verbesserung der im Cash Management zu treffenden Entscheidungen herbeizuführen habe. Vgl. Donath (2000), S. 82. Vgl. ähnlich Franke (1995), S. 211-213.

Darüber hinaus weist BOETTGER auf die Notwendigkeit eines Controllings des Cash Managements hin. Er führt aus, dass Maßnahmen dieser Art in der Praxis bisher kaum implementiert sind. Vgl. Boettger (1995), S. 236.

besteht darin, dass sie die zusätzlich anfallenden Aufgaben eines konzentrierten Cash Managements scheuen und/oder Konflikte mit dezentral beschäftigten Managern meiden. Ferner begründet die mangelnde Sorgfalt bei der Aufgabenwahrnehmung eine zu großzügig dimensionierte Liquiditätsreserve.<sup>1104</sup>

Dieser Befund macht deutlich, dass Finanzmanager zu einer adäquaten Aufgabenwahrnehmung im Cash Management zu motivieren sind. Um einen Beitrag zur Schaffung dieses Anreizes zu leisten, sind vom Finanzcontrolling Analysen durchzuführen, in denen die Kosteneinsparungspotentiale quantifiziert werden, die sich auf der Basis einer konzentrierten, zentralisierten Gestaltung des Zahlungsverkehrs und/oder einer Verkleinerung der Liquiditätsreserve erreichen lassen (beispielsweise über die Durchführung einer Kostenanalyse der Bankbeziehung).<sup>1105</sup> Wenn es den in der Zentrale beschäftigten Finanzmanagern gelingt, diese Kosteneinsparungspotentiale zu realisieren, dann sind sie dafür angemessen zu belohnen. Jedoch sollten nicht nur Finanzmanager der Zentrale, sondern auch dezentral beschäftigte Manager an der Realisierung dieser Kostenvorteile beteiligt werden. Beispielsweise kann Managern von Tochtergesellschaften der Anreiz geboten werden, finanzielle Mittel zu vergünstigten Finanzierungsbedingungen von der Konzernzentrale zu beziehen, wenn sie die Durchführung eines Cash Poolings unterstützen.<sup>1106</sup>

Neben dem arbeitsscheuen Verhalten plausibilisieren auch **abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen** Rationalitätsdefizite im Cash Management. Zum einen veranlassen sie Finanzmanager dazu, Verfahren des Cash Poolings zu missbrauchen, um die schwache Rentabilität krankender Geschäftsbereiche innerhalb des Konzerns zu verschleiern. Das Finanzcontrolling kann diesem Defizit proaktiv begegnen, indem es Sanktionen für derlei Verhalten ausarbeitet und – wie zur Durchführung von Kontrollen noch auszuführen sein wird – Dispositionen über den Cash Pool transparent abbildet. Zum anderen bedingen abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen eine übermäßige Dimensionierung der Liquiditätsreserve, da Finanzmanager sich dadurch sowohl einen umfassenden Zugriff auf finanzielle Mittel bewahren als auch die Emanzipation vom Markt für Unternehmenskontrolle befördern. Diesem Defizit wirkt das Finanzcontrolling entgegen, indem es Analysen zur optimalen Dimensionierung der Liquiditätsreserve

---

<sup>1104</sup> Die Förderung einer optimal dimensionierten Liquiditätsreserve ist nach Ansicht REICHMANNs eine Hauptaufgabe des Finanzcontrollings. Vgl. Reichmann (2006), S. 256 f.

<sup>1105</sup> Für die allgemeine Notwendigkeit dieser Quantifizierung zur Realisierung einer adäquaten Motivation des Finanzmanagements vgl. Cooper (2004), S. 367. Zu den Kosteneinsparungspotentialen vgl. Fußnote 809.

<sup>1106</sup> Darüber hinaus konstatieren DOLFE und KORITZ: „If the subsidiaries are measured and evaluated before financial net, it will most likely be easier to join the international cash pool and accept the argument of savings on a group level.“ Dolfe/Koritz (1999), S. 95.



erstellt, um Finanzmanager für die Erreichung des optimalen Niveaus belohnen beziehungsweise für Verfehlungen bestrafen zu können.<sup>1107</sup>

Entsprechend der Analyse relevanter Rationalitätsdefizite schlagen sich abweichende Konsum- und Karrierepräferenzen schließlich auch in einer suboptimalen Anlage und Aufnahme liquider Mittel auf dem Geldmarkt nieder, wenn diese Dispositionen vorwiegend persönlichen Konsum- und Karrierezielen der Finanzmanager Rechnung tragen. Das Finanzcontrolling sollte folglich Performance-Kennzahlen zur Verfügung stellen, die eine Aussage darüber erlauben, mit welchem Erfolg – im Sinne der gemeinsamen Ziele des Unternehmens – der jeweilige Finanzmanager liquide Mittel an Geldmärkten anlegt beziehungsweise aufnimmt.<sup>1108</sup>

Darüber hinaus besitzen **abweichende Risikopräferenzen** negative Auswirkungen auf das Cash Management. In wirtschaftlich guten Zeiten bedingen sie eine übermäßige Risikoaversion, die eine zu großzügig gestaltete Dimensionierung der Liquiditätsreserve zur Folge hat. Spiegelbildlich bewirken sie in wirtschaftlich schlechten Zeiten ein überzogen risikofreudiges Verhalten der Finanzmanager, woraus suboptimale Dispositionsentscheidungen über liquide Mittel auf Geldmärkten resultieren. Somit ist es auch im Hinblick auf abweichende Risikopräferenzen wichtig, dass das Finanzcontrolling die Angemessenheit der Liquiditätsreserve quantifiziert und gleichfalls unter Berücksichtigung relevanter Risiken den Erfolg von Dispositionen eines Finanzmanagers auf dem Geldmarkt misst. Diese Größen können in die Gestaltung des Anreizvertrages von Finanzmanagern einfließen. Bereits mit Blick auf die Kontrolle konstatiert BOETTGER: „Aus dem mechanistischen Kontrollaspekt (Soll-Ist-Vergleich) ergibt sich zusätzlich ein verhaltensorientierter. Das Bewußtsein, in seiner Leistung beurteilt zu werden, wird den Cash-Manager zum einen zu höherer Leistung motivieren. Zum anderen wird er, wenn das Beurteilungssystem die richtigen Akzente setzt, riskanteren Engagements skeptischer gegenüberstehen und generell zielbewußter arbeiten. Der Verhaltensaspekt ist deswegen so wichtig, weil Rendite und Risiko dazu tendieren, positiv zu korrelieren und sich das Wunschleistungsniveau dadurch auszeichnet, daß es einen bestimmten Erfolg bei vergleichsweise geringem Risiko erzielt.“<sup>1109</sup>

Im Rahmen einer angemessenen Anreizgestaltung für den Bereich des Cash Managements sind abschließend noch **abweichende Zeitpräferenzen** der Finanzmanager zu erörtern. Diese stehen zum einen im Widerspruch zu der zeitintensiven Implementierung eines konzentrierten Cash

---

<sup>1107</sup> „The required level of liquidity reserves should be stated in the treasury policy of each company.“ Dolfe/Koritz (1999), S. 148.

<sup>1108</sup> Vgl. allgemein Cooper (2004), S. 368.

<sup>1109</sup> Boettger (1995), S. 234.

Managements. Zum anderen bedingen sie das Streben der Finanzmanager nach einem möglichst umfangreichen und schnell zu realisierenden Zugriff auf finanzielle Mittel, was sich wiederum in einer Überdimensionierung der Liquiditätsreserve oder auch einer in zeitlicher Hinsicht fehlerhaften Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten niederschlägt. Für das Finanzcontrolling leitet sich letztlich auch aus diesen Zusammenhängen heraus die Notwendigkeit ab, Bemessungsgrundlagen in den Anreizverträgen von Finanzmanagern zu etablieren, auf deren Basis die im Cash Management zu erzielenden Erfolge quantifiziert und entsprechend belohnt werden können. Zudem kann durch eine mit der Dauer der Zugehörigkeit steigende Entlohnung der Finanzmanager allgemein den negativen Auswirkungen abweichender Zeitpräferenzen begegnet werden.<sup>1110</sup>

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Verkleinerung des Handlungsspielraums***

Zur wirksamen Bekämpfung des eigeninteressierten Handelns bietet sich zusätzlich zur Anreizgestaltung noch die Verkleinerung des Handlungsspielraums der Finanzmanager an. Diese kann realisiert werden, indem die Aufgabenträger des Finanzcontrollings Finanzmanager auf der Basis adäquater Kennzahlen kontrollieren, wie beispielsweise der Quantifizierung ungenutzter Kosteneinsparungspotentiale durch den Verzicht auf ein konzentriertes Cash Management oder auch der Quantifizierung des aus fehlerhaften Liquiditätsprognosen entstandenen Zinserfolgsnachteils.<sup>1111</sup> Die negativen Auswirkungen *arbeitscheuen Verhaltens* sowie *abweichender Zeitpräferenzen* werden somit reduziert.

Die hohe Bedeutung angemessener Kontrollen für den Aufgabenbereich des Cash Managements betonen FRANKE und HAX darüber hinaus im Hinblick auf die Gefahr persönlicher Bereicherungen: „Ein wichtiges Sondergebiet der Finanzkontrolle ist die Deliktverhütung. Hier geht es vor allem darum, die Kassenhaltung und den Zahlungsverkehr so zu überwachen, daß Unterschlagungen und mißbräuchliche Zahlungen verhindert werden. Die neuere technische Entwicklung zur Automatisierung des Zahlungsverkehrs eröffnet einerseits Mißbrauchsmöglichkeiten sowohl für Unternehmensangehörige als auch für Außenstehende, die mit dem komplexen System vertraut sind; andererseits ermöglicht die fortgeschrittene Technik aber auch den Einbau von Kontrollen, die den Mißbrauch verhindern oder wenigstens ohne Verzögerung aufdecken.“<sup>1112</sup>

---

<sup>1110</sup> Übergreifend ist es mit Blick auf die kognitiven Beschränkungen darüber hinaus möglich, Anreize zu schaffen, auf deren Grundlage Finanzmanager dafür belohnt werden, wenn sie sich im Bereich des Cash Managements (aktiv) weiterbilden.

<sup>1111</sup> Vgl. ohne konkreten Bezug zum Finanzcontrolling Boettger (1995), S. 236; Cooper (2004), S. 367. Zur hohen Bedeutung der Kontrolle im Cash Management vgl. darüber hinaus detailliert Boettger (1995), S. 232-296.

<sup>1112</sup> Franke/Hax (2003), S. 133. Vgl. ähnlich Bischoff (1989), S. 25.

Übertragen auf relevante Rationalitätsdefizite der Finanzmanager bedeutet dies, dass das Finanzcontrolling den konzernweiten Zahlungsverkehr auch deshalb zu überwachen hat, um **abweichenden Konsum- und Karrierepräferenzen** der Finanzmanager zu begegnen. Die Sicherstellung eines transparenten Zahlungsverkehrs trägt dazu bei, dass sich Finanzmanagern keine Gelegenheit bietet, die schwache Rentabilität krankender Geschäftsbereiche zu verschleiern, überdimensionierte Liquiditätsreserven aufzubauen oder auch Transaktionen mit liquiden Mitteln auf Geldmärkten durchzuführen, die hauptsächlich den Konsum- und Karrierezielen der Finanzmanager Rechnung tragen.

Eine Verkleinerung des Handlungsspielraums durch Kontrollen dient schließlich auch der Bekämpfung negativer Auswirkungen **abweichender Risikopräferenzen** der Finanzmanager. Das Finanzcontrolling kann in wirtschaftlich guten Zeiten gezielt der Frage nachgehen, ob Finanzmanager aufgrund einer ausgeprägten Risikoaversion unangemessen hohe Liquiditätsreserven aufbauen beziehungsweise in wirtschaftlich schlechten Zeiten unangemessen hohe Risiken auf Geldmärkten eingehen.

#### 4.3.4.2 Rationalitätssicherung durch die Adressierung kognitiver Beschränkungen

##### **Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen**

Da die im Rahmen des Cash Managements erzielbaren Effektivitäts- und Effizienzvorteile eng mit der rasanten Weiterentwicklung der Informationstechnologie verknüpft sind, ist davon auszugehen, dass Finanzmanager die Vorteile der relativ neuen Techniken und Verfahrensweisen sowie der sich anbietenden Softwarelösungen zum professionellen Cash Management aufgrund von Wissensbeschränkungen und erfahrungsabhängig gebildeten mentalen Modellen (Erweiterung der **resourceful-Annahme des RREEMM-Modells**) nicht angemessen wahrnehmen. Gleichfalls bedingt das mit Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen zusammenhängende Denken innerhalb der eigenen Ressortgrenzen, dass Finanzmanager die Aufgabe des Cash Managements nicht als eine konzernweit zu lösende Aufgabe betrachten. Als proaktive Maßnahme der Rationalitätssicherung bietet es sich somit an, Finanzmanagern die Vorzüge eines konzernweit betriebenen Cash Managements unter Nutzung der Informationstechnologie zu erläutern.

Darüber hinaus hat die Analyse relevanter Rationalitätsdefizite gezeigt, dass sich die Anwendung von Heuristiken in einer zu großen Dimensionierung der Liquiditätsreserve niederschlägt, wenn Finanzmanager in ihrer Vergangenheit beispielsweise einen Zahlungsverengpass zu meistern hatten und in Erinnerung an dieses Erlebnis übertrieben vorsichtig agieren. Abhilfe kann das Finanzcontrolling schaffen, indem es statistisch fundierte Erkenntnisse zum tatsächlich erforderlichen Ausmaß der Liquiditätsreserve präsentiert. Entsprechend der Analyse von Rationalitäts-

defiziten im Cash Management führt eine Anwendung von Heuristiken darüber hinaus zu fehlerhaften Liquiditäts- und Kursprognosen, die wiederum Entscheidungen über die Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten negativ beeinflussen. Die aufgrund der Anwendung von Heuristiken verzerrte sowie lückenhafte Informationsverarbeitung ist somit fortwährend in Trainings und Schulungen offenzulegen, um die Anlage und Aufnahme liquider Mittel zu verbessern.

Innerhalb der resourceful-Annahme sind schließlich auch Bestätigungsverzerrungen relevant. Sie erklären, dass im Rahmen des Cash Managements keine professionellen Softwarelösungen externer Anbieter eingesetzt werden, weil die Vorteile selbst erstellter Lösungen zur Wahrung eines positiven Selbstbildes überschätzt werden. Bestätigungsverzerrungen wirken sich zudem negativ auf die Anlage und Aufnahme liquider Mittel aus, da Finanzmanager hierdurch Informationen verzerrt wahrnehmen, die ihnen Hinweise auf verbesserte Dispositionsentscheidungen bieten würden. Das Finanzcontrolling beugt diesen Auswirkungen vor, indem es den Wechsel hin zur Nutzung einer externen Softwarelösung oder auch das Abrücken von früheren Dispositionsstrategien auf dem Geldmarkt so beleuchtet, dass er im Einklang mit dem positiven Selbstbild der Finanzmanager steht. Demnach ist das Infragestellen eigener Entscheidungen oder auch das Sich-Bewusst-Werden eigener Grenzen im Rahmen der Selbstreflexion<sup>1113</sup> als eine wichtige Eigenschaft hervorzuheben, die eine Erzielung nachhaltiger Erfolge ermöglicht und somit dazu beiträgt, langfristig ein positives Selbstbild wahren zu können.

In Trainings und Schulungen sind des Weiteren kognitive Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEM-Modells* zu thematisieren. Finanzmanagern ist darzulegen, dass sie Gefahr laufen, sich in wirtschaftlich guten Zeiten gemäß der Prospect Theory ausgeprägt risikoavers zu verhalten und deshalb zu hohe Liquiditätsreserven aufzubauen. Zudem ist der Status Quo-Effekt zu erörtern, der das Festhalten an tradierten Methoden zur Bewältigung des Cash Managements begründet. Ferner müssen Finanzmanager darin geschult werden, dass sie nicht wegen der systematischen Bevorzugung kurzfristiger Wirkungen (Immediately-Effekt) die langwierige Implementierung eines konzernweiten Cash Managements vernachlässigen oder auch der sofortigen Verfügbarkeit liquider Mittel in Form einer großzügig dimensionierten Reserve weniger Wert beimessen.

Darüber hinaus sollte die Wissensvermittlung deutlich machen, dass bereits getätigte Ausgaben keine relevante Fundierung darstellen, um den Einsatz selbst erstellter Softwarelösungen im Cash Management zu rechtfertigen (Sunk Cost-Effekt). Da auch das Phänomen des Mental Accountings Defizite des Cash Managements zu erklären vermag, ist schließlich auch diese

---

<sup>1113</sup> Zur Wirksamkeit von Selbstreflexionen vgl. Fußnote 949.

kognitive Beschränkung durch das Finanzcontrolling zu adressieren. Finanzmanager sind dafür zu sensibilisieren, dass sie unbewusst eine separate Wahrnehmung und Bewertung von Zahlungsströmen vornehmen, sodass die Vorzüge einer konzentrierten, konzernweiten Gestaltung des Zahlungsverkehrs unangemessen in den Hintergrund treten.

Abschließend sind durch das Finanzcontrolling auch kognitive Beschränkungen zu adressieren, die zu einer Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* geführt haben. Finanzmanager sollten darüber aufgeklärt werden, welchen Nutzen selbsterstellte Softwarelösungen im Cash Management tatsächlich besitzen, welches Ausmaß an liquiden Mitteln erforderlich ist, um den tatsächlichen Finanzierungsbedarf zu decken, oder auch, welche Erfolgsaussichten Dispositionen auf dem Geldmarkt tatsächlich bieten. Das Aufzeigen dieser Grenzen unterstützt Finanzmanager dabei, realistischere Wahrscheinlichkeitsurteile zu den Erfolgsaussichten im Cash Management abzuleiten, statt infolge des Overconfidence- und Optimismus-Effekts sowie aufgrund der Kontrollillusion auf der Basis übertrieben sicher geglaubter Erfolgchancen zu handeln.

#### ***Festlegung von Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen***

Das Finanzcontrolling befördert die proaktive Vermeidung der aus kognitiven Beschränkungen resultierenden Rationalitätsdefizite auch dadurch, dass es standardisierte Vorgaben trifft, welche Methoden im Rahmen des Cash Managements einzusetzen sind. Zudem sollte es Richtlinien formulieren, welche Informationen Finanzmanager bei der Entscheidungsfundierung beachten müssen. Darüber hinaus bietet eine Ausarbeitung transparenter aufbau- und ablauforganisatorischer Regelungen Finanzmanagern die notwendige Handlungssicherheit zur Gewährleistung eines effizienten Cash Managements. Um stets rationalitätssichernd auf das Finanzmanagement einwirken zu können, ist zudem eine Beteiligung des Finanzcontrollings am gesamten Prozess des Cash Managements vorzusehen. Die im Rahmen des Cash Managements zu nutzenden Methoden, die bei der Gestaltung des Zahlungsverkehrs und der Disposition liquider Mittel zu berücksichtigenden Informationen sowie der maßgebliche Prozessaufbau und -ablauf sind in Handbüchern zu dokumentieren und in Schulungen zu vermitteln.

Im Hinblick auf kognitive Beschränkungen der erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* lässt sich durch die Vorgaben sicherstellen, dass Finanzmanager trotz bestehender Wissensbeschränkungen und mentaler Modelle konzernweite, integrierte Softwarelösungen nutzen sowie das Kostensenkungspotential ausschöpfen, das sich im Rahmen des Leadings und Laggings, des Matchings und Nettings oder auch des Cash Poolings und der Cash Concentration bietet. Integrierte Softwarelösungen schaffen zudem eine transparente Informationsgrundlage als wichtigen Beitrag zur optimalen Dimensionierung der Liquiditätsreserve

sowie zur optimalen Anlage und Aufnahme liquider Mittel auf Geldmärkten. Die Virulenz von Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen wird hierdurch verkleinert.

Für den Status Quo-, den Immediately- und den Sunk Cost-Effekt, die eine Erweiterung der *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen, konnte im Rahmen der Ursachen-ergründung des Weiteren aufgezeigt werden, dass Finanzmanager professionelle Methoden zum Cash Management nicht einsetzen, weil sie an tradierten Verfahren festhalten, langwierige Implementierungszeiten meiden beziehungsweise auf dem Einsatz von Techniken beharren, für die in der Vergangenheit bereits Kosten entstanden sind. Die Vorgabe zum Einsatz professioneller Methoden und Softwarelösungen, deren Zweckmäßigkeit durch das Finanzcontrolling entsprechend zu fundieren ist, bekämpft diese Probleme.<sup>1114</sup> Die konzernweite Informationstransparenz bewahrt zudem Finanzmanager davor, in wirtschaftlich guten Zeiten entsprechend der Prospect Theory unangemessen hohe Liquiditätsreserven aufzubauen. Die Transparenz über den konzernweiten Zahlungsverkehr vermeidet darüber hinaus das Problem des Mental Accountings. Aufrechnungen zwischen Zahlungsströmen finden bereits systemseitig statt, sodass Finanzmanager Entscheidungen auf der Grundlage aggregierter Größen treffen können, was nicht nur bei der Anlage und Aufnahme liquider Mittel, sondern auch bei der Absicherung finanzieller Risiken von großer Bedeutung ist.

Festlegungen zum Input und Ablauf des Cash Managements leisten schließlich auch einen Beitrag zur Vermeidung der Virulenz kognitiver Beschränkungen der erweiterten *expecting-Annahme des RREEMM-Modells*. Die im übertriebenen Vertrauen auf die eigenen Fähigkeiten und die Erfolgsaussichten von Finanzmanagern intuitiv getroffene Annahme, dass das Cash Management beispielsweise auf der Basis selbst entwickelter Tabellenkalkulationen angemessen bewältigt werden könne, wird entkräftet, wenn das Finanzcontrolling ökonomisch fundierte Vorgaben zum Einsatz professioneller Softwarelösungen überzeugend vorstellt und durchsetzt. Gleichfalls tragen die genannten Vorgaben zu einer optimierten Dimensionierung der Liquiditätsreserve sowie einer optimierten Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten bei, sodass auch hierbei kognitive Beschränkungen der expecting-Annahme vermieden und reduziert werden.

#### ***Abstimmung der Informationsversorgung auf kognitive Beschränkungen***

Neben den bereits erörterten Maßnahmen zur Adressierung kognitiver Beschränkungen im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements müssen die Aufgabenträger des Finanzcontrollings darüber hinaus die Finanzmanager gezielt mit denjenigen Informationen versorgen,

---

<sup>1114</sup> Vgl. allgemein Dolfe/Koritz (1999), S. 7.

die diese aufgrund kognitiver Beschränkungen entweder gar nicht oder auch verzerrt wahrnehmen.

In einer Übertragung auf kognitive Beschränkungen der erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* bedeutet dies, dass das Finanzcontrolling Wissensbeschränkungen und mentale Modelle der Finanzmanager bekämpft, die sie davon abhalten, ein konzentriertes Cash Management im eigenen Unternehmen zu implementieren. Zu diesem Zweck kann das Finanzcontrolling Informationen zu Benchmarks und Best Practices des Cash Managements anderer Unternehmen aufbereiten und präsentieren. Zudem kann es Übersichten zum Angebot unterschiedlicher Techniken und Methoden anfertigen, in denen die Möglichkeiten aufgezeigt werden, die sich infolge der rasanten Weiterentwicklung der Informationstechnologie im Rahmen eines konzernweit betriebenen integrierten Cash Managements eröffnen.<sup>1115</sup> Ergänzend ist zu fordern, dass bei der Informationsversorgung auch die Opportunitätskosten ausgewiesen werden, die dem eigenen Unternehmen entstehen, wenn es die erörterten Verfahren nicht anwendet.<sup>1116</sup>

In Bezug auf die Anwendung von Heuristiken unterstützt das Finanzcontrolling durch eine gezielte Informationsversorgung auch die adäquate Dimensionierung der Liquiditätsreserve. Entsprechend der Ursachenergründung sind zu diesem Zweck übertriebene Sorgen von Finanzmanagern zu adressieren, die in der Vergangenheit bereits einen Zahlungseingpass erlebt haben. Förderlich können sich in diesem Fall Analysen auswirken, die das vom ökonomischen Standpunkt aus betrachtet tatsächlich notwendige Ausmaß der Liquiditätsreserve darlegen. Gleichfalls schützen Informationen zu Best Practices anderer Unternehmen Finanzmanager vor einer Urteilsbildung, die zu stark von der Sorge um Zahlungsschwierigkeiten geprägt ist.

Heuristiken und Bestätigungsverzerrungen üben darüber hinaus einen negativen Einfluss auf Liquiditäts- und Kursprognosen von Finanzmanagern aus und bedingen somit suboptimale Dispositionen liquider Mittel auf Geldmärkten. Das Finanzcontrolling reduziert diese Verzerrungen, indem es Finanzmanagern statistisch fundierte Informationen bereitstellt. Speziell im Hinblick auf die Bestätigungsverzerrungen ist zudem davon auszugehen, dass Finanzmanager selbst erstellten Softwarelösungen im Rahmen des Cash Managements einen unangemessen hohen Wert beimessen. Das Finanzcontrolling sollte dementsprechend Finanzmanagern die Grenzen dieser Lösungen im Vergleich zu professionellen Softwarelösungen externer Anbieter aufzeigen sowie eine Bewertung der Kosten und Nutzen eines Softwarewechsels darlegen.

---

<sup>1115</sup> Ohne konkreten Bezug zum Finanzcontrolling vgl. Ross, Derek (1997), S. 12.

<sup>1116</sup> Zur Notwendigkeit des Opportunitätskostenausweises im Rahmen der Informationsversorgung zum Cash Management vgl. Boettger (1995), S. 237.

NORTHCRAFT und NEALE weisen nach, dass der explizite Ausweis von Opportunitätskosten in der Informationsversorgung eine Verbesserung der Entscheidungsqualität bewirkt. Vgl. Northcraft/Neale (1986).

Im Hinblick auf die erweiterte *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* können dem Einsatz einer konzernweiten, integrierten Cash Management-Lösung über die bereits genannten Gründe hinausgehend auch der Status Quo-, der Immediately- und der Sunk Cost-Effekt sowie das Phänomen des Mental Accountings entgegenstehen. Dementsprechend sollten Informationen zu den Vorzügen eines professionell betriebenen Cash Managements aufzeigen, dass eine Verarbeitung von Zahlungsinformationen auf der Basis selbst erstellter Tabellenkalkulationen nicht zeitgemäß ist (Status Quo-Effekt), eine konsequente Zeitplanung dabei helfen kann, neue Verfahren und Systeme zügig zu implementieren<sup>1117</sup> (Immediately-Effekt) und bereits getätigte Investitionen keine ökonomisch sinnvolle Begründung darstellen, um ein Festhalten an internen Lösungen zu rechtfertigen (Sunk Cost-Effekt). Darüber hinaus ist offenzulegen, dass eine fragmentierte Verarbeitung von Zahlungsinformationen nicht nur zu einem suboptimalen Cash Management, sondern auch zu einem suboptimalen finanziellen Risikomanagement führt (Mental Accounting).

Zur Gewährleistung einer angemessen dimensionierten Liquiditätsreserve sollte das Finanzcontrolling überdies Informationen aufbereiten, die Aufschluss über die Frage geben, ob Finanzmanager entsprechend der Prospect Theory in wirtschaftlich guten Zeiten zu hohe Liquiditätsreserven aufbauen oder entsprechend dem Immediately-Effekt die sofortige Verfügbarkeit liquider Mittel unangemessen hoch bewerten.

Schließlich sind Rationalitätsdefizite des Cash Managements auch als Folge kognitiver Beschränkungen zu begreifen, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* darstellen. Durch die Informationslieferung des Finanzcontrollings ist sicherzustellen, dass Finanzmanager ein klares Feedback zur Zweckmäßigkeit eigener Cash Management-Lösungen sowie zur Dimensionierung der Liquiditätsreserve erhalten, statt aufgrund von Overconfidence- und Optimismus-Effekten eine übertrieben erfolgreiche Aufgabenbewältigung zu unterstellen. In Verbindung mit der Kontrollillusion bedingen Overconfidence- und Optimismus-Effekte ferner den überzogenen Glauben der Finanzmanager, aufgrund eigener Fähigkeiten systematisch erfolgreiche Dispositionen auf Geldmärkten tätigen zu können. Eine regelmäßige Berichterstattung mit transparenten Performance-Beurteilungen schafft hierbei Abhilfe.

#### ***Herausforderung im Rahmen eines strukturierten Konflikts***

Zusätzlich zu den bereits erörterten Maßnahmen bietet sich auch hier die Austragung eines strukturierten Konflikts mit dem Finanzmanagement an, um einen Beitrag zur Vermeidung und Reduktion kognitiver Beschränkungen im Cash Management zu leisten. Im Rahmen von Diskus-

---

<sup>1117</sup> Zur Notwendigkeit einer detaillierten Zeitplanung vgl. allgemein Dolfe/Koritz (1999), S. 7 und 186.



sionen zur Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs und zur Disposition liquider Mittel sollte das Finanzcontrolling gezielt Standpunkte vertreten, die im Widerspruch zu den Ansichten der Finanzmanager stehen.<sup>1118</sup>

Durch die aktive Wahrnehmung der Counterpart-Rolle konfrontiert das Finanzcontrolling Finanzmanager mit Argumenten, die sie wegen kognitiver Beschränkungen der erweiterten *resourceful-Annahme des RREEMM-Modells* im Falle isoliert getroffener Entscheidungen nicht berücksichtigen würden. Finanzmanager werden somit nicht nur mit den genannten Informationen versorgt, sondern aktiv dazu aufgefordert, etwa zur Frage des Einsatzes professioneller Verfahren und Softwarelösungen im Cash Management kritisch Stellung zu beziehen. Hierdurch vergrößert sich die Chance, dass Finanzmanager bestehende Wissensbeschränkungen abbauen, mentale Modelle verändern oder auch Bestätigungsverzerrungen überwinden, die sie potentiell vom Einsatz konzernweiter, integrierter Cash Management-Lösungen abhalten.<sup>1119</sup>

Die kritische Auseinandersetzung zwischen Aufgabenträgern des Finanzcontrollings und Finanzmanagern wirkt darüber hinaus einer Anwendung von Heuristiken entgegen. Wenn hierbei aufgedeckt wird, dass der Eintritt von Zahlungsengpässen in der Wahrnehmung eines Finanzmanagers überrepräsentiert ist, dann lässt sich zum einen die Liquiditätsreserve auf ein ökonomisch sinnvolles Maß reduzieren. Zum anderen erlaubt eine kritische Hinterfragung der auf Geldmärkten praktizierten Dispositionen liquider Mittel die Identifikation von Verbesserungspotentialen. Gemäß der Ursachenergründung liegen diese Verbesserungspotentiale vornehmlich in den von Finanzmanagern aufgestellten Liquiditäts- und Kursprognosen, die sowohl aufgrund einer Anwendung von Heuristiken als auch aufgrund von Bestätigungsverzerrungen mit Fehlern behaftet sind.

Eine Konfrontation mit dem Widerspruch des Finanzcontrollings dient gleichfalls dem Abbau kognitiver Beschränkungen der erweiterten *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells*. Praktiken des Cash Managements, die Finanzmanager über Argumentationsmuster des Status Quo-, des Immediately- und des Sunk Cost-Effekts zu begründen versuchen oder die erkennen lassen, dass Finanzmanager konzernweite Zahlungsvorgänge gemäß dem Mental Accounting separat voneinander wahrnehmen und beurteilen, werden sich nicht gegenüber ökonomisch fundierten Kosten-Nutzen-Analysen professioneller Cash Management-Lösungen behaupten können. Zudem wird einer entsprechend der Prospect Theory vorwiegend in wirtschaftlich guten

---

<sup>1118</sup> Zur Qualitätssicherung der Liquiditätsplanung empfiehlt COOPER eine regelmäßige Durchführung von Sensitivitätsanalysen. Vgl. Cooper (2004), S. 327.

<sup>1119</sup> Ohne konkreten Bezug zu kognitiven Beschränkungen vgl. Dolfe/Koritz (1999), S. 6.

Zeiten in Erscheinung tretenden Erweiterung der Liquiditätsreserve Einhalt geboten, wenn das Finanzcontrolling eine ökonomisch gerechtfertigte Dimensionierung liquider Mittel einfordert.

Durch die Austragung eines strukturierten Konflikts ist ebenfalls eine Rationalitätssicherung der Defizite möglich, die durch kognitive Beschränkungen der erweiterten ***expecting-Annahme des RREEMM-Modells*** hervorgerufen werden. Aufgabenträger des Finanzcontrollings, die in der Rolle eines Devil's Advocate Finanzmanagern ihre Grenzen bei der Aufgabenbewältigung aufzeigen, ermöglichen im Sinne einer reaktiven Maßnahme zur Rationalitätssicherung die zeitnahe Behebung der jeweils identifizierten Defizite. Im Sinne einer proaktiven Maßnahme zur Rationalitätssicherung befördern sie darüber hinaus die Einsicht der Finanzmanager, dass sicher geglaubte Fähigkeiten zum Management des konzernweiten Zahlungsverkehrs auf der Basis selbsterstellter Tabellenkalkulationen oder auch zur Erwirtschaftung systematisch erfolgreicher Dispositionen liquider Mittel auf der Basis selbsterstellter Liquiditäts- und Kursprognosen nun realistischeren Performance-Beurteilungen weichen sollten, die weniger stark von Overconfidence- und Optimismus-Effekten oder auch dem Phänomen der Kontrollillusion beeinflusst sind.

#### ***Durchführung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen***

Abschließend ist auf die Kontrolle der Finanzmanager einzugehen, die nicht nur in der Ursachenkategorie des eigeninteressierten Handelns, sondern auch in der Kategorie kognitiver Beschränkungen eine Vermeidung und Reduktion von Rationalitätsdefiziten der Finanzmanager im Cash Management leisten kann. Sowohl im Hinblick auf die Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs als auch in Bezug auf die Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten sollte das Finanzcontrolling die Planung sowie Durchführung der einzelnen Entscheidungen des Finanzmanagements kontrollieren und die Kontrollergebnisse in regelmäßigen Berichten adressatengerecht dokumentieren. Die Kontrollen sind nicht nur auf die erreichte Performance auszurichten, sondern sollten auf der Grundlage geeigneter Kennzahlen auch den bereits ausgeführten Vorgaben zum Input und Ablauf von Entscheidungsprozessen des Cash Managements Rechnung tragen.

Hinsichtlich der erweiterten ***resourceful-Annahme des RREEMM-Modells*** erlauben Kontrollen die Identifikation und Behebung der durch Wissensbeschränkungen, mentale Modelle oder auch Bestätigungsverzerrungen der Finanzmanager ausgelösten Rationalitätsdefizite. Demnach tragen Erfolgs- und Methodenkontrollen grundsätzlich dazu bei, Potentiale zur Effektivitäts- und Effizienzsteigerung im Cash Management offenzulegen, um darauf aufbauend Maßnahmen umzusetzen, die eine verbesserte Konzentration des konzernweiten Zahlungsverkehrs ermög-

lichen.<sup>1120</sup> Kontrollen, die auf die Gestaltung der Liquiditätsreserve abzielen, befähigen das Finanzcontrolling des Weiteren dazu, Aussagen über die Zweckmäßigkeit der Dimensionierung abzuleiten. Finanzmanager erhalten damit potentiell das Feedback, dass die von ihnen postulierte Gefahr eines Zahlungseinganges kein statistisch haltbares Ergebnis, sondern die Folge einer Anwendung von Heuristiken darstellt. Transparente Performance-Beurteilungen im Rahmen der Kontrolle getätigter Transaktionen auf Geldmärkten weisen zudem auf fehlerhafte Liquiditäts- und Kursprognosen der Finanzmanager hin, wenn sie unter dem Einfluss von Heuristiken oder auch Bestätigungsverzerrungen generiert wurden.<sup>1121</sup>

In Bezug auf die erweiterte *evaluating-Annahme des RREEMM-Modells* hat das Finanzcontrolling darüber hinaus eine Bekämpfung von Status Quo-, Immediately- und Sunk Cost-Effekten sowie des Mental Accountings durch Kontrollen sicherzustellen. Ein nachhaltiges Feedback hinsichtlich ungenutzter Möglichkeiten im Bereich des Cash Managements und der dadurch zu tragenden Opportunitätskosten kann im Finanzmanagement den Lerneffekt befördern, dass ein Festhalten an der gängigen Praxis zum Cash Management ökonomisch nicht zu rechtfertigen ist. Gleiches gilt für die Durchführung von Kontrollen zur Dimensionierung der Liquiditätsreserve, die entsprechend der Prospect Theory insbesondere in wirtschaftlich guten Zeiten ungerechtfertigt durch die Entscheidungen des Finanzmanagement aufgestockt wird.

Schließlich leisten die Kontrollen auch einen Beitrag zur Reduktion und proaktiven Vermeidung von Overconfidence- und Optimismus-Effekten sowie der Kontrollillusion, die eine Erweiterung der *expecting-Annahme des RREEMM-Modells* repräsentieren. Finanzmanager bauen übertriebene Wahrscheinlichkeitsurteile zum Erfolg des Cash Managements ab, wenn die Qualität der Aufgabenwahrnehmung durch das Finanzcontrolling überprüft wird und bestehende Defizite im Bereich des Einsatzes von Verfahren, der Dimensionierung der Liquiditätsreserve oder auch der Abwicklung von Geschäften mit liquiden Mitteln auf Geldmärkten offen in Erscheinung treten.

Die folgende Abbildung fasst die Rationalitätssicherung im Intermediationsmanagement abschließend zusammen (vgl. Abbildung 15).

---

<sup>1120</sup> „Most companies benefit from performing regular cash management studies.“ Dolfe/Koritz (1999), S. 6.

<sup>1121</sup> „Given the importance attached to cashflow forecasts, it is essential that they are updated regularly and amended to reflect changes in the underlying business.“ Ross, Derek (1997), S. 14.

Adressierung eigeninteressierten Handelns		Adressierung kognitiver Beschränkungen				
Anreizgestaltung	Kontrollen	Wissensvermittlung	Input- und Prozessvorgaben	Informationsversorgung	Strukturierter Konflikt	Kontrollen
<ul style="list-style-type: none"> <li>Partizipation an Einsparpotentialen aufgrund einer konzentrierten Abwicklung des Zahlungsverkehrs und/oder einer Verkleinerung der Liquiditätsreserve</li> <li>Sanktionierung persönlicher Bereicherungen</li> <li>Belohnung einer erfolgreichen Disposition liquider Mittel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kontrolle der im Cash Management erzielten Effektivität und Effizienz (unterstützt durch die Etablierung geeigneter Kennzahlen)</li> <li>Überprüfung der zieladäquaten Disposition liquider Mittel auf der Basis einer transparenten Gestaltung des Zahlungsverkehrs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Darstellung der Vorzüge eines konzentrierten Cash Managements</li> <li>Erörterung eines durch kognitive Beschränkungen verursachten inadäquaten Umgangs mit liquiden Mitteln</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Grundsätzliche Vorgabe von Richtlinien zur Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs und zur Disposition liquider Mittel</li> <li>Insbesondere Vorgaben zum Einsatz adäquater Verfahren zur Gewährleistung eines konzernweiten Liquiditäts- und Währungsausgleichs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informationslieferung zu Best Practices im Cash Management</li> <li>Betonung der Opportunitätskosten im Falle des Verzichts auf konzernweite Cash Management-Lösungen und/oder zu großzügig dimensionierte Liquiditätsreserven</li> <li>Regelmäßige Berichterstattung auf der Basis geeigneter Performance-Kennzahlen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kritische Hinterfragung der von Finanzmanagern präferierten Methoden und der von ihnen vertretenen Ansichten zur Disposition liquider Mittel</li> <li>Kritische Diskussion der von Finanzmanagern unterstellten Liquiditäts- und Kursprognosen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Grundsätzliche Durchführung von Erfolgs- und Methodenkontrollen</li> <li>Klare Feedbacks</li> </ul>

Abbildung 15: Rationalitätssicherung im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements

#### 4.3.5 Gesamtheitliche Betrachtung der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement

Die bisherigen Ausführungen zu den Aufgaben und Instrumenten des Finanzcontrollings haben gezeigt, dass die erörterten grundlegenden Formen zur Adressierung eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen in der Übertragung auf die konkret identifizierten Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement ein breites Spektrum an Möglichkeiten bieten, diese sowohl proaktiv wie auch reaktiv zu vermeiden und zu reduzieren. Die aufgezeigten Möglichkeiten umfassen gleichermaßen die Umsetzung trivial erscheinender Maßnahmen – wie beispielsweise die einfache Rückfrage, ob relevante Entwicklungen bei einer Entscheidungsfundierung übersehen wurden – wie auch den Einsatz sehr komplexer Verfahren – wie beispielsweise die Durchführung von Cash Flow at Risk-Analysen.

Der überwiegende Teil der für die Funktion des Finanzcontrollings erarbeiteten Aufgaben und Instrumente berührt Aspekte, die nach Wissen des Verfassers erstmalig in der Literatur im Zusammenhang konkreter Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement diskutiert werden. Gleichzeitig verdeutlichen die herausgearbeiteten Anknüpfungspunkte zu bisherigen Beiträgen zum Finanzcontrolling aber auch, dass die Diskussion dieser Aspekte nicht notwendigerweise im Widerspruch zu dem Unterstützungsbedarf steht, der in diesen Beiträgen recht allgemein festgehalten wird. Die Ausführungen haben gezeigt, dass sich Bestandteile der bisherigen Ansätze in das der Untersuchung zugrunde liegende Verständnis des Finanzcontrollings integrieren und weiterentwickeln lassen. Die Weiterentwicklung besteht im Wesentlichen darin, dass die Beachtung des eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen die Möglichkeit schafft, konkrete Maßnahmen abzuleiten, die einen Beitrag zur gezielten Bekämpfung derjenigen Defizite leisten, die in der Praxis des Finanzmanagements von Relevanz sind.

Die zweite Forschungsfrage nach der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement ist hiermit allerdings noch nicht komplett beantwortet. Unter Berücksichtigung der zwischen den vier Aufgabenbereichen des Finanzmanagements bestehenden Zusammenhänge (Kapitel 3.2.5) ist abschließend darzulegen, welchen Beitrag das Finanzcontrolling leisten kann, um auch aus einer gesamtheitlichen Perspektive heraus die Entscheidungsqualität im Finanzmanagement zu verbessern.<sup>1122</sup>

In der Koordination zwischen dem Anlage- und dem Beschaffungsmanagement muss eine auf die Investitionsplanung abgestimmte Finanzplanung erfolgen, bei der die zu beschaffenden finanziellen Mittel nach Art, Umfang und Verfügungsdauer so auf die zu finanzierenden Investitionen abgestimmt werden, dass die Erreichung der finanzwirtschaftlichen Ziele (Liquidität, Sicherheit und Rentabilität) im gesamten Planungszeitraum gewährleistet ist.<sup>1123</sup> Das Finanzcontrolling muss dafür sorgen, dass die Erfolgsplanungen der einzelnen Leistungsbereiche in die Planungen des Finanzbereichs integriert und sinnvoll aufeinander abgestimmt werden.<sup>1124</sup> Mit Blick auf die identifizierten Rationalitätsdefizite muss das Finanzcontrolling in Zeiten einer hohen Innenfinanzierungskraft insbesondere dem Defizit der Überinvestition beziehungsweise in Zeiten einer niedrigen Innenfinanzierungskraft dem Defizit der Unterinvestition aktiv entgegen-treten (**Zusammenhang 1**).

Koordinierend eingreifen sollte das Finanzcontrolling des Weiteren im Rahmen der Abstimmung zwischen den im finanziellen Risikomanagement und den im Anlagemanagement wahrzunehmenden Aufgaben. Das Finanzcontrolling muss gewährleisten, dass finanzielle Risiken bei den Investitionsvorhaben aller Unternehmensbereiche lückenlos identifiziert und einheitlich quantitativ erfasst werden.<sup>1125</sup> Demnach können ökonomisch sinnvolle Investitionsentscheidungen nur unter Berücksichtigung relevanter Risiken getroffen werden. Dabei muss das Finanzcontrolling insbesondere auf die konsequente Verwendung risikoadjustierter Diskontierungsraten einwirken (**Zusammenhang 2**).

Die Diskontierungsrate wird in der Regel über die gewogenen Kapitalkosten (WACC) bestimmt. Insofern ist die letztgenannte Forderung gleichsam als ein Gebot zur Berücksichtigung finan-

---

<sup>1122</sup> Da die bisherigen Ansätze zum Finanzcontrolling mehrheitlich dem Verständnis des Controllings als Koordinationsfunktion folgen, werden in diesen Beiträgen vermehrt Aufgaben genannt, die eine Abstimmung unterschiedlicher Aspekte des Finanzmanagements zum Inhalt haben. Wie in den folgenden Fußnoten zu sehen sein wird, lassen sich diese koordinativen Aufgaben – zumindest teilweise – in die folgenden Ausführungen integrieren.

<sup>1123</sup> Vgl. Lücke (1991), S. 90; Bösl (1997a), S. 117 f.; Ossadnik (1998), S. 83; Ertl (2000), S. 598 f.; Pfaff (2001), Sp. 731 f.; Gillenkirch (2002), Sp. 531 und 533; Horváth (2003), S. 440; Reichmann (2006), S. 254-256.

<sup>1124</sup> Vgl. Ossadnik (1998), S. 88; Gillenkirch (2002), Sp. 536.

<sup>1125</sup> Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 537.

zieller Risiken bei Finanzierungsentscheidungen zu begreifen. Das Finanzcontrolling muss sicherstellen, dass die Aufgabenwahrnehmung im Beschaffungsmanagement nicht losgelöst vom finanziellen Risikomanagement erfolgt. Die Analyse bestehender Zinsrisiken – und im Falle einer Beschaffung von Kapital in fremder Währung bestehender Währungsrisiken – ist eine notwendige Voraussetzung zur adäquaten Fundierung von Finanzierungsmaßnahmen (**Zusammenhang 3**).

Darüber hinaus muss das Finanzcontrolling den Zusammenhängen Rechnung tragen, die zwischen dem Aufgabenbereich des finanziellen Risikomanagements und des Intermediationsmanagements bestehen. Demnach sollte das Finanzcontrolling die Berücksichtigung finanzieller Risiken bei der Disposition liquider Mittel gewährleisten. In der Abstimmung der beiden Aufgabenbereiche leistet das Finanzcontrolling zudem einen Beitrag zur Rationalitätssicherung, indem es auf die Implementierung von Verfahren einwirkt, die im Rahmen der konzernweiten Gestaltung des Zahlungsverkehrs eine Aufrechnung von Risikopositionen ermöglichen und somit die notwendige Grundlage für ein ökonomisch sinnvolles aggregiertes Management finanzieller Risiken schafft (**Zusammenhang 4**).

Da die Höhe der zur Verfügung stehenden liquiden Mittel von den Zahlungseingängen aus dem Investitionsbereich determiniert wird – die ihrerseits durch bestehende finanzielle Risiken beeinflusst werden –, ist vom Finanzcontrolling auch eine Koordination zwischen der Aufgabenwahrnehmung im Anlagemanagement und Intermediationsmanagement zu gewährleisten.<sup>1126</sup> Neben einer verbesserten Liquiditätsplanung und -disposition sollte das Finanzcontrolling zudem sicherstellen, dass keine Aufstockung einer zu großzügig dimensionierten Liquiditätsreserve stattfindet, wenn rentablere Investitionsmöglichkeiten bestehen (**Zusammenhang 5**).

Schließlich ist auch die längerfristige Finanzierung im Aufgabenbereich des Beschaffungsmanagements mit der kurzfristigen Beschaffung und Anlage finanzieller Mittel im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements zu koordinieren.<sup>1127</sup> Neben einer Abstimmung der unterschiedlichen Fristigkeiten ist vor dem Hintergrund der identifizierten Rationalitätsdefizite zu berücksichtigen, dass auf Anregung des Finanzcontrollings auch die Verkleinerung einer zu großzügig dimensionierten Liquiditätsreserve als Finanzierungsquelle genutzt werden kann (**Zusammenhang 6**).<sup>1128</sup>

---

<sup>1126</sup> Vgl. Gillenkirch (2002), Sp. 534 und 538; Reichmann (2006), S. 255 f.

<sup>1127</sup> Vgl. Bösl (1997a), S. 117; Gillenkirch (2002), Sp. 536.

<sup>1128</sup> Vgl. Reichmann (2006), S. 256 f.

Eine abschließende Darstellung der herausgearbeiteten Zusammenhänge wird in der folgenden Abbildung wiedergegeben (vgl. Abbildung 16).

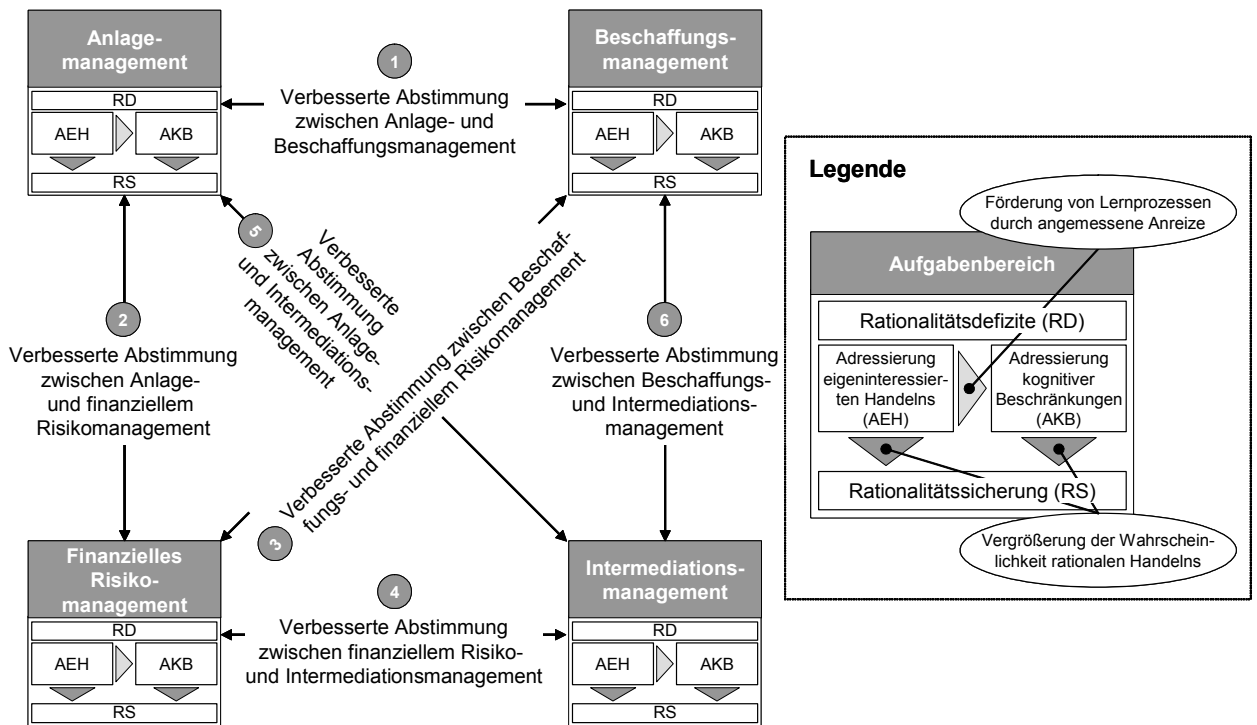


Abbildung 16: Gesamtheitliche Betrachtung der Rationalitätssicherung im Finanzmanagement

## 5. Zusammenfassung und Ausblick

### 5.1 Zentrale Forschungsergebnisse der Untersuchung

Die Aufgabenerweiterung, -intensivierung und -vertiefung des Finanzmanagements multinational agierender Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche bildet den Ausgangspunkt der **Problemstellung** der vorliegenden Untersuchung. Die hiermit verbundene Steigerung der Komplexität und Dynamik schlägt sich vermehrt in systematisch auftretenden Fehlentscheidungen von Finanzmanagern nieder. Diese offenbaren sich sowohl in der Berichterstattung zu zahlreichen Unternehmensverlusten aufgrund fehlerhafter Entscheidungen von Finanzmanagern als auch in empirischen Evidenzen, die nahe legen, dass Finanzmanager häufig auf der Basis einfacher Regeln oder lediglich auf Basis ihrer Intuition handeln, statt auf der Grundlage sachlich erforderlicher Entscheidungsfundierungen.

Die Existenz systematisch auftretender Fehlentscheidungen führt zu der Notwendigkeit, Finanzmanagern in der Praxis eine Hilfestellung zu bieten, die Entscheidungen zur effektiveren und/oder effizienteren Erreichung der im Finanzmanagement zu verfolgenden Ziele befördert. Genau hier weist der aktuelle **Stand der Forschung** jedoch ein großes **Forschungsdefizit** auf.

Da allgemein die Verbesserung der Entscheidungsqualität des Managements ein Kernziel des Controllings darstellt, ist diese Funktion grundsätzlich prädestiniert, dem Finanzmanagement die genannte Hilfestellung zu bieten. Der Blick in die Literatur zum Controlling enthüllt jedoch große Forschungsdefizite für diese, als Finanzcontrolling zu bezeichnende Funktion. Beiträge zum Finanzcontrolling sind selten, meist recht allgemein und knapp gehalten und behandeln nicht die Frage, welche Fehlentscheidungen in der Praxis des Finanzmanagements überhaupt auftreten oder gar die Frage, wodurch diese verursacht werden. Somit gewähren die bisherigen Beiträge zum Finanzcontrolling keinen Einblick in Bezug auf die Identifikation und Erklärung systematisch auftretender Fehlentscheidungen, sondern enthalten lediglich allgemeine Hinweise, wie Finanzmanager unterstützt werden könnten.

Anders gestaltet sich der Stand der Forschung in der finanzwissenschaftlichen Literatur. Zwar existieren einerseits kaum Hinweise, durch welche Unterstützungsleistungen Fehlentscheidungen des Finanzmanagements konkret verhindert werden könnten, andererseits offenbaren jedoch (empirische) Beiträge zur Praxis des Finanzmanagements – zumindest in Ansätzen – Einblicke in relevante Probleme der Aufgabenbewältigung. Zudem geben Untersuchungen zum eigeninteressierten Handeln der Finanzmanager (Prinzipal-Agenten-Theorie) und zu deren kognitiven Beschränkungen (Behavioral Corporate Finance) Einblicke in relevante Ursachen systematisch auftretender Fehlentscheidungen. Die Untersuchung dieser Zusammenhänge im Forschungs-



gebiet der Behavioral Corporate Finance hat jedoch erst in den letzten Jahren begonnen, sodass die bestehenden Erkenntnisse zur Identifikation und Erklärung von Fehlentscheidungen des Finanzmanagements große Lücken aufweisen und stark fragmentiert sind.

Aus der wachsenden Bedeutung des Finanzmanagements und aus dem aktuellen Forschungsstand leiten sich die **Zielsetzung** und die **Forschungsfragen** der vorliegenden Untersuchung ab. Die Zielsetzung liegt in einer umfassenden Untersuchung systematisch auftretender Fehlentscheidungen des Finanzmanagements sowie in einer auf diesen Erkenntnissen aufbauenden Konzeption von Gegenmaßnahmen. Die vorliegende Untersuchung folgt dem Verständnis, dass der originäre Kern des Controllings in der Rationalitätssicherung der Führung besteht. In der Übertragung auf den Finanzbereich bedeutet dies, dass die Funktion des Finanzcontrollings als Rationalitätssicherung des Finanzmanagements zu verstehen ist. Die mit der Konzeption eines derart verstandenen Finanzcontrollings verbundenen Forschungsfragen zielen einerseits auf die Identifikation und Erklärung der im Finanzmanagement auftretenden Rationalitätsdefizite (Forschungsfrage 1) und andererseits auf die Konzeption einer wirkungsvollen Rationalitätssicherung (Forschungsfrage 2) und adressieren somit das identifizierte Forschungsdefizit.

In der Bearbeitung der beiden Forschungsfragen folgt die Untersuchung einem sachlich-analytischen **Vorgehen**, das sich an der Forschungsanweisung des methodologischen Individualismus orientiert. Rationalitätsdefizite im Finanzmanagement werden als ein Phänomen auf der Makroebene begriffen, das über den Rückgriff auf das Handeln der einzelnen Finanzmanager auf der Mikroebene erklärt wird. Da die Existenz von Rationalitätsdefiziten eines Finanzmanagers im Widerspruch zu strengen Rationalitätsannahmen steht, ist im Rahmen dieser Bearbeitung eine Lockerung der strengen Rationalitätsannahmen erforderlich. Sie werden in der vorliegenden Untersuchung in zwei grundsätzlich voneinander zu unterscheidenden Kategorien verarbeitet. Zum einen werden Abweichungen von einem streng rationalen Handeln der Finanzmanager analysiert, da innerhalb der Ursachenkategorie des eigeninteressierten Handelns Rationalitätsdefizite eintreten, wenn Finanzmanager bewusst eigene Interessen verfolgen, die im Widerspruch zu einer rationalen Aufgabenbewältigung stehen. Zum anderen werden Abweichungen strenger Rationalitätsannahmen fundiert, indem innerhalb der Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen der Komplexität und Dynamik des Finanzmanagements Rechnung getragen wird. Die Komplexität und die Dynamik führen zu einer unbewusst eintretenden Überforderung von Finanzmanagern, die gleichsam Rationalitätsdefizite in der Aufgabenbewältigung bedingen.

Die Differenzierung dieser beiden grundlegenden Ursachen folgt in der Kategorie des eigeninteressierten Handelns dem Erklärungsansatz der Prinzipal-Agenten-Theorie und in der Kategorie kognitiver Beschränkungen dem Erklärungsansatz der Behavioral Corporate Finance. Dabei entspricht die Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen einer verhaltenswissenschaftlichen Perspektivenerweiterung, die eine methodologisch reflektierte, theoriegeleitete Integration verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse in die Analyse erforderlich macht. Hierbei bedient sich die vorliegende Untersuchung der Methode der abnehmenden Abstraktion nach LINDENBERG. Gemäß LINDENBERGS Empfehlung wird der Erklärung von Rationalitätsdefiziten das Modell des RREEMM zugrunde gelegt. Im Kern besagt das RREEMM-Modell, dass sich Entscheidungsträger stets nutzenmaxierend verhalten, wobei Eigeninteressen im Widerspruch zu den gemeinsamen Zielen eines Unternehmens stehen können (Ursachenkategorie eigeninteressierten Handelns). Zudem werden für einzelne Komponenten des RREEMM-Modells gezielte Erweiterungen um verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse vorgenommen, die das Erklärungspotential von Rationalitätsdefiziten erschließen, das sich auf Basis dieser Erkenntnisse eröffnet (Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen).

Auf der Basis der aufgezeigten Problemstellung und Zielsetzung sowie auf der Grundlage des gerade erörterten Vorgehens werden in der vorliegenden Untersuchung umfassende Antworten in Bezug auf die erste Forschungsfrage nach der **Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement** erarbeitet.

Hinsichtlich der Identifikation von Rationalitätsdefiziten des Finanzmanagements zeigt die Untersuchung für den Bereich des **Anlagemanagements**, dass Finanzmanager nicht uneingeschränkt ihrer Aufgabe gerecht werden, rentable Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren und umzusetzen. Übergreifend tritt dieses Defizit in Form der Überinvestition in Erscheinung, deren Virulenz sich insbesondere in Zeiten einer hohen Innenfinanzierungskraft entfaltet. Gleichfalls zeigt die Untersuchung, dass Finanzmanager bewusst oder auch unbewusst eine Anlage finanzieller Mittel in Realinvestitionen gegenüber einer Anlage in Finanzinvestitionen unangemessen vernachlässigen und darüber hinaus der Durchführung von Real- als auch Finanzinvestitionen keine adäquate zeitliche Planung zugrunde legen. Neben diesen übergreifenden Defiziten des Anlagemanagements offenbart die Untersuchung zudem im Hinblick auf den Teilaufgabenbereich der Realinvestitionen Schwächen der Finanzmanager im Umgang mit Investitionsrechenverfahren. Hinsichtlich des Teilaufgabenbereichs der Finanzinvestitionen liefert die Untersuchung das Ergebnis, dass Finanzmanager der Anlage in Finanztitel unangemessene Haltedauern zugrunde legen, zu häufig Handelsgeschäfte mit Finanztiteln durchführen sowie

eine suboptimale Anlage finanzieller Mittel herbeiführen, da sie geltende Grundsätze auf Finanz- und Kapitalmärkten missachten.

Innerhalb des *Beschaffungsmanagements* wird das übergreifende Defizit einer unangemessenen Vernachlässigung der Außenfinanzierung abgeleitet, das insbesondere in Zeiten einer schwachen Innenfinanzierungskraft dazu führt, dass Finanzmanager bestehende Chancen zur Umsetzung rentabler Investitionsmöglichkeiten verpassen (Unterinvestition). Ferner offenbart die vorliegende Analyse, dass speziell bei der Gestaltung der Innenfinanzierung in großen, diversifizierten Konzernen das Rationalitätsdefizit einer Quersubventionierung wenig rentabler Geschäftsbereiche auf Kosten rentablerer Geschäftsbereiche über interne Kapitalmärkte auftritt. Speziell in Bezug auf die Gestaltung der Außenfinanzierung bedingen zudem fehlerhafte Cash Flow- und Zinssatz-Erwartungen der Finanzmanager eine unangemessen kurzfristige Beschaffung von Fremdkapital. Ferner sprechen die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung dafür, dass Finanzmanager insgesamt das Potential der Beschaffung externen Fremdkapitals und externen Eigenkapitals nur unzureichend ausschöpfen und darüber hinaus keine kontinuierliche, nachhaltige Kommunikation mit (potentiellen) Kapitalgebern pflegen, wodurch sie Möglichkeiten zur Senkung der Kapitalkosten nicht angemessen wahrnehmen.

Rationalitätsdefizite der Finanzmanager werden auch für den Aufgabenbereich des *finanziellen Risikomanagements* herausgearbeitet. Übergreifend äußern sich Defizite in der Form, dass Finanzmanager bewusst unangemessen hohe Verlustrisiken eingehen, um auf eine beschleunigte Realisierung persönlicher Vorteile zu hoffen, oder auch unbewusst ihre Unternehmen bestandsgefährdenden Risiken aussetzen, da sie deren Gefährdungspotential unterschätzen. Für den Teilaufgabenbereich der Erfassung und Bewertung finanzieller Risiken offenbart die Untersuchung zudem, dass Finanzmanager unzureichende Ressourcen zur Bewältigung dieser Teilaufgabe vorsehen, damit einhergehend finanzielle Risiken fehlerhaft oder auch gar nicht erfassen und in der Folge beispielsweise Beurteilungen zur Vorteilhaftigkeit von Investitionsvorhaben vornehmlich auf der Grundlage unternehmensweiter Diskontierungsraten statt auf der Basis risikoadjustierter Diskontierungsraten durchführen. Innerhalb der Teilaufgabe der Steuerung und Bewältigung finanzieller Risiken verdeutlicht die vorliegende Untersuchung darüber hinaus, dass Finanzmanager auch beim Versuch, finanzielle Risiken zu reduzieren, vor Rationalitätsdefiziten nicht gefeit sind. Die in der Untersuchung erarbeiteten Defizite der Vernachlässigung ökonomischer Exposures sowie der Missachtung relevanter Korrelationen begründen eine suboptimale Steuerung finanzieller Risiken, die in der Konsequenz die Annahme unterstützt, dass es Finanzmanagern nicht gelingt, die potentiellen positiven Effekte des finanziellen Risikomanagements zu nutzen.

Die Analyse der Aufgabenwahrnehmung im Bereich des *Intermediationsmanagements* komplettiert das für die gesamte Untersuchung festzuhaltende Ergebnis, dass Finanzmanager in allen Aufgabenbereichen und allen darunter zu subsumierenden Teilaufgaben Rationalitätsdefizite aufweisen. Demzufolge wird bei der Analyse des als Cash Management verstandenen Intermediationsmanagements deutlich, dass Finanzmanager die sich im Rahmen einer konzentrierten Gestaltung des Cash Managements bietenden Potentiale zur Steigerung der Effektivität und Effizienz nicht umfassend ausschöpfen. Bezüglich der Teilaufgabe zur Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs offenbart die Untersuchung speziell das Defizit, dass Verfahren des Cash Managements bewusst manipulativ eingesetzt werden oder auch ein fehlerhaftes Management des Zahlungsverkehrs erfolgt, da Finanzmanager unzureichende Ressourcen zur Bewältigung dieser Aufgabe vorhalten. Bezüglich der Teilaufgabe zur Disposition liquider Mittel wird des Weiteren das Defizit abgeleitet, dass die von den Finanzmanagern bestimmte Dimensionierung der Liquiditätsreserve teilweise zu großzügig bemessen ist und darüber hinaus die Missachtung geltender Grundsätze auf Geldmärkten – analog zum Anlagemanagement – eine suboptimale Disposition liquider Mittel bedingt. Abschließend resultiert aus den Zusammenhängen, die zwischen den vier Aufgabenbereichen des Finanzmanagements bestehen, zudem der Effekt, dass sich die Rationalitätsdefizite gegenseitig bedingen und/oder verstärken.

Neben einer Beantwortung der Teilfrage nach den Rationalitätsdefiziten des Finanzmanagements liefert die vorliegende Untersuchung gleichfalls eine umfassende Antwort auf die Teilfrage nach den relevanten Ursachen der identifizierten Defizite. In der Regel begründen sowohl das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager als auch deren kognitive Beschränkungen suboptimale Aufgabenwahrnehmungen.

In der Ursachenkategorie des *eigeninteressierten Handelns* führen die Reduktion des Arbeitsleids sowie abweichende Konsum-, Karriere-, Risiko- und Zeitpräferenzen der Finanzmanager zu den geschilderten Rationalitätsdefiziten. Die Begründung von Rationalitätsdefiziten über das eigeninteressierte Handeln folgt der übergeordneten Annahme, dass sich Finanzmanager nutzenmaximierend verhalten (Kern des RREEMM-Modells). Aus der subjektiven Sicht des Finanzmanagers stellt die Nutzenmaximierung kein Rationalitätsdefizit dar. Rationalitätsdefizite der Aufgabenwahrnehmung bestehen jedoch aus der externen Perspektive der anderen Organisationsteilnehmer, da Finanzmanager ganz bewusst auch diejenigen persönlichen Ziele verfolgen, die im Widerspruch zu den gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen. Spielräume zur Verfolgung eigener Interessen bieten sich immer dann, wenn die aus der Sicht des Finanzmanagers bestehenden Anreize und die durch ihn zu erbringenden Beiträge im Ungleichgewicht

zueinander stehen. Die Nutzung dieser Handlungsspielräume resultiert aus Informationsasymmetrien und den hiermit verbundenen Lücken in den Sanktionsmechanismen.

Weniger verbreitet und damit innovativer ist der Erklärungsansatz, den die vorliegende Untersuchung im Rahmen der Ursachenkategorie *kognitiver Beschränkungen* der Finanzmanager präsentiert. Die Analyse verdeutlicht, dass verhaltenswissenschaftlich fundierte Fehler der Informationsverarbeitung ein großes Erklärungspotential eröffnen, um Rationalitätsdefizite der Aufgabenwahrnehmung im Finanzmanagement begründen zu können. Im Sinne einer pragmatisch reduzierten Modellbildung werden in die vorliegende Untersuchung nur diejenigen kognitiven Beschränkungen integriert, die einen hohen Erklärungsgehalt zur Begründung der konkret für das Finanzmanagement identifizierten Rationalitätsdefizite besitzen. Die Integration erfolgt im Rahmen einer gezielten Erweiterung einzelner Komponenten des RREEMM-Modells. Für die erweiterte resourceful-Annahme ist das Ergebnis festzuhalten, dass Finanzmanager das sachlich erforderliche Problembewusstsein teilweise gänzlich vermissen lassen oder auch das von ihnen in einer Entscheidungssituation angewandte Wissen nur eine inadäquate Teilsicht auf das Problem widerspiegelt. Die durch kognitive Beschränkungen der erweiterten resourceful-Annahme hervorgerufenen Rationalitätsdefizite liegen in Wissensbeschränkungen und mentalen Modellen der Finanzmanager begründet sowie in der Anwendung von Heuristiken und der Wirksamkeit von Bestätigungsverzerrungen. Für die erweiterte evaluating-Annahme zeigt die Analyse, dass Finanzmanager darüber hinaus nur begrenzt rationale Werturteile ableiten. Konkret bedeutet dies, dass Finanzmanager Rationalitätsdefizite aufweisen, da ihr Handeln gemäß der Prospect Theory von der Verlustaversion geprägt ist, sie dem Status Quo-, dem Immediately- und dem Sunk Cost-Effekt erliegen und darüber hinaus begrenzt rationale Werturteile auf der Basis des Mental Accountings und auf der Grundlage der Regret Theory generieren. Relevante Ursachen von Rationalitätsdefiziten offenbart die vorliegende Untersuchung schließlich auch im Hinblick auf die erweiterte expecting-Annahme. Eine begrenzt rationale Bildung von Wahrscheinlichkeitsurteilen und damit systematisch verzerrte Einschätzungen des Finanzmanagements werden durch Overconfidence- und Optimismus-Effekte sowie das Phänomen der Kontrollillusion verursacht.

Hinsichtlich der relevanten Ursachen ist das grundsätzliche Ergebnis festzuhalten, dass die Virulenz kognitiver Beschränkungen umso ausgeprägter ist, je komplexer und dynamischer sich das in einer Situation zu lösende Problem darstellt. Die hiermit zusammenhängende Unsicherheit bedingt eine Überforderung der Finanzmanager und führt in der Konsequenz zu Entscheidungen, die strengen Rationalitätsannahmen nicht gerecht werden. Darüber hinaus liefert die Untersuchung das Ergebnis, dass insbesondere das eigeninteressierte Handeln in Form arbeitsscheuen

Verhaltens die Virulenz kognitiver Beschränkungen verschärfen kann. Abschließend zeigt die vorliegende Untersuchung zudem, dass sich kognitive Beschränkungen auch in Form begrenzter Lernfähigkeiten manifestieren und somit nicht davon auszugehen ist, dass sich kognitive Beschränkungen in einer dynamischen, langfristigen Perspektive auf der Basis zunehmenden Erfahrungswissens der Finanzmanager selbstständig entproblematisieren.

Die mit der Beantwortung der ersten Forschungsfrage geleistete Identifikation und Erklärung relevanter Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements begründet sowohl die Notwendigkeit als auch die Basis zur Ableitung des Finanzcontrollings. Das Finanzcontrolling wird als eine Funktion verstanden, die auf die Rationalitätssicherung im Finanzmanagement abzielt. Die **Konzeption einer wirkungsvollen Rationalitätssicherung** ist Gegenstand der Beantwortung der zweiten Forschungsfrage.

Die in der Untersuchung erarbeitete Antwort auf die zweite Forschungsfrage folgt der Maßgabe, dass Rationalitätssicherungsmaßnahmen immer dann durchzuführen sind, wenn der Nutzen der jeweiligen Maßnahme die Kosten übersteigt, die im Rahmen der Umsetzung entstehen. Das im Finanzcontrolling zu verfolgende Ziel kann als Sicherung der Output-, Prozess- und Inputrationalität verstanden werden. Hierbei beschreibt die Sicherung der Outputrationalität das Ziel, dass das Finanzcontrolling dazu beiträgt, dass Finanzmanager aus ex post-Sicht die im Finanzmanagement zu erreichenden Ziele unter effizientem Mitteleinsatz realisieren. Die Sicherung der Prozessrationalität bedeutet, dass das Finanzcontrolling eine effektive und effiziente Transformation der Einsatzfaktoren des Finanzmanagements unter Beachtung formaler Kriterien gewährleistet, und die Sicherung der Inputrationalität beschreibt die Zielsetzung, dass das Finanzcontrolling erfolgreich darauf einwirkt, dass Finanzmanager adäquate Einsatzfaktoren zur Fundierung von Entscheidungen heranziehen.

In der Untersuchung werden grundlegende Maßnahmen differenziert, die eine Sicherstellung der Rationalität des Handelns der Finanzmanager ermöglichen. Zur Adressierung des eigeninteressierten Handelns kann das Finanzcontrolling einen Beitrag zur Schaffung von Anreizen für Finanzmanager leisten, die im Einklang mit gemeinsamen Zielen des Unternehmens stehen. Darüber hinaus wird das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager bekämpft, indem das Finanzcontrolling Kontrollen durchführt, die zu einer Verkleinerung des Handlungsspielraums der Finanzmanager führen. Für die Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen erstrecken sich die vom Finanzcontrolling durchführbaren Möglichkeiten der Rationalitätssicherung über die Wissensvermittlung im Rahmen fortwährender Trainings und Schulungen, die Festlegung von Input- und Prozessvorgaben, die gezielte Informationsversorgung der Finanzmanager, die Herausforderung der Finanzmanager im Rahmen eines strukturierten Konflikts und die Durch-

führung von Kontrollen zur Offenlegung kognitiver Beschränkungen. Wird eine Maßnahme im Vorfeld des Auftretens eines Rationalitätsdefizits umgesetzt, dann handelt es sich um eine proaktive Maßnahme der Rationalitätssicherung, wird sie im Anschluss an die Identifikation eines Rationalitätsdefizits durchgeführt, dann handelt es sich um eine reaktive Form der Rationalitätssicherung.

Die grundlegenden Maßnahmen der Rationalitätssicherung werden in der Untersuchung auf die konkret identifizierten Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements übertragen. Dabei ist für den Aufgabenbereich des *Anlagemanagements* bezüglich des eigeninteressierten Handelns das zentrale Ergebnis festzuhalten, dass das Finanzcontrolling Finanzmanager bei der Identifikation und Durchsetzung rentabler Investitionen unterstützt, indem es die Belohnung realistisch geplanter, erfolgreicher Investitionen befördert und indem es manipulativen Investitionsplanungen durch Kontrollen entgegenwirkt. Bezüglich der Bekämpfung kognitiver Beschränkungen trägt das Finanzcontrolling zu einer Rationalitätssicherung im Anlagemanagement bei, indem es Finanzmanagern insbesondere Methoden- und Faktenwissen im Umgang mit Investitionsrechenverfahren vermittelt und den adäquaten Einsatz dieser Verfahren durch Vorgaben zur Investitionsplanung und -durchführung unterstützt. Darüber hinaus sollte das Finanzcontrolling den Finanzmanagern unternehmensexterne, zukunftsorientierte Marktinformationen zur Verfügung stellen und durch den Einsatz von Sensitivitäts- und Szenarioanalysen die Robustheit geplanter Investitionen sicherstellen. Schließlich dienen darüber hinaus umfassende Kontrollen in Verbindung mit klaren Feedbacks dem Zweck, kognitive Beschränkungen im Rahmen der Identifikation und Durchführung von Investitionen offenzulegen und zu beheben.

Im Aufgabenbereich des *Beschaffungsmanagements* befördert das Finanzcontrolling die Umsetzung ökonomisch sinnvoller Finanzierungsmaßnahmen, indem es durch eine adäquate Anreizgestaltung dem eigeninteressierten Handeln der Finanzmanager vorbeugt. Hierbei muss das Finanzcontrolling gewährleisten, dass Finanzmanager am Erfolg rentabler Investitionen partizipieren, die auch bei schwacher Innenfinanzierungskraft noch finanziert werden. Ferner ist zu fordern, dass Finanzmanager dafür belohnt werden, wenn sie die Kapitalstruktur des Unternehmens verbessern und darüber hinaus Erfolge im Bereich der Investor Relations und des Ratings aufweisen können. Neben einer angemessenen Anreizgestaltung ist das eigeninteressierte Handeln der Finanzmanager zudem durch Kontrollen einzuschränken, die die adäquate Fundierung von Finanzierungsmaßnahmen durch das Finanzcontrolling überprüfen. Die aufgrund kognitiver Beschränkungen eintretenden Rationalitätsdefizite bekämpft das Finanzcontrolling durch eine Sensibilisierung der Finanzmanager für die Relevanz der verschiedenen Phänomene im Kontext des Beschaffungsmanagements und durch die Erarbeitung und Doku-

mentation standardisierter Finanzierungsrichtlinien. Zudem verdeutlicht die Untersuchung, dass Finanzmanager bei der Planung und Durchführung konkreter Finanzierungsentscheidungen angemessen zu unterstützen und zu kontrollieren sind. Dies kann in Form einer Informationslieferung zu relevanten Kapitalkosten oder auch Prognosen von Cash Flows, Zinssätzen oder Aktienkursen erfolgen oder auch in Form einer kritischen Diskussion und Hinterfragung der jeweils von den Finanzmanagern präferierten Finanzierungsalternative.

Diejenigen Rationalitätsdefizite, die durch das eigeninteressierte Handeln im Aufgabenbereich des **finanziellen Risikomanagements** entstehen, hat das Finanzcontrolling zu adressieren, indem es dafür sorgt, dass Finanzmanager für eine Reduktion der Volatilität der Cash Flows belohnt werden. Des Weiteren sprechen die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung dafür, dass das Finanzcontrolling im Rahmen von Kontrollen gezielt der Frage nachgehen muss, ob Finanzmanager notwendige Absicherungsmaßnahmen bewusst vernachlässigen beziehungsweise Absicherungsmaßnahmen initiieren und umsetzen, die den Zielen des finanziellen Risikomanagements zuwider laufen. Zudem ist die Virulenz kognitiver Beschränkungen durch das Finanzcontrolling einzudämmen, indem es allgemein die Risikokultur des Finanzmanagements fördert und durch entsprechende Vorgaben die konsequente Berücksichtigung finanzieller Risiken bei jeglichen Entscheidungen der Finanzmanager sicherstellt. Ferner befördert das Finanzcontrolling eine rationale Aufgabenbewältigung im finanziellen Risikomanagement durch die Etablierung eines adäquaten Risikoberichtswesens, die Implementierung von Verfahren zur aggregierten Risikomessung und umfangreiche Kontrollen sowie durch die kritische Hinterfragung der von den Finanzmanagern unterstellten Exposure-Einschätzungen.

Die in der Untersuchung erarbeitete Konzeption des Finanzcontrollings umfasst auch eine Bekämpfung der für den Aufgabenbereich des **Intermediationsmanagements** identifizierten Defizite. Negativen Auswirkungen der Ursachenkategorie des eigeninteressierten Handelns ist dadurch zu begegnen, dass Finanzmanager an der Realisierung von Einsparpotentialen bei der Gestaltung des konzernweiten Zahlungsverkehrs partizipieren und im Falle einer erfolgreichen Disposition liquider Mittel auf Geldmärkten eine Belohnung erhalten. Unterstützt durch geeignete Kennzahlen sollte das Finanzcontrolling zudem Kontrollen durchführen, die Aufschluss über die Frage geben, ob der von den Finanzmanagern bestimmte Umgang mit liquiden Mitteln den Kriterien eines effektiven wie auch effizienten Cash Managements gerecht wird. Bezüglich der Ursachenkategorie kognitiver Beschränkungen ist vom Finanzcontrolling zu fordern, dass es Finanzmanagern Methoden- und Faktenwissen vermittelt, auf dessen Basis ein ökonomisch sinnvoller Umgang mit liquiden Mitteln möglich ist. Zudem sollte das Finanzcontrolling Vorgaben hinsichtlich des Einsatzes von Verfahren zur Durchführung eines konzernweiten Liqui-



ditäts-, Währungs- und Finanzausgleichs formulieren. Darüber hinaus tragen insbesondere die Kommunikation der mit einem suboptimalen Cash Management verbundenen Opportunitätskosten, kritische Hinterfragungen sowie umfassende Kontrollen zu einer tiefergehenden Rationalitätssicherung im Aufgabenbereich des Intermediationsmanagements bei. Abschließend verdeutlicht die vorliegende Untersuchung, dass eine gesamtheitliche Rationalitätssicherung im Finanzmanagement auch den zwischen den vier differenzierten Aufgabenbereichen bestehenden Zusammenhängen angemessen Rechnung zu tragen hat.

In einer ***zusammenfassenden Beurteilung der Ergebnisse*** ist festzuhalten, dass wichtige Lücken der Identifikation und Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement (Forschungsfrage 1) sowie der Adressierung dieser Defizite (Forschungsfrage 2) durch die Nutzung relevanter Theorien, die Auswertung zahlreicher empirischer Studien sowie Analogiebildungen und Plausibilitätsüberlegungen verkleinert werden. Obwohl die Untersuchung auf diejenigen Defizite des Finanzmanagements fokussiert ist, die auf Basis konzeptioneller und/oder empirischer Arbeiten fundiert werden können, weist die Beantwortung der beiden Forschungsfragen – dem Charakter einer Übersichtsarbeit entsprechend – eine große Breite auf. Nach Wissen des Verfassers wird erstmalig in der Literatur ein umfassendes Verständnis für die zahlreichen Probleme geschaffen, die in der Praxis des Finanzmanagements zu bewältigen sind. Darüber hinaus wird ein Lösungsansatz präsentiert, der auf Grundlage weniger Maßnahmen eine wirkungsvolle Vermeidung und Reduktion der herausgearbeiteten Rationalitätsdefizite des Finanzmanagements verspricht. Die vorliegende Untersuchung leistet somit einen Beitrag zur Weiterentwicklung der bisherigen Ansätze im Themengebiet des Finanzcontrollings.

Erstens trägt die vorliegende Untersuchung dem Bedeutungszuwachs des Finanzmanagements multinational agierender Unternehmen außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche Rechnung, der ein nachhaltig wachsendes Aufgabenspektrum bedingt. Während bestehende Ansätze des Finanzcontrollings stark auf das im Finanzmanagement zu verfolgende Ziel der Liquiditätssicherung fokussiert sind, werden in der vorliegenden Untersuchung zahlreiche Fragen der Aufgabenbewältigung vertieft behandelt, die der wachsenden Bedeutung des Rentabilitäts- und Sicherheitszieles gerecht werden. Es wird eine strukturiert aufgebaute Konzeption des Finanzcontrollings erarbeitet, die das gesamte Spektrum der im Finanzmanagement zu bewältigenden Aufgaben abdeckt.

In der vorliegenden Untersuchung wird zweitens auf der Basis des von WEBER und SCHÄFFER geprägten Controllingverständnisses als Rationalitätssicherung der Führung ein konzeptioneller Beitrag zum Finanzcontrolling erarbeitet, der eine Trennung zwischen der Funktion des Finanzmanagements und der Funktion des Finanzcontrollings gestattet. Dabei dient die Funktion des

Finanzcontrollings der Rationalitätssicherung im Handeln der Finanzmanager. Die im Rahmen der Rationalitätssicherung wahrzunehmenden Aufgaben und einzusetzenden Instrumente weisen somit einen anderen Charakter auf als die eigentliche Bewältigung des Aufgabenspektrums im Finanzmanagement. Der häufig zu konstatierende Mangel einer Gleichsetzung des Finanzmanagements und Finanzcontrollings wird somit in funktionaler Hinsicht behoben. Da die Funktion des Controllings im Verständnis einer Rationalitätssicherung der Führung andere Controllingverständnisse – im Sinne einer integrativen Klammer – mit einschließt, ebnet das Rationalitätssicherungsverständnis gleichfalls den Weg zu einer umfassenderen Ableitung von Aufgaben und Instrumenten des Finanzcontrollings, in denen nicht lediglich Maßnahmen der Informationsversorgung oder auch Koordination thematisiert werden.

Die wichtigste Weiterentwicklung bestehender Ansätze des Finanzcontrollings liegt schließlich drittens in dem Rückgriff auf die systematisch auftretenden Fehlentscheidungen im konkreten Handeln der Finanzmanager begründet. Dieser Rückgriff schafft zum einen die Möglichkeit, Finanzmanager gezielt im Rahmen derjenigen Aufgaben und Entscheidungen zu unterstützen, bei denen sie vornehmlich geboten ist. Im Rahmen der Identifikation dieser Rationalitätsdefizite werden zahlreiche empirische Arbeiten der Finanzforschung ausgewertet. Dabei wird größtenteils eine erstmalige Explikation relevanter Rationalitätsdefizite geleistet, da diese Arbeiten häufig nur Anhaltspunkte für Rationalitätsdefizite bieten, jedoch keinen konsequenten Problembezug aufweisen. Zum anderen schafft die Ursachenergründung der als relevant identifizierten Rationalitätsdefizite die notwendige Voraussetzung, um Unterstützungsleistungen abzuleiten, die – im Sinne einer Ursachenbekämpfung – eine wirkungsvolle Vermeidung und Reduktion relevanter Rationalitätsdefizite ermöglichen. Im Vergleich zu bestehenden Arbeiten zum Thema Finanzcontrolling werden hierdurch allgemeine, meist knapp gehaltene Hinweise potentieller Aufgaben des Finanzcontrollings präzisiert und um viele neue Aufgaben und Instrumente des Finanzcontrollings ergänzt, die eine proaktive wie auch reaktive Bekämpfung der aufgrund des eigeninteressierten Handelns und kognitiver Beschränkungen systematisch auftretenden Fehlentscheidungen erlauben. Ohne eine Integration verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse wäre diese umfassende Ursachenergründung beziehungsweise Ursachenbekämpfung nicht möglich. Die vorliegende Untersuchung verdeutlicht, dass die Erklärung relevanter Rationalitätsdefizite auf der Basis einer ausschließlichen Berücksichtigung des eigeninteressierten Handelns der Finanzmanager nur Teilaspekte maßgeblicher Ursachen beleuchtet. Demnach eröffnet die Nutzung und Weiterentwicklung der im Bereich der Behavioral Corporate Finance bereits (fragmentarisch) gewonnenen Erkenntnisse zur Virulenz kognitiver Beschränkungen der Finanzmanager eine verhaltensorientierte neue Perspektive auf die Analyse des Finanzmanagements beziehungsweise Finanzcontrollings. Die Nutzung der Methode der abnehmenden

Abstraktion trägt dazu bei, dass die Integration dieser Erkenntnisse methodologisch kontrolliert und theoriegeleitet erfolgt. So gewährleistet der Einsatz des RREEMM-Modells als Kerntheorie die Anschlussfähigkeit der verhaltensorientierten Analyse an klassisch ökonomische Analysen. Die pragmatische Erweiterung relevanter Komponenten dieser Kerntheorie durch Brückennahmen ermöglicht zudem eine gezielte, transparente Integration verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse. Insgesamt betrachtet werden somit im Rahmen der Ursachenergründung umfangreiche Erklärungsmöglichkeiten systematisch auftretender Fehlentscheidungen erarbeitet, die unter der üblicherweise in der Ökonomik unterstellten Prämisse eines streng rational handelnden Entscheidungsträgers ausgeklammert bleiben.

Im Hinblick auf das übergeordnete, pragmatische Wissenschaftsziel, das in der vorliegenden Untersuchung verfolgt wird, leisten insbesondere die in die Arbeit eingebundenen empirischen Erkenntnisse einen Beitrag zur hohen Praxisrelevanz der vorliegenden Untersuchung. Die erarbeiteten Zusammenhänge zeigen Finanzmanagern aus der Praxis das Spektrum relevanter Rationalitätsdefizite auf und sensibilisieren diese für potentielle Ursachen ihrer Defizite. Das Wissen um die Relevanz der über das eigene Handeln begründbaren Rationalitätsdefizite befördert wiederum die Einsicht, dass eine Funktion der Rationalitätssicherung notwendig ist und dass diese nicht allein auf der Basis kritischer Selbstreflexionen ausgefüllt werden kann. Zudem bietet die Untersuchung Finanzmanagern aus der Praxis eine Hilfestellung zur Identifikation und Erklärung der jeweils maßgeblichen Rationalitätsdefizite sowie eine Orientierung, welche Maßnahmen umgesetzt werden können, um die jeweils relevanten Defizite zu adressieren.

Wie im abschließenden Abschnitt (Kapitel 5.2) noch auszuführen sein wird, bedingt die große Breite der Problemstellung der vorliegenden Untersuchung und das Ausmaß des Forschungsdefizits in diesem Bereich allerdings auch unterschiedliche Grenzen der Untersuchung, die Ansatzpunkte für weitere Forschungsarbeiten darstellen.

## **5.2 Grenzen der Untersuchung und Ausblick auf weiteren Forschungsbedarf**

Aus der Breite der Problemstellung sowie dem Ausmaß des Forschungsdefizits ergeben sich für die vorliegende Untersuchung unterschiedliche Grenzen. Die bestehenden Limitationen erstrecken sich über die gewählte Fokussierung der Untersuchung, die Aussagekraft der in der Untersuchung genutzten Fundierungen sowie die in der Untersuchung noch nicht behandelten Aspekte einer ganzheitlichen Konzeption des Finanzcontrollings. Diese Grenzen bilden Ansatzpunkte für lohnenswert erscheinende, weitergehende Forschungsarbeiten der behandelten Problemstellung.

Die aus der *gewählten Fokussierung* erwachsenden Grenzen der Untersuchung betreffen die in der Zielsetzung vorgenommene Selektion derjenigen Rationalitätsdefizite des Finanzmanage-

ments, die auf der Basis empirischer und/oder konzeptioneller Arbeiten direkt oder auch indirekt ableitbar sind. Einerseits dient diese Fokussierung dem Zweck, die Analyse der Rationalitätsdefizite sowie der Rationalitätssicherung auf diejenigen Aspekte der Aufgabenbewältigung im Finanzmanagement auszurichten, bei denen von einer hohen praktischen Relevanz auszugehen ist. Darüber hinaus dient diese Fokussierung einer bewussten Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes, um im Verlauf der Analyse Ausführungen erarbeiten zu können, die hinreichend konkret sind und somit einen vertieften Einblick in relevante Probleme des Finanzmanagements gewähren. Andererseits bedeutet diese Fokussierung aber auch, dass die geleistete Analyse der Identifikation, Erklärung und Adressierung systematisch auftretender Fehlentscheidungen im Finanzmanagement keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben kann. Obwohl auf der Grundlage der genannten Selektion für alle Aufgabenbereiche Rationalitätsdefizite identifiziert werden, ist durchaus davon auszugehen, dass noch weitere Defizite existieren, die vom Finanzcontrolling ebenfalls zu adressieren sind. Demzufolge bietet die Analyse der Rationalitätsproblematik im Finanzmanagement noch Raum für sich anschließende Forschungsarbeiten, die darauf abzielen, weitere Rationalitätsdefizite zu identifizieren, zu erklären und zu adressieren. Aufgrund der stetig wachsenden Bedeutung des Finanzmanagements ist davon auszugehen, dass diese Forschungsbemühungen sowohl aus theoretischer wie auch praktischer Perspektive eine hohe Relevanz besitzen.

Zudem fokussiert die Untersuchung im Hinblick auf die Ursachenergründung von Rationalitätsdefiziten in der Kategorie der kognitiven Beschränkungen lediglich diejenigen verhaltenswissenschaftlich belegbaren Phänomene, die auf das Handeln eines einzelnen Entscheidungsträgers abzielen. Ein darüber hinausgehendes Potential zur schlüssigen Erklärung von Rationalitätsdefiziten im Finanzmanagement bieten gleichfalls verhaltenswissenschaftlich fundierte Phänomene, die im Zusammenhang mit Gruppeneffekten stehen. Zukünftige Forschungsarbeiten zur verhaltensorientierten Analyse der Virulenz von Gruppeneffekten erscheinen somit lohnenswert.

Eine weitere Grenze liegt in der *Aussagekraft der in der Untersuchung genutzten Fundierungen* begründet. Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass trotz der umfangreich angelegten Literaturrecherche im Bereich der Finanz-, Controlling- und Verhaltensforschung der aktuelle Stand der Forschung weit davon entfernt ist, systematische Fehlentscheidungen deutscher Finanzmanager für das gesamte Aufgabenspektrum präzise zu belegen. Noch gravierender kommt dieses Forschungsdefizit im Bereich der Ursachenergründung und im Bereich der Adressierung systematischer Fehlentscheidungen zum Ausdruck. Das Spektrum der in der Untersuchung verwendeten Fundierungen reicht somit von konkreten Fundierungen zur Aufgabenbewältigung deutscher Finanzmanager über Fundierungen zur Aufgabenbewältigung der

(Finanz-)Manager anderer Länder bis hin zu Fundierungen, die (lediglich) das allgemeine menschliche Handeln betreffen. In der Konsequenz wird das große Forschungsdefizit zur gewählten Problemstellung in der vorliegenden Untersuchung an vielen Stellen durch neu erarbeitete Schlussfolgerungen und Explikationen, Analogiebildungen oder auch Plausibilitätsüberlegungen verkleinert, die einen hypothetischen Charakter besitzen.

Eine empirische Überprüfung dieser hypothetischen Aussagen stellt einen bedeutenden Ansatzpunkt für die zukünftige Forschung dar. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass eine Realisierung derartiger Forschungsbemühungen mit erheblichen Herausforderungen verbunden ist. Beispielsweise besteht die zentrale Herausforderung einer großzahlig, fragebogengestützten Befragung darin, potentielle Auskunftspersonen ausfindig zu machen, die sowohl dazu befähigt sind, das eigeninteressierte Handeln von Finanzmanagern und deren kognitive Beschränkungen einzuschätzen, als auch bereit sind, hierüber Auskunft zu erteilen. Wenn auch mit Einschränkungen, ist hinsichtlich der erstgenannten Herausforderung die Gruppe derjenigen Personen in Betracht zu ziehen, die Finanzmanagern überstellt sind. Hinsichtlich der zweitgenannten Herausforderung werden diese jedoch kaum eingestehen, dass sie Mitarbeiter beschäftigen, die systematisch auftretende Fehlentscheidungen treffen. Einen Beitrag zur Bewältigung dieser zweitgenannten Herausforderung kann allerdings die vorliegende Untersuchung leisten. Demnach kann der Versuch unternommen werden, einen Fragebogen zu konzipieren, der die erarbeiteten Zusammenhänge indirekt abfragt. In diesem Sinne sollte der Auskunft gebenden Person nicht bewusst sein, dass die von ihm gegebenen Antworten den auswertenden Forscher dazu befähigen, Rationalitätsdefizite abzuleiten und Rückschlüsse über die Relevanz des eigeninteressierten Handelns der Finanzmanager und deren kognitive Beschränkungen abzuleiten.

Schließlich stehen weitere Grenzen der vorliegenden Untersuchung im Zusammenhang mit den ***noch nicht tiefergehend behandelten Aspekten einer ganzheitlichen Konzeption des Finanzcontrollings***. Demnach erreicht die als Übersichtsarbeit angelegte Untersuchung trotz der genannten Fokussierungen eine große Breite. Daraus resultiert allgemein die Limitation, dass bei vielen Ausführungen eine noch konkretere Analyse erstrebenswert erscheint. Die strukturierte Identifikation, Erklärung und Adressierung der einzelnen Rationalitätsdefizite bietet somit Ansatzpunkte für sich anschließende Forschungsarbeiten, in denen einzelne Aspekte detaillierter beleuchtet werden. Zudem liegt eine weitere Grenze darin begründet, dass die vorliegende Untersuchung eine kontextübergreifende Erklärungsperspektive einnimmt und somit relevante Kontextfaktoren nicht näher analysiert werden. Tiefergehende Forschungsarbeiten, in denen beispielsweise der spezifische Einfluss unterschiedlicher Konzernstrukturen oder auch der spezifische Einfluss unterschiedlicher Branchen analysiert wird, können somit an der vorliegen-

---

den Untersuchung anknüpfen. Ferner ist die Frage von Interesse, welche Aufgabenträger die Funktion des Finanzcontrollings sinnvollerweise ausfüllen sollten. Diese Frage betrifft institutionale Aspekte, die in der vorliegenden Untersuchung aufgrund der Orientierung am funktionalen Verständnis des Finanzcontrollings nicht näher untersucht werden. Es ist jedoch zu wünschen, dass sich zukünftige Forschungsarbeiten intensiv mit der institutionalen Ausgestaltung des Finanzcontrollings auseinandersetzen, um einen weiteren Beitrag zur rationalen Aufgabebewältigung im Finanzmanagement zu leisten.

---

**Literaturverzeichnis**

- Achleitner, Ann-Kristin/Achleitner, Paul (1997):** Ansatzpunkte unternehmerischer Erfolgsstrategien (2.1.1.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement, Loseblattsammlung, Köln, S. 1-13.
- Achleitner, Ann-Kristin/Charifzadeh, Michel (2002):** Handbuch Investment Banking, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden.
- Adam, Dietrich (1996):** Planung und Entscheidung. Modelle - Ziele - Methoden. Mit Fallstudien und Lösungen, 4., vollständig überarbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, Wiesbaden.
- Adam, Dietrich (2000):** Investitionscontrolling, 3., völlig neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, München/Wien.
- Adam, Tim R./Fernando, Chitru S. (2006):** Hedging, Speculation, and Shareholder Value, in: Journal of Financial Economics, 81 (2), S. 283-309.
- Adler, Michael/Dumas, Bernard (1984):** Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement, in: Financial Management, 13 (2), S. 41-50.
- Aggarwal, Rajesh K./Samwick, Andrew A. (2006):** Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance and Managerial Incentives, in: Journal of Corporate Finance, 12 (3), S. 489-515.
- Agrawal, Anup/Mandelker, Gershon N. (1987):** Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions, in: Journal of Finance, 42 (4), S. 823-837.
- Ahn, Heinz/Dyckhoff, Harald (1997):** Organisatorische Effektivität und Effizienz, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 26 (1), S. 2-6.
- Albert, Hans (1977):** Individuelles Handeln und soziale Steuerung. Die ökonomische Tradition und ihr Erkenntnisprogramm, in: Lenk, Hans (Hrsg.): Handlungstheorien interdisziplinär IV. Sozialwissenschaftliche Handlungstheorien und spezielle systemwissenschaftliche Ansätze, München, S. 177-225.
- Albrecht, Peter (1997):** Wie man mit Finanzderivaten am sichersten Geld verliert – eine Praxisanleitung (mit Folgerungen für das Risikomanagement), in: Zeitschrift für Versicherungswesen, 48 (8), S. 202-211.
- Albrecht, Werner (1977):** Wechselkurssicherung: Die Möglichkeiten der Wechselkurssicherung und ihre Eignung für Bank- und Nichtbankunternehmen, Hamburg.
- Alchian, Armen A. (1965):** Some Economics of Property Rights, in: Il Politico, S. 816-829.
- Allais, Maurice (1953):** Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: Critique des postulats et axiomes de l'école Américaine [Rational man's behavior in the presence of risk: Critique of the postulates and axioms of the American school], in: Econometrica, 21, S. 503-546.
- Allayannis, George/Brown, Gregory W./Klapper, Leora F. (2003):** Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia, in: Journal of Finance, 58 (6), S. 2667-2709.
- Allayannis, George/Ihrig, Jane/Weston, James P. (2001):** Exchange Rate-Hedging: Financial versus Operational Strategies, in: American Economic Review, 91 (2), S. 391-395.

- Allayannis, George/Weston, James P. (2001):** The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value, in: *Review of Financial Studies*, 14 (1), S. 243-276.
- Allen, J. M./Norris, K. P. (1970):** Project Estimates and Outcomes in Electricity Generation Research, in: *Journal of Management Studies*, 7 (3), S. 271-287.
- Almeida, Heitor/Campello, Murillo/Weisbach, Michael S. (2004):** The Cash Flow Sensitivity of Cash, in: *Journal of Finance*, 59 (4), S. 1777-1804.
- Amason, Allen C. (1996):** Distinguishing the Effects of Functional and Dysfunctional Conflict on Strategic Decision Making, in: *Academy of Management Journal*, 39 (1), S. 123-148.
- Ambrosini, Véronique/Bowman, Cliff (2001):** Tacit Knowledge. Some Suggestions for Operationalization, in: *Journal of Management Studies*, 38 (6), S. 811-829.
- Amihud, Yakov/Mendelson, Haim (1986):** Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, in: *Journal of Financial Economics*, 17 (2), S. 223-249.
- Anthony, Robert N. (1965):** *Planning and Control Systems*, Boston.
- Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft (1994):** Investitions-Controlling - Zum Problem der Informationsverzerrung bei Investitionsentscheidungen in dezentralisierten Unternehmen, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 46 (11), S. 899-925.
- Arkes, Hal R. (1991):** Costs and Benefits of Judgment Errors: Implications for Debiasing, in: *Psychological Bulletin*, 110 (3), S. 486-498.
- Arkes, Hal R./Blumer, Catherine (1985):** The Psychology of Sunk Cost, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 35 (1), S. 124-140.
- Arkes, Hal R./Christensen, Caryn/Lai, Cheryl/Blumer, Catherine (1987):** Two Methods of Reducing Overconfidence, in: *Organizational Behavior & Human Performance*, 39 (1), S. 133-144.
- Arkes, Hal R./Faust, David/Guilmette, Thomas J./Hart, Kathleen (1988):** Eliminating the Hindsight Bias, in: *Journal of Applied Psychology*, 73 (2), S. 305-307.
- Arnold, Glen C. (2005):** *Handbook of Corporate Finance*, Harlow, UK.
- Arnold, Glen C./Hatzopoulos, Panos D. (2000):** The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 27 (5 & 6), S. 603-626.
- Arrow, Kenneth J. (1964):** The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing, in: *Review of Economic Studies*, 31 (April), S. 91-96.
- Arya, Anil/Fellingham, John C./Glover, Johnathan C. (1998):** Capital Budgeting: Some Exceptions to the Net Present Value Rule, in: *Issues in Accounting Education*, 13 (3), S. 499-508.
- Auernheimer, Frank (1994):** *In-house banking*, Erlangen-Nürnberg.
- Auer-Rizzi, Werner (1998):** *Entscheidungsprozesse in Gruppen. Kognitive und soziale Verzerrungstendenzen*, Wiesbaden.
- Aust, René (1999):** *Kostenrechnung als unternehmensinterne Dienstleistung*, Wiesbaden.
- Bach, Sabine/Bilgeri, Alexander/Brettel, Malte/Grothe, Martin/Langer, Christian/Miller, Axel/Schäffer, Utz/Weber, Jürgen (2002):** Grundmodell einer dynamischen Theorie ökonomischer Akteure, *Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), CCM-Forschungspapier Nr. 6*, Vallendar.



- Bach, Sabine/Brettel, Malte/Grothe, Martin/Schäffer, Utz/Weber, Jürgen (2001):** Grundmodell einer dynamischen Theorie ökonomischer Akteure, in: Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (Hrsg.): Rationalitätssicherung der Führung - Beiträge zu einer Theorie des Controlling, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 95-104.
- Baker, Malcolm/Greenwood, Robin/Wurgler, Jeffrey (2003):** The Maturity of Debt Issues and Predictable Variation in Bond Returns, in: Journal of Financial Economics, 70 (2), S. 261-291.
- Baker, Malcolm/Ruback, Richard S./Wurgler, Jeffrey (2005):** Behavioral Corporate Finance: A Survey, Working Paper, Dartmouth.
- Baker, Malcolm/Stein, Jeremy C./Wurgler, Jeffrey (2003):** When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms, in: Quarterly Journal of Economics, 118 (3), S. 969-1005.
- Baker, Malcolm/Wurgler, Jeffrey (2002):** Market Timing and Capital Structure, in: Journal of Finance, 57 (1), S. 1-32.
- Baker, Malcolm/Wurgler, Jeffrey (2004):** A Catering Theory of Dividends, in: Journal of Finance, 59 (3), S. 1125-1165.
- Bank, Matthias (2001):** Finanzintermediation, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 836-847.
- Barber, Brad M./Odean, Terrance (2000):** Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, in: Journal of Finance, 55 (2), S. 773-806.
- Barber, Brad M./Odean, Terrance (2001):** Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, in: Quarterly Journal of Economics, 116 (1), S. 261-292.
- Barberis, Nicholas/Huang, Ming (2001):** Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns, in: Journal of Finance, 56 (4), S. 1247-1292.
- Barberis, Nicholas/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (1998):** A Model of Investor Sentiment, in: Journal of Financial Economics, 49 (3), S. 307-343.
- Barberis, Nicholas/Thaler, Richard (2003):** A Survey of Behavioral Finance, in: Constantinides, George M./Harris, Milton/Stulz, René (Hrsg.): Handbook of the Economics of Finance, Amsterdam, S. 1052-1114.
- Barclay, Michael J./Smith, Clifford W. Jr. (1995):** The Maturity Structure of Corporate Debt, in: Journal of Finance, 50 (2), S. 609-631.
- Bar-Hillel, Maya (1980):** The Base-Rate Fallacy in Probability Judgment, in: Acta Psychologica, 44 (3), S. 211-233.
- Barnea, Amir/Haugen, Robert A./Senbet, Lemma W. (1980):** A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework, in: Journal of Finance, 35 (5), S. 1223-1234.
- Baron, David P. (1982):** A Model of the Demand for Investment Banking and Advising and Distribution Services for New Issues, in: Journal of Finance, 37 (4), S. 955-976.
- Bartram, Söhnke M. (1999):** Corporate Risk Management: Eine empirische Analyse der finanzwirtschaftlichen Exposures deutscher Industrie- und Handelsunternehmen, Bad Soden.

- Bartram, Söhnke M. (2000):** Verfahren zur Schätzung finanzwirtschaftlicher Exposures von Nichtbanken, in: Johanning, Lutz/Rudolph, Bernd (Hrsg.): Handbuch des Risikomanagements, Band 2, Bad Soden, S. 1267-1294.
- Bartram, Söhnke M. (2004):** Linear and Nonlinear Foreign Exchange Rate Exposures of German Nonfinancial Corporations, in: Journal of International Money & Finance, 23 (4), S. 673-699.
- Bartram, Söhnke M./Brown, Gregory W./Fehle, Frank R. (2006):** International Evidence on Financial Derivatives Usage, Working Paper, Lancaster, UK.
- Bartram, Söhnke M./Dufey, Günter/Frenkel, Michael R. (2005):** A Primer on the Exposure of Non-Financial Corporations to Foreign Exchange Rate Risk, in: Journal of Multinational Financial Management, 15 (4 & 5), S. 394-413.
- Bassen, Alexander/Braun, Sonja (2005):** Überblick über das Finanzcontrolling, in: Schäffer, Utz/Weber, Jürgen (Hrsg.): Bereichscontrolling. Funktionsspezifische Anwendungsfelder, Methoden und Instrumente, Stuttgart, S. 281-301.
- Bazerman, Max H. (1998):** Judgment in Managerial Decision Making, New York et al.
- Bazerman, Max H./Chugh, Dolly (2006):** Decisions Without Blinders, in: Harvard Business Review, 84 (Special Issue January), S. 88-97.
- Beck, Matthias S. (1990):** Devisenmanagement: Wechselkursrisiken aus operativer und strategischer Sicht, Nachdruck der 1. Auflage von 1989, Wiesbaden.
- Becker, Fred G. (1990):** Anreizsysteme für Führungskräfte. Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart.
- Becker, Gary S. (1976):** The Economic Approach to Human Behavior, Chicago.
- Becker, Gary S. (1993):** Nobel Lecture: The Economic Way of Looking at Behavior, in: Journal of Political Economy, 101 (3), S. 385-409.
- Becker, Gernot M. (1998):** Value at Risk-Modelle für das Finanzrisiko-Management, in: Das Wirtschaftsstudium, 27 (4), S. 392-396.
- Becker, Jürgen (2003):** Die Entscheidungsanomalien des homo oeconomicus, in: Beckenbach, Frank/Hampicke, Ulrich/Leipert, Christian/Meran, Georg/Minsch, Jürg/Nutzinger, Hans G./Pfriem, Reinhard/Weimann, Joachim/Wirl, Franz/Witt, Ulrich (Hrsg.): Psychologie und Umweltökonomik. Jahrbuch Ökologische Ökonomik, Marburg, S. 41-83.
- Beecroft, Rick (2006):** The Evolution of 'Load-Balanced'-Treasury, in: Financial Executive, 23 (6), S. 60.
- Beer, Artur/Goj, Wolfram (1996):** Zinsrisikomanagement mit Ablaufbilanz und Barwertmethode, Stuttgart.
- Beike, Rolf/Barckow, Andreas (2002):** Risk-Management mit Finanzderivaten: Steuerung von Zins- und Währungsrisiken. Studienbuch mit Aufgaben, 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Bell, David E. (1982):** Regret in Decision Making under Uncertainty, in: Operations Research, 30 (5), S. 961-981.
- Bell, David E. (1985):** Disappointment in Decision Making Under Uncertainty, in: Operations Research, 33 (1), S. 1-27.

- Bellinger, Bernhard (1993):** Allgemeine und spezielle Betriebswirtschaftslehre(n), in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Wysocki, Klaus von (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1 (A-H), 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 68-84.
- Belsky, Gary (2001):** Why So Many People (Not You, Of Course) Made So Many Brain-Dead Investments (And How Not to Make Them Again), in: *Business 2.0*, 2 (7), S. 192-194.
- Belsky, Gary/Gilovich, Thomas (2000):** Why Smart People Make Big Money Mistakes and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics, New York et al.
- Benartzi, Shlomo/Thaler, Richard H. (2001):** Naive Diversifications Strategies in Defined Contribution Saving Plans, in: *American Economic Review*, 91 (1), S. 79-98.
- Ben-David, Itzhak (2004):** Optimism in Managerial Forecasts and Plans, Working Paper, University of Chicago.
- Benson, P. George/Onkal, Dilek (1992):** The Effects of Feedback and Training on the Performance of Probability Forecasters, in: *International Journal of Forecasting*, 8 (4), S. 559-573.
- Berger, Philip G./Ofek, Eli (1995):** Diversification's Effect on Firm Value, in: *Journal of Financial Economics*, 37 (1), S. 39-65.
- Berger, Philip G./Ofek, Eli/Yermack, David L. (1997):** Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, in: *Journal of Finance*, 52 (4), S. 1411-1438.
- Berkman, Henk/Bradbury, Michael E. (1996):** Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives, in: *Financial Management*, 25 (2), S. 5-13.
- Berkman, Henk/Bradbury, Michael E./Magan, Stephen (1997):** An International Comparison of Derivatives Use, in: *Financial Management*, 26 (4), S. 69-73.
- Berkovitch, Elazar/Israel, Ronen/Spiegel, Yossef (2000):** Managerial Compensation and Capital Structure, in: *Journal of Economics & Management Strategy*, 9 (4), S. 549-584.
- Berthel, Jürgen (1997):** Personal-Management. Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 5., aktualisierte und korrigierte Auflage, Stuttgart.
- Bertrand, Marianne/Schoar, Antoinette (2003):** Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies, in: *Quarterly Journal of Economics*, 118 (4), S. 1169-1208.
- Besharov, Gregory (2004):** Second-Best Considerations in Correcting Cognitive Biases, in: *Southern Economic Journal*, 71 (1), S. 12-20.
- Bessler, Wolfgang/Thies, Stefan (2001):** Kapitalstruktur - Grundlagen (2.1.2), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): *Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen*, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-20.
- Betsch, Oskar/Groh, Alexander/Lohmann, Lutz (2000):** Corporate Finance. Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Biais, Bruno/Hilton, Denis/Mazurier, Karine/Pouget, Sébastien (2005):** Judgemental Overconfidence, Self-Monitoring, and Trading Performance in an Experimental Financial Market, in: *Review of Economic Studies*, 72 (2), S. 287-312.
- Bierhoff, Hans-Werner (2001):** Attribution, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): *Lexikon der Psychologie*. In fünf Bänden, Band 1 (A-E), Heidelberg/Berlin, S. 145-147.

- Bierman, Harold Jr./Smidt, Seymour (1993):** The Capital Budgeting Decision. Economic Analysis of Investment Projects, 8th Edition, New York et al.
- Bischoff, Erich (1989):** Determinanten des Cash Managements im internationalen Industrieunternehmen unter Berücksichtigung der Einsatzmöglichkeiten von kurzfristigen Finanzplanungsmodellen, Göttingen, zugleich Dissertation Georg-August-Universität Göttingen.
- Bitz, Michael (1989):** Erscheinungsformen und Funktionen von Finanzintermediären, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 18 (10), S. 430-436.
- Blanchard, Olivier Jean/Lopez-De-Silanes, Florencio/Shleifer, Andrei (1994):** What Do Firms Do With Cash Windfalls?, in: Journal of Financial Economics, 36 (3), S. 337-360.
- Blazek, Alfred/Deyhle, Albrecht/Eiselmayer, Klaus (2002):** Finanz-Controlling: Planung und Steuerung von Finanzen und Bilanzen, 7., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Offenburg.
- Blohm, Hans/Lüder, Klaus (1991):** Investition. Schwachstellen im Investitionsbereich des Industriebetriebes und Wege zu ihrer Beseitigung, 7., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Blohm, Hans/Lüder, Klaus/Schaefer, Christina (2006):** Investition. Schwachstellenanalyse des Investitionsbereichs und Investitionsrechnung, 9., überarbeitete und aktualisierte Auflage, München.
- Bodie, Zvi/Merton, Robert C. (1998):** Finance, Preliminary Edition, Upper Saddle River, NJ.
- Bodnar, Gordon M./Gebhardt, Günther (1999):** Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms - A Comparative Survey, in: Journal of International Financial Management & Accounting, 10 (3), S. 153-187.
- Bodnar, Gordon M./Hayt, Gregory S./Marston, Richard C. (1998):** 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by US-Non-Financial Firms, in: Financial Management, 27 (4), S. 70-91.
- Boettger, Ulrich (1995):** Cash-Management internationaler Konzerne. Strategien – Organisation - Umsetzung, Wiesbaden, zugleich Dissertation Hochschule St. Gallen, 1994.
- Bolger, Fergus/Harvey, Nigel (1993):** Context-sensitive Heuristics in Statistical Reasoning [Special issue: The Cognitive Psychology of Reasoning], in: Quarterly Journal of Experimental Psychology, 46A (4), S. 779-811.
- Bösl, Konrad (1997a):** Finanzcontrolling, in: Küpper, Hans-Ulrich/Weber, Jürgen (Hrsg.): Taschenlexikon Controlling, Stuttgart, S. 117-118.
- Bösl, Konrad (1997b):** Treasuring, (Hrsg.): Taschenlexikon Controlling, Stuttgart, S. 321.
- Bosse, Christian (2000):** Investitionsmanagement in divisionalen Unternehmen: Strategiebestimmung, Koordination von Investitionsentscheidungen und Anreizsysteme, Chemnitz.
- Botosan, Christine A./Plumlee, Marlene A. (2002):** A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, in: Journal of Accounting Research, 40 (1), S. 21-40.
- Bourgine, Paul/Nadal, Jean-Pierre (Hrsg.) (2004):** Cognitive Economics: an Interdisciplinary Approach, Berlin.
- Bramsemann, Rainer (1990):** Handbuch Controlling: Methoden und Techniken, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Bramsemann, Urs/Heineke, Carsten/Kunz, Jennifer (2004):** Verhaltensorientiertes Controlling - Konturierung und Entwicklungsstand einer Forschungsperspektive, in: Die Betriebswirtschaft, 64 (5), S. 550-570.

- Brav, Alon/Graham, John/Harvey, Campbell R./Michaely, Roni (2004):** Payout Policy in the 21st Century, Working Paper, Duke University.
- Braybrooke, David/Lindblom, Charles E. (1963):** A Strategy of Decision, New York.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C. (2003):** Principles of Corporate Finance, 7th Edition, New York et al.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C. (2004):** Perspektiven der Finanzforschung - Ein Interview mit Prof. Dr. Brealey (LBS) und Prof. Dr. Myers (MIT), in: Zeitschrift für Controlling & Management, 48 (3), S. 150-151.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin (2006):** Corporate Finance, 8th Edition, Boston et al.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Marcus, Alan J. (1995):** Fundamentals of Corporate Finance, International Edition, New York et al.
- Breeden, Douglas/Viswanathan, S. (1996):** Why Do Firms Hedge? An Asymmetric Information Model, Working Paper, Duke University.
- Brehmer, Berndt (1980):** In One Word: Not from Experience, in: Acta Psychologica, 45 (1-3), S. 223-241.
- Breid, Volker (1995):** Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47 (9), S. 821-854.
- Brennan, Michael/Kraus, Alan (1987):** Efficient Financing under Asymmetric Information, in: Journal of Finance, 42 (5), S. 1225-1243.
- Breuer, Wolfgang (1998):** Finanzierungstheorie. Eine systematische Einführung, Wiesbaden.
- Breuer, Wolfgang/Perst, Achim/Stolz, Olaf (2005):** Behavioral Corporate Finance, in: Bank-Archiv, 53 (3), S. 153-162.
- Brockner, Joel (1992):** The Escalation of Commitment to a Failing Course of Action: Toward Theoretical Progress, in: Academy of Management Review, 17 (1), S. 39-61.
- Brockner, Joel/Rubin, Jeffrey/Fine, Judy/Hamilton, Thomas/Thomas, Barbara/Turetsky, Beth (1982):** Factors Affecting Entrapment in Escalating Conflicts: The Importance of Timing, in: Journal of Research in Personality, 61 (2), S. 247-266.
- Brockner, Joel/Shaw, Myril C./Rubin, Jeffrey Z. (1979):** Factors Affecting Withdrawal from an Escalating Conflict: Quitting Before it's Too Late, in: Journal of Experimental Social Psychology, 15 (5), S. 492-503.
- Broll, Udo/Wahl, Jack (2005):** Wechselkursschwankungen und Risikocontrolling, in: Controlling, 17 (7), S. 397-401.
- Bromiley, Philip/James-Wade, Sharon (2003):** Putting Rational Blinders Behind Us: Behavioural Understandings of Finance and Strategic Management, in: Long Range Planning, 36 (1), S. 37-48.
- Bronner, Rolf (1993):** Entscheidungsverhalten, in: Hauschildt, Jürgen/Grün, Oskar (Hrsg.): Ergebnisse empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung: Zu einer Realtheorie der Unternehmung, Stuttgart, S. 713-746.
- Brounen, Dirk/De Jong, Abe/Koedijk, Kees (2004):** Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice, in: Financial Management, 33 (4), S. 71-101.

- Broussard, John Paul/Buchenroth, Sheree A./Pilotte, Eugene A. (2004):** CEO Incentives, Cash Flow, and Investment, in: *Financial Management*, 33 (2), S. 51-70.
- Brown, Gregory W. (2001):** Managing Foreign Exchange Risk with Derivatives, in: *Journal of Financial Economics*, 60 (2-3), S. 401-448.
- Brown, Gregory W./Crabb, Peter R./Haushalter, David (2003):** Are Firms Successful at Selective Hedging?, Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill, NC.
- Brühwiler, Bruno (2003):** Risk Management als Führungsaufgabe. Methoden und Prozesse der Risikobewältigung für Unternehmen, Organisationen, Produkte und Projekte, Bern et al.
- Bruner, Robert F./Eades, Kenneth M./Harris, Robert S./Higgins, Robert C. (1998):** Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis, in: *Financial Practice & Education*, 8 (1), S. 13-28.
- Buckley, Adrian (2004):** *Multinational Finance*, 5th Edition, Harlow et al.
- Buckley, Adrian/Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F. (2000):** *Finanzmanagement europäischer Unternehmen*, New York et al.
- Bühler, Wolfgang (1998):** Risikocontrolling in Industrieunternehmen, in: Börsig, Clemens/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): *Controlling und Rechnungswesen im internationalen Wettbewerb*, Stuttgart, S. 205-233.
- Burger, Anton/Buchhart, Anton (2002):** *Risiko-Controlling*, München/Wien.
- Burger, Anton/Ulbrich, Philipp R. (2005):** *Beteiligungscontrolling*, München/Wien.
- Büschgen, Hans E. (1997):** *Internationales Finanzmanagement*, 3., völlig neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Frankfurt am Main.
- Busse, Franz-Joseph (2003):** *Grundlagen der Finanzwirtschaft*, 5., völlig überarbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, München/Wien.
- Butler, Kirt C. (2004):** *Multinational Finance*, 3rd Edition, Cincinnati, OH.
- Camerer, Colin F. (1997):** Progress in Behavioral Game Theory, in: *Journal of Economic Perspectives*, 11 (4), S. 167-188.
- Camerer, Colin F. (1999):** Behavioral Economics: Reunifying Psychology and Economics, in: *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 96 (19), S. 10575-10577.
- Camerer, Colin F. (2004):** Prospect Theory in the Wild: Evidence from the Field, in: Camerer, Colin F./Loewenstein, George/Rabin, Matthew (Hrsg.): *Advances in Behavioral Economics*, Princeton, S. 148-161.
- Camerer, Colin F./Hogarth, Robin M. (1999):** The Effects of Financial Incentives in Experiments: A Review and Capital-Labor-Production Framework, in: *Journal of Risk and Uncertainty*, 19 (1-3), S. 7-42.
- Camerer, Colin F./Lovallo, Dan (1999):** Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach, in: *American Economic Review*, 89 (1), S. 306-318.
- Carpenter, Jennifer N. (2000):** Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite?, in: *Journal of Finance*, 55 (5), S. 2311-2331.
- Carr, Chris/Tomkins, Cyril (1998):** Context, Culture and the Role of the Finance Function in Strategic Decisions. A Comparative Analysis of Britain, Germany, the USA and Japan, in: *Management Accounting Research*, 9 (2), S. 213-239.

- Carter, David A./Rogers, Daniel A./Simkins, Betty J. (2006):** Does Hedging Affect Firm Value? Evidence from the US Airline Industry, in: *Financial Management*, 35 (1), S. 53-86.
- Ceran, Jennifer (2002):** The Role of Today's Corporate Treasurer in Cash Management, in: Anita, C. (Hrsg.): *Effective Cash Management. Concepts and Cases*, Hyderabad, S. 10-15.
- Chakraborty, Atreya/Sheikh, Shahbaz/Subramanian, Narayanan (2007):** Termination Risk and Managerial Risk Taking, in: *Journal of Corporate Finance*, 13 (1), S. 170-188.
- Chang, Chun (1993):** Payout Policy, Capital Structure, and Compensation Contracts when Managers Value Control, in: *Review of Financial Studies*, 6 (4), S. 911-933.
- Chapey, F. J. (1996):** VAR: A New Tool for Corporate Treasury, in: *TMA Journal*, 2 (2), S. 22-28.
- Childs, Paul D./Mauer, David C. /Ott, Steven H. (2005):** Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts, in: *Journal of Financial Economics*, 76 (3), S. 667-690.
- Chmielewicz, Klaus (1994):** *Forschungskonzeptionen der Wirtschaftswissenschaft*, 3. Auflage, Stuttgart.
- Chowdhry, Bhagwan/Howe, Jonathan T. B. (1999):** Corporate Risk Management for Multinational Corporations: Financial and Operating Hedging Policies, in: *European Financial Review*, 2 (2), S. 229-246.
- Clemen, Robert T./Lichtendahl, Kenneth C. Jr. (2002):** Debiasing Expert Overconfidence: A Bayesian Calibration Model, Working Paper, Duke University.
- Coase, Ronald H. (1960):** The Problem of Social Costs, in: *Journal of Law and Economics*, 3 (October), S. 1-44.
- Coleman, James S. (1990):** *Foundations of Social Theory*, Cambridge.
- Coles, Jeffrey L./Daniel, Naveen D./Naveen, Lalitha (2006):** Managerial Incentives and Risk-Taking, in: *Journal of Financial Economics*, 79 (2), S. 431-468.
- Coles, Jeffrey L./Loewenstein, Uri/Suay, Jose (1995):** On Equilibrium Pricing under Parameter Uncertainty, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 30 (3), S. 347-364.
- Conlisk, John (1996):** Why Bounded Rationality?, in: *Journal of Economic Literature*, 34 (2), S. 669-700.
- Conlon, Donald/Leatherwood, Marya (1989):** Sunk Costs and Financial Decision Making, in: Lee, Cheng (Hrsg.): *Advances in Financial Planning and Forecasting*, Greenwich, S. 37-61.
- Connolly, Terry/Ordóñez, Lisa (2003):** Judgment and Decision Making, in: Borman, Walter C./Ilgen, Daniel R./Klimoski, Richard J. (Hrsg.): *Handbook of Psychology*, Hoboken, NJ, S. 493-517.
- Cooper, Robert (2004):** *Corporate Treasury and Cash Management*, Hampshire/New York.
- Cornell, Bradford/Shapiro, Alan C. (1983):** Managing Foreign Exchange Risks, in: *Midland Corporate Finance Journal*, 1 (3), S. 16-31.
- Cornford, Andrew (1996):** Some Recent Innovations in International Finance: Different Faces of Risk Management and Control, in: *Journal of Economic Issues*, 30 (2), S. 493-508.
- Crabbe, Matthew (1986):** Inside the new In-House-Banks, in: *Euromoney*, 1986 (2), S. 24-41.

- Creyer, Elizabeth H./Bettman, James R./Payne, John W. (1990):** The Impact of Accuracy and Effort Feedback and Goals on Adaptive Decision Behavior, in: *Journal of Behavioral Decision Making*, 3 (1), S. 1-16.
- Dahlhausen, Volker (1996):** Corporate Banking multinationalaler Unternehmungen als Substitutionskonkurrenz auf dem Bankleistungsmarkt, Hamburg, zugl. Dissertation Freie Universität Berlin.
- Dahmen, Andreas/Jacobi, Phillip/Roßbach, Peter (2003):** Corporate Banking: Zukunftsorientierte Strategien im Firmenkundengeschäft, 2., veränderte Auflage, Frankfurt am Main.
- Däumler, Klaus-Dieter (2003):** Grundlagen der Investitions- und Wirtschaftlichkeitsrechnung, 11., neubearbeitete Auflage, Herne/Berlin.
- Dauten, Carl A. (1948):** *Business Finance*, Englewood Cliffs, NJ.
- De Bondt, Werner F. M./Thaler, Richard H. (1985):** Does the Stock Market Overreact?, in: *Journal of Finance*, 40 (3), S. 793-805.
- De Bondt, Werner F. M./Thaler, Richard H. (1995):** Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective, in: Jarrow, Robert A./Maksimovic, Voijslav/Ziembra, William T. (Hrsg.): *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*, Amsterdam et al., S. 385-410.
- De Long, J. Bradford/Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H./Waldmann, Robert J. (1990):** Noise Trader Risk in Financial Markets, in: *Journal of Political Economy*, 98 (4), S. 703-738.
- De Motta, Adolfo (2003):** Managerial Incentives and Internal Capital Markets, in: *Journal of Finance*, 58 (3), S. 1193-1220.
- Debreu, Gerard (1965):** *The Theory of Value*, 3rd Edition, New York.
- Dechow, Patricia M./Sloan, Richard G. (1991):** Executive Incentives and the Horizon Problem. An Empirical Investigation, in: *Journal of Accounting & Economics*, 14 (1), S. 51-89.
- Deller, Dominic/Stubenrath, Michael/Weber, Christoph (1999):** A Survey on the Use of the Internet for Investor Relations in the USA, the UK and Germany, in: *European Accounting Review*, 8 (2), S. 351-364.
- DeMarzo, Peter M./Duffie, Darrell (1995):** Corporate Incentives for Hedging and Hedge Accounting, in: *Review of Financial Studies*, 8 (3), S. 743-771.
- Demsetz, Harold (1967):** Toward a Theory of Property Rights, in: *American Economic Review*, 57 (2), S. 347-359.
- Denzau, Arthur T./North, Douglas C. (1994):** Shared Mental Models: Ideologies and Institutions, in: *Kyklos*, 47 (1), S. 3-31.
- Dewing, Arthur S. (1920):** *The Financial Policy of Corporations*, 1. Auflage, New York.
- Dittmar, Amy/Mahrt-Smith, Jan/Servaes, Henri (2003):** International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38 (1), S. 111-133.
- Dolde, Walter (1993):** The Trajectory of Corporate Financial Risk Management, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), S. 33-41.
- Dolde, Walter (1995):** Hedging, Leverage, and Primitive Risk, in: *Journal of Financial Engineering*, 4 (2), S. 187-216.



- Dolfe, Marie/Koritz, Anna (1999):** European Cash Management - A Guide to Best Practice, Chichester et al.
- Dombret, Andreas R. (1987):** Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik, Frankfurt am Main.
- Donaldson, Gordon (1961):** Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity, Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Donath, Peter (2000):** Ausrichtung des Finanzcontrolling in Unternehmen zu einem Cash-Management, in: *Betrieb & Wirtschaft*, 54 (3), S. 81-87.
- Douglas, Alan V. S. (2002):** Capital Structure and the Control of Managerial Incentives, in: *Journal of Corporate Finance*, 8 (4), S. 287-311.
- Dowd, K. (1998):** Beyond Value at Risk. The New Science of Risk Management, Chichester/New York.
- Drobetz, Wolfgang/Pensa, Pascal/Wöhle, Claudia B. (2006):** Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76 (3), S. 253-285.
- Drukarczyk, Jochen (1993):** Theorie und Politik der Finanzierung, 2., völlig neu gestaltete Auflage, München.
- Drukarczyk, Jochen (2003):** Finanzierung, 9., neu bearbeitete Auflage, Stuttgart.
- Drukarczyk, Jochen/Lobe, Sebastian/Schüler, Andreas (2002):** Finanzmanagement, in: Küpper, Hans-Ulrich/Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): *Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling*, 4., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 558-568.
- Drury, Colin/Tayles, Mike (1997):** The Misapplication of Capital Investment Appraisal Techniques, in: *Management Decision*, 35 (2), S. 86-93.
- Duch, Jan (2005):** Risikoberichterstattung mit Cash-Flow at Risk-Modellen. Ökonomische Analyse einer Risikoquantifizierung im Risikobericht, Frankfurt am Main et al.
- Dunbar, Craig G. (2000):** Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, in: *Journal of Financial Economics*, 55 (1), S. 3-41.
- Ebert, Christof (2006):** Risikomanagement kompakt, München.
- Edelmann, Walter (2001):** Lernen, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): *Lexikon der Psychologie*. In fünf Bänden, Band 2 (F-L), Heidelberg/Berlin, S. 451-455.
- Eggemann, Gerd/Konradt, Thomas (2000):** Risikomanagement nach KonTraG aus dem Blickwinkel des Wirtschaftsprüfers, in: *Betriebs-Berater*, 55 (10), S. 503-509.
- Eichenberger, Reinhard (1992):** Verhaltensanomalien und Wirtschaftswissenschaft. Herausforderung, Reaktionen, Perspektiven, Wiesbaden.
- Eije, Henk von/Westerman, Wim (2002):** Multinational Cash Management and Conglomerate Discounts in the Euro Zone, in: *International Business Review*, 11 (4), S. 453-464.
- Eilenberger, Guido (1986):** Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurs-sicherung, 2., völlig neu bearbeitete und stark erweiterte Auflage, Frankfurt am Main.
- Eilenberger, Guido (1987):** Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen, 2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Heidelberg.

- Eilenberger, Guido (2003):** Betriebliche Finanzwirtschaft. Einführung in Investition, Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmen, 7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Eisenführ, Franz (2002):** Entscheidungstheorie, in: Küpper, Hans-Ulrich/Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling, 4., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 359-369.
- Eisenführ, Franz/Weber, Martin (2003):** Rationales Entscheiden, 4., neu bearbeitete Auflage, Berlin et al.
- Elgin, Peggie R. (1991):** Making Treasury an In-House Bank: As Centralized Power Station, Treasury Electrifies Bottom Station, in: Corporate Cashflow, 1991 (July), S. 32-37.
- Ellsberg, Daniel (1961):** Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms, in: Quarterly Journal of Economics, 75, S. 643-669.
- Epley, Nicholas/Gilovich, Thomas (2005):** When Effortful Thinking Influences Judgmental Anchoring: Differential Effects of Forewarning and Incentives on Self-Generated and Externally Provided Anchors, in: Journal of Behavioral Decision Making, 18 (3), S. 199-212.
- Ertl, Manfred (2000):** Finanzmanagement in der Unternehmenspraxis. Das Handbuch für Ertragsoptimierung, Liquiditätssteuerung und Risikosteuerung, München.
- Ertl, Manfred (2001):** Devisenmanagement (5.4.3), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-28.
- Eschenbach, Rolf (2001):** Grundlagen des Controllings (9.2.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-22.
- Everling, Oliver (1991):** Credit Rating durch internationale Agenturen, Wiesbaden.
- Ewert, Ralf (1992):** Controlling, Interessenkonflikte und asymmetrische Information, in: Betriebswirtschaftliche Forschung & Praxis, 44 (4), S. 277-303.
- Faleye, Olubunmi (2004):** Cash and Corporate Control, in: Journal of Finance, 59 (5), S. 2041-2060.
- Fama, Eugene F. (1991):** Efficient Capital Markets: II, in: Journal of Finance, 46 (5), S. 1575-1617.
- Fama, Eugene F./French, Kenneth R. (2002):** Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt, in: Review of Financial Studies, 15 (1), S. 1-33.
- Fanselow, Karl-Heinz (1993):** Finanzierung besonderer Unternehmensphasen (Management-Buy-Out, Management-Buy-In, Spin-Off, Existenzgründung, Innovationsvorhaben), in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München, S. 383-399.
- Fatemi, Ali/Glaum, Martin (2000):** Risk Management Practices in German Firms, in: Managerial Finance, 26 (3), S. 1-17.
- Fatemi, Ali/Luft, Carl (2002):** Corporate risk management - Costs and benefits, in: Global Finance Journal, 13 (1), S. 29-38.
- Faulkender, Michael (2005):** Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt, in: Journal of Finance, 60 (2), S. 931-962.

- Fenton-O’Creevy, Mark/Nicholson, Nigel/Soane, Emma/Willman, Paul (2003):** Trading on Illusions: Unrealistic Perceptions of Control and Trading Performance, in: *Journal of Occupational & Organizational Psychology*, 76 (1), S. 53-68.
- Ferber, Marco/Nitzsch, Rüdiger von (2004):** Die Bedeutung von Vertrauen bei Investor Relations, in: *Finanz Betrieb*, 2004 (12), S. 818-824.
- FERF/FMIC/NACT (2003):** Financial Executives Research Foundation (FERF), Factory Mutual Insurance Company (FMIC) and National Association of Corporate Treasurers (NACT): Protecting Value Study - Has the World of Risk Really Changed?, Johnston, RI.
- Ferreira, Miguel A./Vilela, Antonio S. (2004):** Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries, in: *European Financial Management*, 10 (2), S. 295-319.
- Fertakis, John P. (1988):** *The Corporate Director's Financial Handbook*, New York et al.
- Festinger, Leon (1957):** *A Theory of Cognitive Dissonance*, Stanford.
- Fickert, Reiner/Geuppert, Florian/Künzle, Andreas (2003):** *Finanzcontrolling für Nicht-Finanz-Spezialisten*, Bern et al.
- Figlewski, Stephen (1994):** How to Lose Money in Derivatives, in: *The Journal of Derivatives*, 2 (2), S. 75-82.
- Finke, Robert (2005):** *Grundlagen des Risikomanagements. Quantitative Risikomanagement-Methoden für Einsteiger und Praktiker*, Weinheim.
- Fischhoff, Baruch (1982):** Debiasing, in: Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos (Hrsg.): *Judgement under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge, S. 422-444.
- Fischhoff, Baruch/Beyth, Ruth (1975):** "I knew it would happen": Remembered Probabilities of Once-Future Things, in: *Organizational Behavior & Human Performance*, 13 (1), S. 1-16.
- Flannery, Mark J. (1986):** Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, in: *Journal of Finance*, 41 (1), S. 19-37.
- Flood, Eugene, Jr./Lessard, Donald R. (1986):** On the Measurement of Operating Exposure to Exchange Rates: A Conceptual Approach, in: *Financial Management*, 15 (1), S. 25-36.
- Florissen, Andreas (2005):** *Preiscontrolling. Rationalitätssicherung im Preismanagement*, Wiesbaden.
- Fong, Geoffrey T./Krantz, David H./Nisbett, Richard E. (1986):** The Effects of Statistical Training on Thinking about Everyday Problems, in: *Cognitive Psychology*, 18 (3), S. 253-292.
- Fong, Geoffrey T./Nisbett, Richard E. (1991):** Immediate and Delayed Transfer of Training Effects in Statistical Reasoning, in: *Journal of Experimental Psychology*, 120 (1), S. 34-45.
- Franke, Günter/Hax, Herbert (1999):** *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 4., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Berlin et al.
- Franke, Günter/Hax, Herbert (2003):** *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 5., überarbeitete Auflage, Berlin et al.
- Franke, Reimund (1995):** *Finanz-Controlling*, in: Franke, Reimund/Kötzle, Alfred (Hrsg.): *Controlling der Unternehmensbereiche. Zielorientierte Steuerung betrieblicher Funktionen*, 1. Auflage, Frankfurt am Main, S. 207-227.

- Franzetti, Claudio (1998):** Riskmanagement. Zur umfassenden Analyse und wirkungsvollen Kontrolle finanznaher Risiken, 1. Auflage, Zürich.
- Freedman, Jonathan L./Fraser, Scott C. (1966):** Compliance Without Pressure: The Foot-In-The-Door Technique, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 4 (2), S. 195-202.
- French, Kenneth R./Poterba, James M. (1991):** Investor Diversification and International Equity Markets, in: *American Economic Review*, 81 (2), S. 222-226.
- Frese, Erich (1990):** Das Profit-Center-Konzept im Spannungsfeld von Organisation und Rechnungswesen, in: Ahlert, Dieter/Franz, Klaus-Peter/Göppl, Hermann (Hrsg.): *Finanz- und Rechnungswesen als Führungsinstrument*, Wiesbaden, S. 137-155.
- Fromlet, Hubert (2001):** Behavioral Finance-Theory and Practical Application, in: *Business Economics*, 36 (3), S. 63-69.
- Froot, Kenneth A./Dabora, Emil M. (1999):** How are Stock Prices Affected by the Location of Trade?, in: *Journal of Financial Economics*, 53 (1), S. 189-216.
- Froot, Kenneth A./Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C. (1993):** Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies, in: *Journal of Finance*, 48 (5), S. 1629-1658.
- Froot, Kenneth A./Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C. (1994):** A Framework for Risk Management, in: *Harvard Business Review*, 72 (6), S. 91-102.
- Frotzler, Franz Xaver (1991):** Cash-Management: Instrumente zur Planung, Disposition und Kontrolle der liquiden Mittel, Wien.
- Fuller, Joseph/Jensen, Michael C. (2002):** Just Say No to Wall Street, Amos Tuck School of Business at Dartmouth College, Working Paper No. 02-01, Dartmouth.
- Gage, Theodore Justin (1990):** New tools for cash forecasting uncloud crystal ball, in: *Corporate Cashflow*, 1990 (March), S. 53-55.
- Ganzach, Yoav (2000):** Judging Risk and Return of Financial Assets, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 83 (2), S. 353-370.
- Garner, C. Kent/Shapiro, Alan C. (1984):** A Practical Method of Assessing Foreign Exchange Rate Risk, in: *Midland Corporate Finance Journal*, 2 (3), S. 6-17.
- Gaulhofer, Manfred (1989):** Controlling und menschliches Verhalten - Ein Plädoyer für die Einbeziehung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse in die Controlling-Diskussion, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 59 (2), S. 141-154.
- Gay, Gerald D./Nam, Jouahn (1998):** The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use, in: *Financial Management*, 27 (4), S. 53-69.
- Gebhardt, Günther (1995):** Finanzcontrolling, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 599-608.
- Gebhardt, Günther (2002):** Risikocontrolling, in: Küpper, Hans-Ulrich/Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): *Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling*, 4., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 1713-1726.
- Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (1993):** Ziele und Aufgaben des Finanzmanagements, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): *Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung*, München, S. 1-23.

- Gebhardt, Günther/Mansch, Helmut (2001):** Risikomanagement und Risikocontrolling in Industrie- und Handelsunternehmen: Empfehlungen des Arbeitskreises "Finanzierungsrechnung" der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V., in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, (Sonderheft 46).
- Gebhardt, Günther/Ruß, Oliver (1999):** Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten im Risikomanagement deutscher Industrieunternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, (Sonderheft 41), S. 23-83.
- Géczy, Christopher/Minton, Bernadette/Schrand, Catherine (1997):** Why Firms Use Currency Derivatives, in: Journal of Finance, 52 (4), S. 1323-1354.
- Gelb, David S. (2002):** Intangible Assets and Firms' Disclosures: An Empirical Investigation, in: Journal of Business Finance & Accounting, 29 (3&4), S. 457-476.
- Gentner, Andreas (1997):** Sicherung von Rentabilität und Liquidität durch Finanzcontrolling, in: Tanski, Joachim S. (Hrsg.): Handbuch Finanz- und Rechnungswesen, Band 3, Landsberg am Lech, S. 1-33.
- Gerecke, Uwe (1998):** Soziale Ordnung in der modernen Gesellschaft. Ökonomik – Systemtheorie – Ethik, Tübingen.
- Gerke, Wolfgang (2001):** Agency-Theorie, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 24-36.
- Gerke, Wolfgang/Bank, Matthias (1995):** Finanzmanagement, in: Corsten, Hans/Reiß, Michael (Hrsg.): Handbuch Unternehmensführung. Konzepte – Instrumente – Schnittstellen, Wiesbaden, S. 615-631.
- Gerke, Wolfgang/Bank, Matthias (2003):** Finanzierung. Grundlagen für Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- Gertner, Robert H./Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C. (1994):** Internal versus External Capital Markets, in: Quarterly Journal of Economics, 109 (4), S. 1211-1230.
- Gervais, Simon/Odean, Terrance (2001):** Learning to Be Overconfident, in: The Review of Financial Studies, 14 (1), S. 1-27.
- Gettys, Charles F./Fisher, Stanley D. (1979):** Hypothesis Plausibility and Hypothesis Generation, in: Organizational Behavior & Human Performance, 24 (1), S. 93-110.
- Ghosh, Dipankar (1997):** De-Escalation Strategies: Some Experimental Evidence, in: Behavioral Research in Accounting, 9 (Fall), S. 88-112.
- Gibbons, Robert/Murphy, Kevin J. (1990):** Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers, in: Industrial and Labor Relations Review, 43 (Special Issue February), S. 30-51.
- Gibbons, Robert/Murphy, Kevin J. (1992):** Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence, in: Journal of Political Economy, 100 (3), S. 468-505.
- Giddy, Ian H./Smith, Roy C. (1994):** Mitsubishi Corporation Finance, in: Journal of International Finance Management & Accounting, 5 (1), S. 74-89.
- Gigerenzer, Gerd (1991):** How to Make Cognitive Illusions Disappear: Beyond "Heuristics and Biases", in: Stroebe, Wolfgang/Hewstone, Miles (Hrsg.): European Review of Social Psychology, Volume 2, Chichester, S. 83-115.

- Gigerenzer, Gerd/Hoffrage, Ulrich (1995):** How To Improve Bayesian Reasoning Without Instruction: Frequency Formats, in: *Psychological Review*, 102 (4), S. 684-704.
- Gillenkirch, Robert M. (1997):** Gestaltung optimaler Anreizverträge. Motivation, Risikoverhalten und beschränkte Haftung, Wiesbaden.
- Gillenkirch, Robert M. (2002):** Finanzcontrolling, in: Küpper, Hans-Ulrich/Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): *Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling*, 4., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 531-539.
- Gilovich, Thomas/Griffin, Dale (2002):** Introduction. Heuristics and Biases: Then and Now, in: Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel (Hrsg.): *Heuristics and Biases. The Psychology of Intuitive Judgment*, Cambridge, S. 1-18.
- Gilson, Stuart C. (1989):** Management Turnover and Financial Distress, in: *Journal of Financial Economics*, 25 (2), S. 241-262.
- Gitman, Lawrence J./Forrester, John R. Jr. (1977):** A Survey of Capital Budgeting Techniques Used by Major U.S. Firms, in: *Financial Management*, 6 (3), S. 66-71.
- Glaser, Markus/Nöth, Markus/Weber, Martin (2004):** Behavioral Finance, in: Koehler, Derek J./Harvey, Nigel (Hrsg.): *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, Malden et al., S. 527-546.
- Glaser, Markus/Weber, Martin (2003):** Overconfidence and Trading Volume, CEPR Discussion Paper No. 3941.
- Glaum, Martin (2000):** Finanzwirtschaftliches Risikomanagement deutscher Industrie- und Handelsunternehmen - Industriestudie, Frankfurt am Main.
- Glaum, Martin/Brunner, Marko/Himmel, Holger (2000):** The DAX and the Dollar: The Economic Exchange Rate Exposure of German Corporations, in: *Journal of International Business Studies*, 31 (4), S. 715-724.
- Glaum, Martin/Förschle, Gerhart (2000):** Finanzwirtschaftliches Risikomanagement in deutschen Industrie- und Handelsunternehmungen, in: *Der Betrieb*, 53 (12), S. 581-585.
- Gleißner, Werner/Berger, Thomas/Rinne, Matthias/Schmidt, Michael (2005):** Risiko-berichterstattung und Risikoprofile von HDAX-Unternehmen 2000 bis 2003, in: *Finanz Betrieb*, 2005 (5), S. 343-353.
- Gleißner, Werner/Romeike, Frank (2005):** Anforderungen an die Softwareunterstützung für das Risikomanagement, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, 49 (2), S. 154-164.
- Goel, Anand Mohan/Thakor, Anjan V. (2000):** Rationality, Overconfidence and Leadership, University of Michigan.
- Graham, John R. (1999):** Duke University CFO Outlook Survey 1999Q2, Working Paper, Duke University.
- Graham, John R. (2000):** How Big Are the Tax Benefits of Debt?, in: *Journal of Finance*, 55 (5), S. 1901-1941.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R. (2001):** The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field, in: *Journal of Financial Economics*, 60 (2 & 3), S. 187-243.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R. (2003):** Expectations of Equity Risk Premia, Volatility, and Asymmetry, Working Paper, Duke University.

- Graham, John R./Rogers, Daniel A. (1999):** Is Corporate Hedging Consistent with Value Maximization? An Empirical Analysis, Working Paper, Duke University.
- Graham, John R./Rogers, Daniel A. (2002):** Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?, in: *Journal of Finance*, 57 (2), S. 815-839.
- Graham, John R./Smith, Clifford W. Jr. (1999):** Tax Incentives to Hedge, in: *Journal of Finance*, 54 (6), S. 2241-2262.
- Greenberg, Jerald (1982):** Approaching Equity and Avoiding Inequity in Groups and Organizations, in: Greenberg, Jerald/Cohen, Ronald L. (Hrsg.): *Equity and Justice in Social Behavior*, New York, S. 389-435.
- Griffin, Dale/Tversky, Amos (1992):** The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence, in: *Cognitive Psychology*, 24 (3), S. 411-435.
- Grinblatt, Mark/Keloharju, Matti (2000):** The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set, in: *Journal of Financial Economics*, 55 (1), S. 43-67.
- Grinblatt, Mark/Keloharju, Matti (2001):** How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades, in: *Journal of Finance*, 56 (2), S. 1053-1073.
- Grinblatt, Mark/Titman, Sheridan (1998):** *Financial Markets and Corporate Strategy*, Boston et al.
- Grochla, Erwin (1976):** Praxeologische Organisationstheorie durch sachliche und methodische Integration, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 28, S. 617-637.
- Grochla, Erwin (1978):** *Einführung in die Organisationstheorie*, Stuttgart.
- Grossmann, Sanford J./Hart, Oliver D. (1982):** Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in: McCall, John J. (Hrsg.): *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago/London, S. 107-137.
- Group of Thirty (1993):** *Derivatives: Practices and Principles*, Washington, DC.
- Grunau, Joachim (1950):** Rationalprinzip, Wirtschaftsrechnung und Wirtschaftssystem, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 64 (2), S. 255-294.
- Grunow, Hans-Werner G./Figgner, Stefanus (2006):** *Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung. Strategien zur Kapitalbeschaffung und Bilanzoptimierung*, Berlin et al.
- Guay, Wayne R. (1999a):** The Impact of Derivatives on Firm Risk: An Empirical Examination of New Derivatives Users, in: *Journal of Accounting & Economics*, 26 (1-3), S. 319-351.
- Guay, Wayne R. (1999b):** The Sensitivity of CEO Wealth to Equity Risk: An Analysis of the Magnitude and Determinants, in: *Journal of Financial Economics*, 53 (1), S. 43-71.
- Guay, Wayne R./Kothari, S. P. (2003):** How Much Do Firms Hedge With Derivatives?, in: *Journal of Financial Economics*, 70 (3), S. 423-461.
- Guedes, Jose/Opler, Tim (1996):** The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues, in: *Journal of Finance*, 51 (1), S. 1809-1833.
- Günther, Thomas/Otterbein, Simone (1996):** Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 66 (4), S. 389-417.

- Guserl, Richard/Pernsteiner, Helmut (2004):** Die Rolle des Finanzmanagements in der Unternehmensführung, in: Guserl, Richard/Pernsteiner, Helmut (Hrsg.): Handbuch Finanzmanagement in der Praxis, Wiesbaden, S. 3-33.
- Gutenberg, Erich (1929):** Die Unternehmung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Theorie, Berlin/Wien.
- Habermas, Jürgen (1988):** Theorie des kommunikativen Handelns. Band 1: Handlungsrationality und gesellschaftliche Rationalisierung, Frankfurt am Main.
- Hachmeister, Dirk (2005):** Unternehmenswertsteigerung durch Risikomanagement auf der Unternehmensebene, in: Zeitschrift für Controlling & Management, 49 (2), S. 134-142.
- Hackbarth, Dirk (2004a):** Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective, Working Paper, Kelley School of Business, Indiana University, Bloomington, IN.
- Hackbarth, Dirk (2004b):** Managerial Traits and Capital Structure Decisions, Working Paper, Kelley School of Business, Indiana University, Bloomington, IN.
- Hagemann, Helmut (1991a):** Should Your Company Be a "Corporate Bank"?, in: McKinsey Quarterly, 1991 (4), S. 19-34.
- Hagemann, Helmut (1991b):** Strategien für den Erfolg, in: Manager Magazin, 21 (3), S. 164-178.
- Hager, Peter (2004):** Value at Risk und Cash Flow at Risk in Unternehmen, Frankfurt am Main, zugleich Dissertation Universität Siegen.
- Hahn, Dietger (1987):** Controlling - Stand und Entwicklungstendenzen unter besonderer Berücksichtigung des CIM-Konzeptes, in: Scheer, August W. (Hrsg.): Rechnungswesen und EDV, 8. Saarbrücker Arbeitstagung, Heidelberg, S. 3-39.
- Haigh, Michael S./List, John A. (2005):** Do Professional Traders Exhibit Myopic Loss Aversion? An Experimental Analysis, in: Journal of Finance, 60 (1), S. 523-534.
- Hakmiller, Karl L. (1966):** Threat as a Determinant of Downward Comparison, in: Journal of Experimental Social Psychology, 1 (Supplement 1), S. 32-39.
- Hammond, John S./Keeney, Ralph L./Raiffa, Howard (1998):** The Hidden Traps in Decision Making, in: Harvard Business Review, 76 (5), S. 47-58.
- Harbert, Ludger (1982):** Controlling-Begriffe und Controlling-Konzeptionen - Eine kritische Betrachtung des Entwicklungsstandes des Controlling und Möglichkeiten seiner Fortentwicklung, Bochum.
- Harbrecht, Wolfgang (1993):** Bedürfnis, Bedarf, Gut, Nutzen, in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Wysocki, Klaus von (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 266-280.
- Harenberg, Ralf (2000):** Berufsgrundsätze von Investor Relations, in: Deutscher Investor Relations Kreis (Hrsg.): Investor Relations. Professionelle Kapitalmarktkommunikation, Wiesbaden, S. 105-115.
- Harford, Jarrad (1999):** Corporate Cash Reserves and Acquisitions, in: Journal of Finance, 54 (6), S. 1969-1997.
- Harford, Jarrad (2000):** Corporate Cash Management, Excess Cash and Acquisitions, New York/London.



- Harkness, Allan R./DeBono, Kenneth G./Borgida, Eugene (1985):** Personal Involvement and Strategies for Making Contingency Judgments: A Stake in the Dating Game Makes a Difference, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 49 (1), S. 22-32.
- Harris, Milton/Raviv, Artur (1991):** The Theory of Capital Structure, in: *Journal of Finance*, 46 (1), S. 297-355.
- Harris, Milton/Raviv, Artur (1996):** The Capital Budgeting Process: Incentives and Information, in: *Journal of Finance*, 51 (4), S. 1139-1174.
- Hart, Oliver/Moore, John (1995):** Debt and Seniority: An analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management, in: *American Economic Review*, 85 (3), S. 567-585.
- Harvey, Campbell R. (2002):** Implications for Asset Allocation, Portfolio Management and Future Research II, in: *Association for Investment Management & Research (AIMR)*, 58 (1), S. 92-96.
- Hastenpflug, Wolfgang (1990):** Das Securitizationsphänomen - eine theoretische Analyse, Augsburg, zugleich Dissertation Universität Augsburg.
- Hauschildt, Jürgen (1972):** Finanzvorstand, Treasurer, Controller: Das Finanzmanagement in der Stellenbeschreibung, in: *Zeitschrift für Organisation*, 41 (4), S. 167-174.
- Hauschildt, Jürgen/Sachs, Gerd/Witte, Eberhard (1981):** Finanzplanung und Finanzkontrolle: Disposition, Organisation, München.
- Haushalter, David G. (2000):** Financing Policy, Basis Risk, and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers, in: *Journal of Finance*, 55 (1), S. 107-152.
- Hax, Herbert/Hartmann-Wendels, Thomas/Hinten, Peter von (1988):** Moderne Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: Christians, Friedrich Wilhelm (Hrsg.): *Finanzierungshandbuch*, 2., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 689-713.
- Hayek, Friedrich A. von (1937/1949):** Economics and knowledge, in: Hayek, Friedrich A. von (Hrsg.): *Individualism and economic order*, London, S. 33-56.
- Heaton, James B. (2002):** Managerial Optimism and Corporate Finance, in: *Financial Management*, 31 (2), S. 33-45.
- Heider, Fritz (1977):** *Psychologie der interpersonellen Beziehungen*, Stuttgart.
- Heidorn, Thomas/Bruttel, Henning (1993):** *Treasury Management: Risiko, Analyse, Steuerung*, Wiesbaden.
- Heigl, Anton (1989):** *Controlling - Interne Revision*, 2., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart/New York.
- Heine, Bernd-Oliver/Hirsch, Bernhard/Hufschlag, Klaus/Lesch, Marc/Meyer, Matthias/Müller, Roman/Paefgen, Anne/Pieroth, Guido (2006):** Zur Modellierung ökonomischer Akteure mit begrenzten kognitiven Fähigkeiten - Anleitung zu einer problemspezifischen Ausdifferenzierung des Homo oeconomicus, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), Forschungspapier Nr. 110, Vallendar.
- Heisler, Jeffrey (1994):** Loss Aversion in a Futures Market: An Empirical Test, in: *The Review of Futures Markets*, 13 (3), S. 793-815.
- Heitzer, Bernd/Klose, Frank/Steiner, Manfred (2000):** Wertorientierte Gestaltung von Aktienoptionsprogrammen für das Management, in: *Finanz Betrieb*, 2000 (6), S. 345-355.
- Hennessy, Christopher A./Levy, Amnon (2002):** A Unified Model of Distorted Investment: Theory and Evidence, Working Paper, Haas School of Business, U. C. Berkeley.

- Hentschel, Ludger/Kothari, S. P. (2001):** Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36 (1), S. 93-118.
- Herold, Kai O. (1994):** Zentrales Cash Management internationaler Konzerne - Strukturen, Technologienutzung und Performancebeurteilung, Hallstadt, zugleich Dissertation der Hochschule St. Gallen.
- Herrnstein, Richard J./Mazur, James E. (1987):** Making Up Our Minds: A New Model Of Economic Behavior, in: *The Sciences*, 27 (November/December), S. 40-47.
- Herzog, Andreas (1999):** Gestaltung von Controlling. Die Zuordnung von Aufgaben zu Controllern, Wiesbaden.
- Higson, Chris (2002):** *Business Finance*, 2nd Edition, London et al.
- Hill, Charles W. L. (1988):** Internal Capital Market Controls and Financial Performance in Multidivisional Firms, in: *Journal of Industrial Economics*, 37 (1), S. 67-83.
- Hilpisch, Yves (2005):** Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung. Grundlagen der Finanzierung, Wertorientierung und Corporate Finance, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Hilton, Denis J. (2001):** The Psychology of Financial Decision Making: Applications to Trading, Dealing, and Investment Analysis, in: *Journal of Psychology & Financial Markets*, 2 (1), S. 37-53.
- Hirsch, Bernhard (2005):** Verhaltensorientiertes Controlling, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, 49 (4), S. 282-288.
- Hirsch, Bernhard/Sorg, Mascha (2006):** Controller und Investor Relations: Konzeptionelle und empirische Untersuchung der Schnittstellen, in: *Finanz Betrieb*, 2006 (7-8), S. 428-434.
- Hirshleifer, David (2001):** Investor Psychology and Asset Pricing, in: *Journal of Finance*, 56 (4), S. 1533-1597.
- Hirt, Edward R./Markman, Keith D. (1995):** Multiple Explanation: A Consider-an-Alternative Strategy for Debiasing Judgments, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 69 (6), S. 1069-1086.
- Hoch, Stephen J. (1985):** Counterfactual Reasoning and Accuracy in Predicting Personal Events, in: *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 11 (4), S. 719-731.
- Hoefener, Frank (2000):** Performancebeurteilung im Treasury: eine controllingorientierte Betrachtung, Jena, zugleich Dissertation Universität Jena.
- Hoffmann, F. (1972):** Merkmale der Führungsorganisation amerikanischer Unternehmen - Auszüge aus den Ergebnissen einer Forschungsreise 1970 - 2. Teil, in: *Zeitschrift für Organisation*, 41 (2), S. 85-89.
- Hofmann, Rolf/Hofmann, Ingo (1999):** *Finanz-Management + - Controlling mit Finanzderivaten: Märkte, Produkte, Risiken, Organisation, Steuerung, Bilanzierung und Überwachung des Einsatzes derivativer Finanzinstrumente in Industrieunternehmen*, Bochum.
- Hoitsch, Hans-Jörg/Winter, Peter (2004):** Die Cash Flow at Risk-Methode als Instrument eines integriert-holistischen Risikomanagements in Industrieunternehmungen: Aufgaben, Möglichkeiten und Problembereiche, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, 48 (4), S. 235-246.
- Holland, John H./Miller, John H. (1991):** Artificial Adaptive Agents in Economic Theory, in: *American Economic Review*, 81 (2), S. 365-370.

- Hölscher, Reinhold (2002):** Von der Versicherung zur integrativen Risikobewältigung: Die Konzeption eines modernen Risikomanagements, in: Hölscher, Reinhold/Elfgen, Ralph (Hrsg.): Herausforderung Risikomanagement - Identifikation, Bewertung und Steuerung industrieller Risiken, Wiesbaden, S. 3-31.
- Holst, Jonny (2001):** Management finanzieller Risiken - Risikomanagement im Finanzbereich, in: Götze, Uwe/Henselmann, Klaus/Mikus, Barbara (Hrsg.): Risikomanagement, Heidelberg, S. 129-157.
- Holthausen, Robert W./Leftwich, Richard W. (1986):** The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices, in: Journal of Financial Economics, 17 (1), S. 57-89.
- Holyoak, Keith J. (1984):** Mental Models in Problem Solving, in: Anderson, John R./Kosslyn, Stephen M. (Hrsg.): Tutorials in Learning and Memory. Essays in Honor of Gordon Bower, San Francisco/New York, S. 193-218.
- Homann, Karl (2002):** Homo oeconomicus und Dilemmastrukturen (1994), in: Lütge, Christoph (Hrsg.): Vorteile und Anreize: Zur Grundlegung einer Ethik der Zukunft / Karl Homann, Tübingen, S. 69-93.
- Homann, Karl/Suchanek, Andreas (2000):** Ökonomik - Eine Einführung, 1. Auflage, Tübingen.
- Homburg, Carsten/Stephan, Jörg (2004):** Kennzahlenbasiertes Risikocontrolling in Industrie- und Handelsunternehmen, in: Zeitschrift für Controlling & Management, 48 (5), S. 313-325.
- Homburg, Carsten/Uhrig-Homburg, Marliese (2004):** Zentrales und dezentrales Risikocontrolling in Industrieunternehmen, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 56 (Juni), S. 311-332.
- Hommel, Ulrich (2005):** Value-Based Motives for Corporate Risk Management, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): Risk Management. Challenge and Opportunity, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 455-478.
- Hommel, Ulrich/Pritsch, Gunnar (2001a):** Anreizprobleme zwischen Management und Unternehmenseigner - Implikationen für Investoren und Shareholder Value (1.4.7), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-42.
- Hommel, Ulrich/Pritsch, Gunnar (2001b):** Bausteine des Risikomanagementprozesses (8.1.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-32.
- Hommels, Klaus (1995):** In-house banking: Aktivitäten, Organisationsstrukturen sowie Effizienzkriterien zur Ergebnisgenerierung, Fribourg, zugleich Dissertation Universität Fribourg.
- Horváth, Péter (1978):** Entwicklung und Stand einer Konzeption zur Lösung der Adaptions- und Koordinationsprobleme der Führung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 48 (3), S. 194-208.
- Horváth, Péter (2003):** Controlling, 9., vollständig überarbeitete Auflage, München.
- Horváth, Péter (2004):** Falsche Signale aus dem Bauch!, in: Controlling, 16 (3), S. 123.
- Horváth, Péter/Reichmann, Thomas (Hrsg.) (2003):** Vahlens großes Controlling Lexikon, 2., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Horváth, Péter/Stuttgarter Controller-Forum (1999):** Controlling & Finance: Aufgaben, Kompetenzen und Tools effektiv koordinieren, Stuttgart.

- Hotchkiss, Edith Schwalb (1995):** Postbankruptcy Performance and Management Turnover, in: *Journal of Finance*, 50 (1), S. 3-21.
- Hovakimian, Armen/Hovakimian, Gayane (2005):** Cash Flow Sensitivity of Investment: Firm-Level Analysis, Working Paper, Baruch College and Fordham University.
- Hovakimian, Armen/Opler, Tim/Titman, Sheridan (2001):** The Debt-Equity Choice, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 36 (1), S. 1-24.
- Howton, Shawn D./Perfect, Steven B. (1998):** Currency and Interest-Rate Derivatives Use in US firms, in: *Financial Management*, 27 (4), S. 111-121.
- Huberman, Gur (2001):** Familiarity Breeds Investment, in: *Review of Financial Studies*, 14 (3), S. 659-680.
- Hus, Christoph (2005):** Neue Bilanzregeln legen Lücken offen - Finanzvorständen wird die Dimension der Pensionsverpflichtungen oft erst mit der IFRS-Umstellung bewusst, *Handelsblatt*, 11.02.2005, S. 2.
- Huther, Andreas (2003):** Integriertes Chancen- und Risikomanagement: zur ertrags- und risikoorientierten Steuerung von Real- und Finanzinvestitionen in der Industrieunternehmung, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Ibbotson, Roger G./Ritter, Jay R. (1995):** Initial Public Offerings, in: Jarrow, Robert A./Maksimovic, Vojislav/Ziembra, William T. (Hrsg.): *Handbooks in Operations Research and Management Science: Finance*, Amsterdam et al., S. 993-1016.
- Irle, Martin (1971):** Macht und Entscheidungen in Organisationen. Studie gegen das Linien-Stab-Prinzip, Frankfurt am Main.
- Irwin, Scott H./Zulauf, Carl R./Jackson, Thomas E. (1996):** Monte Carlo Analysis of Mean Reversion in Commodity Futures Prices, in: *American Journal of Agricultural Economics*, 78 (May), S. 387-399.
- ISDA (2003):** International Swaps and Derivatives Association: Derivatives Usage Survey, New York et al.
- Iturralde, Txomin/Maseda, Amaia/San José, Leire (2005):** The Cash Management Routines: Evidence from Spanish Case, Working Paper, University of Basque Country (Bilbao), Spain.
- J. P. Morgan/Reuters (1996):** RiskMetrics™ - Technical Document, New York.
- Jacob, Adolf-Friedrich (1993):** Amerikanische und europäische Paradigmen: Konsequenzen für Finanzierungstheorie und Finanzierungspraxis, in: Steger, Ulrich (Hrsg.): *Der Niedergang des US-Management-Paradigmas - Die europäische Antwort*, Düsseldorf et al., S. 99-115.
- Jacob, André (1996):** Corporate Banking: Selbsterstellung von Finanzdienstleistungen, Wiesbaden, zugleich Dissertation Universität Saarbrücken.
- Jaspersen, Thomas (1999):** Controlling. Betriebswirtschaftliche und technische Verfahren zur Unternehmensführung, 3., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Jehle, Kurt/Blazek, Alfred/Deyhle, Albrecht/Grotheer, Manfred/Eiselmayer, Klaus (1997):** Finanz-Controlling: Planung und Steuerung von Finanzen und Bilanzen, 6., neu bearbeitete Auflage, Würthsee-Ettersschlag.
- Jensen, Michael C. (1983):** Organization Theory and Methodology, in: *The Accounting Review*, 58 (2), S. 319-339.
- Jensen, Michael C. (1986a):** Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 76 (2), S. 323-329.

- Jensen, Michael C. (1986b):** The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, in: *Midland Corporate Finance Journal*, 4 (1), S. 6-32.
- Jensen, Michael C. (2004):** The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, in: *European Financial Management*, 10 (4), S. 549-565.
- Jensen, Michael C. (2005):** Agency Costs of Overvalued Equity, in: *Financial Management*, 34 (1), S. 5-19.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures, in: *Journal of Financial Economics*, 3 (4), S. 305-360.
- Jensen, Michael C./Murphy, Kevin J. (1990a):** CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How, in: *Harvard Business Review*, 68 (3), S. 138-149.
- Jensen, Michael C./Murphy, Kevin J. (1990b):** Performance Pay and Top-Management Incentives, in: *Journal of Political Economy*, 98 (2), S. 225-264.
- Jenter, Dirk (2005):** Market Timing and Managerial Portfolio Decisions, in: *Journal of Finance*, 60 (4), S. 1903-1949.
- Johnson-Laird, Philip N. (1980):** Mental Models in Cognitive Science, in: *Cognitive Science*, 4 (1), S. 71-115.
- Johnson-Laird, Philip N. (1983):** *Mental Models. Towards a Cognitive Science of Language, Inference, and Consciousness*, Cambridge et al.
- Jokisch, Jens/Mayer, Denise (2002):** *Grundlagen finanzwirtschaftlicher Entscheidungen: Lehrbuch unter Berücksichtigung des internationalen Finanzmanagements*, München/Wien.
- Jorion, Philippe (2001):** *Value at Risk. The New Benchmark for Managing Financial Risk*, 2nd Edition, New York et al.
- Jost, Peter-J. (2000):** *Organisation und Motivation: Eine ökonomisch-psychologische Einführung*, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Kadous, Kathryn/Sedor, Lisa M. (2004):** The Efficacy of Third-Party Consultation in Preventing Managerial Escalation of Commitment: The Role of Mental Representations, in: *Contemporary Accounting Research*, 21 (1), S. 55-82.
- Kaen, Fred R. (2005):** Risk Management, Corporate Governance and the Public Corporation, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): *Risk Management. Challenge and Opportunity*, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 423-436.
- Kahneman, Daniel/Knetsch, Jack L./Thaler, Richard, H. (2002):** Anomalies. The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, in: Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (Hrsg.): *Choices, Values, and Frames*, Cambridge et al., S. 159-170.
- Kahneman, Daniel/Lovallo, Dan (1993):** Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking, in: *Management Science*, 39 (1), S. 17-31.
- Kahneman, Daniel/Riepe, Mark W. (1998):** Aspects of Investor Psychology, in: *Journal of Portfolio Management*, 24 (4), S. 52-65.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1973):** On the Psychology of Prediction, in: *Psychological Review*, 80 (4), S. 237-251.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979):** Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, in: *Econometrica*, 47 (2), S. 263-291.

- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1982):** Intuitive Prediction: Biases and Corrective Procedures, in: Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos (Hrsg.): *Judgement under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge, S. 414-421.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (2000):** Choices, Values, and Frames, in: Connolly, Terry/Arkes, Hal R./Hammond, Kenneth R. (Hrsg.): *Judgement and Decision Making. An Interdisciplinary Reader*, 2nd Edition, Cambridge, S. 147-165.
- Kale, Jayant R./Noe, Thomas H. (1990):** Risky Debt Maturity Choice in a Sequential Game Equilibrium, in: *Journal of Financial Research*, 13 (2), S. 155-165.
- Kalhoff, Agatha/Cluse, Michael (1999):** Steuerung von Zinsänderungsrisiken in Bauspar-kassen, in: *Der langfristige Kredit*, 50 (2), S. 108-110.
- Kamath, Ravindra R. (1997):** Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms, in: *Financial Review*, 32 (2), S. 331-356.
- Kammer, Jürgen-Friedrich (1989):** Konzernclearing, internationales, in: Macharzina, Klaus/Welge, Martin K. (Hrsg.): *Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung*, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 12, Stuttgart, Sp. 1174-1182.
- Kanning, Uwe P. (2001a):** Heuristiken, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): *Lexikon der Psychologie. In fünf Bänden*, Band 2 (F-L), Heidelberg/Berlin, S. 202-203.
- Kanning, Uwe P. (2001b):** Urteilsfehler, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): *Lexikon der Psychologie. In fünf Bänden*, Band 4 (Reg-Why), Heidelberg/Berlin, S. 371-372.
- Kaplan, Steven N./Ruback, Richard S. (1995):** The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis, in: *Journal of Finance*, 50 (4), S. 1059-1093.
- Kappler, Ekkehard (1993):** Rationalität und Ökonomik, in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Küpper, Hans-Ulrich/Wysocki, Klaus von (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 3648-3664.
- Kappler, Ekkehard/Scheytt, Tobias (1999):** Auf dem Weg nach Jenachdem: Controlling postmodern organisieren, in: Schreyögg, Georg (Hrsg.): *Organisation und Postmoderne*, Wiesbaden, S. 209-234.
- Kastrop, Christian (1993):** Rationale Ökonomik? Überlegungen zu den Kriterien der ökonomischen Theoriedynamik, Berlin.
- Katona, George (1964):** Rational Behavior and Economic Behavior, in: Gore, William J./Dyson, James W. (Hrsg.): *The Making of Decisions*, New York, S. 51-63.
- Kehrmann, Titus (2002):** Rationalitätssicherung bei hohen Wissensdefiziten. Entwicklung eines Modells zum Controlling strategischer Problemlösungsteams, Wiesbaden.
- Kellard, Neil/Newbold, Paul/Rayner, Tony/Ennew, Christine (1999):** The Relative Efficiency of Commodity Futures Markets, in: *Journal of Futures Markets*, 19 (4), S. 413-432.
- Kennedy, Jane (1993):** Debiasing Audit Judgment with Accountability: A Framework and Experimental Results, in: *Journal of Accounting Research*, 31 (2), S. 231-245.
- Keren, Gideon (1990):** Cognitive Aids and Debiasing Methods: Can Cognitive Pills Cure Cognitive Ills?, in: Caverni, Jean-Paul/Fabre, Jean-Marc/Gonzalez, Michel (Hrsg.): *Cognitive Biases*, Amsterdam et al., S. 523-552.
- Kerr, Norbert L. (1983):** Motivation Losses in Small Groups. A Social Dilemma Analysis, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 45 (4), S. 819-828.

- Kim, Chang-Soo/Mauer, David C./Sherman, Ann E. (1998):** The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 33 (3), S. 335-359.
- Kim, Kenneth A./Nofsinger, John R. (2002):** The Behavior and Performance of Individual Investors in Japan, Working Paper, School of Management, State University of New York, Buffalo, NY.
- Kim, Suk H./Kim, Seung H./Kim, Kenneth A. (2002):** *Global Corporate Finance*, 5th Edition, Malden.
- Kim, Young Sang/Mathur, Ike/Nam, Jouahn (2006):** Is Operational Hedging a Substitute For or a Complement to Financial Hedging?, in: *Journal of Corporate Finance*, 12 (4), S. 834-853.
- King, Alfred M. (1994):** *Total Cash Management. A Company Wide System for Forecasting, Managing, and Improving Cash Flow*, New York et al.
- Kirchgässner, Gebhard (1991):** *Homo Oeconomicus: Das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Tübingen.
- Kirchler, Erich/Maciejovsky, Boris (2002):** Simultaneous Over- and Underconfidence: Evidence from Experimental Asset Markets, in: *Journal of Risk & Uncertainty*, 25 (1), S. 65-85.
- Kirsch, Werner (1970):** *Entscheidungsprozesse, Band I: Verhaltenswissenschaftliche Ansätze der Entscheidungstheorie*, Wiesbaden.
- Kirsch, Werner (1977a):** *Einführung in die Theorie der Entscheidungsprozesse, Band I: Verhaltenswissenschaftliche Ansätze der Entscheidungstheorie, 2., durchgesehene und ergänzte Auflage der Bände I bis III als Gesamtausgabe*, Wiesbaden.
- Kirsch, Werner (1977b):** *Einführung in die Theorie der Entscheidungsprozesse, Band III: Entscheidungen in Organisationen, 2., durchgesehene und ergänzte Auflage der Bände I bis III als Gesamtausgabe*, Wiesbaden.
- Kirsch, Werner (1997):** *Kommunikatives Handeln, Autopoiese, Rationalität. Kritische Aneignungen im Hinblick auf eine evolutionäre Organisationstheorie, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage*, München.
- Kirsch, Werner (2001):** *Die Führung von Unternehmen, Völlig neu verfasster und erweiterter Nachfolgebund zur 5. Auflage des Bandes 70 dieser Reihe "Betriebswirtschaftslehre - eine Annäherung aus der Perspektive der Unternehmensführung"*, München.
- Kirsch, Werner/Meffert, Heribert (1970):** *Organisationstheorien und Betriebswirtschaftslehre*, Wiesbaden.
- Kisgen, Darren J. (2006):** Credit Ratings and Capital Structure, in: *Journal of Finance*, 61 (3), S. 1035-1072.
- Kiwit, Daniel/Mummert, Uwe/Streit, Manfred E. (2000):** Cognition, Rationality, and Institutions - Introduction and Overview, in: Streit, Manfred E./Mummert, Uwe/Kiwit, Daniel (Hrsg.): *Cognition, Rationality, and Institutions*, Berlin et al., S. 1-7.
- Klayman, Joshua/Soll, Jack B./Gonzalez-Vallejo, Claudia/Barlas, Sema (1999):** Overconfidence: It Depends on How, What, and Whom You Ask, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 79 (3), S. 216-247.
- Kleindorfer, Paul R./Kunreuther, Howard C./Schoemaker, Paul J. H. (1993):** *Decision Sciences. An Integrative Perspective*, Cambridge.

- Kleinebeckel, Herbert (1994):** Finanz- und Liquiditätssteuerung: Leitfaden und Rezeptbuch eines Controlling-Praktikers, 4., erweiterte und aktualisierte Auflage, Freiburg im Breisgau.
- Kleinmutz, Benjamin (2000):** Why We Still Use Our Heads Instead of Formulas: Toward an Integrative Approach, in: Connolly, Terry/Arkes, Hal R./Hammond, Kenneth R. (Hrsg.): Judgment and Decision Making. An Interdisciplinary Reader, 2nd Edition, Cambridge, S. 681-711.
- Klenger, Franz (2000):** Operatives Controlling, 5., durchgesehene Auflage, München/Wien.
- Kluwe, Rainer H. (2000):** Wissen, in: Sarges, Werner (Hrsg.): Management-Diagnostik, 3., unveränderte Auflage, Göttingen et al., S. 218-225.
- Kluwe, Rainer H. (2001):** Kognition, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): Lexikon der Psychologie: In fünf Bänden, Band 2 (F-L), Heidelberg/Berlin, S. 352-356.
- Knopf, John D./Nam, Jouahn/Thornton, John J. Jr. (2002):** The Volatility and Price Sensitivities of Managerial Stock Option Portfolios and Corporate Hedging, in: Journal of Finance, 57 (2), S. 801-813.
- Köhler, Richard (1977):** Die empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeption im Sinne Eberhard Wittes bzw. Helmut Kochs - Stand und Entwicklungsmöglichkeit, in: Köhler, Richard (Hrsg.): Empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeptionen in der Betriebswirtschaftslehre: Bericht über die Tagung in Aachen der Kommission Wissenschaftstheorie im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V., März 1976, Stuttgart, S. 301-335.
- Koriat, Asher/Lichtenstein, Sarah/Fischhoff, Baruch (1980):** Reasons for Confidence, in: Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory, 6 (2), S. 107-118.
- Koziol, Christian/Thabe, Tim (2005):** Streben Unternehmen nach ihrem optimalen Rating?, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 75 (10), S. 919-946.
- Kramer, Roderick M. (2003):** The Harder They Fall, in: Harvard Business Review, 81 (10), S. 58-66.
- Krause, Hans-Ulrich/Steins, Ulrich (2001):** Controlling. Ein zielorientiertes Steuerungssystem im Managementprozess, Stuttgart.
- Kremers, Markus (2002):** Risikoübernahme in Industrieunternehmen: der Value-at-Risk als Steuerungsgröße für das industrielle Risikomanagement dargestellt am Beispiel des Investitionsrisikos, Sternenfels.
- Kropp, Matthias (1999):** Management und Controlling finanzwirtschaftlicher Risikopositionen: einschließlich einer Fallstudie zu den Öltermingeschäften der Metallgesellschaft, Bad Soden.
- Kropp, Matthias/Gillenkirch, Robert (2004):** Controlling von Finanzrisiken in Industrieunternehmen, in: Zeitschrift für Controlling & Management, 48 (Sonderheft 3), S. 86-96.
- Kropp, Matthias/Schubert, Dirk (2000):** Value-at-Risk für Rohstoffpreisrisiken, in: Johanning, Lutz/Rudolph, Bernd (Hrsg.): Handbuch des Risikomanagements, Band 2, Bad Soden, S. 1239-1266.
- Krumnow, Jürgen (1998):** Die Absicherung von Zins- und Währungsrisiken bei Kreditinstituten, in: Lutter, Marcus/Scheffler, Eberhard/Schneider, Uwe H. (Hrsg.): Handbuch der Konzernfinanzierung, Köln, S. 833-870.
- Krupp, Alfred D. (2004):** Benchmarking im Beteiligungscontrolling, in: Zeitschrift für Controlling & Management, 48 (3), S. 178-185.



- Kruschwitz, Lutz (1993):** Verfahren zur Berücksichtigung der Unsicherheit bei Investitions- und Finanzierungsentscheidungen, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München, S. 121-130.
- Kruschwitz, Lutz (2004):** Finanzierung und Investition, 4., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Kuhnert, Marcus (2000):** Finanzcontrolling im internationalen Anlagengeschäft, Wiesbaden, zugleich Dissertation Technische Universität Darmstadt, 1999.
- Küpper, Hans-Ulrich (1987):** Konzeption des Controlling aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Scheer, August W. (Hrsg.): Rechnungswesen und EDV, 8. Saarbrücker Arbeitstagung, Heidelberg, S. 82-116.
- Küpper, Hans-Ulrich (2001):** Controlling: Konzeption, Aufgaben und Instrumente, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- Kyle, Albert S./Wang, F. Albert (1997):** Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?, in: Journal of Finance, 52 (5), S. 2073-2090.
- Kytönen, Erkki (2004):** Cash Management Behavior of Firms and Its Structural Change in an Emerging Money Market, Oulu.
- Lachnit, Laurenz/Müller, Stefan (2006):** Unternehmenscontrolling. Managementunterstützung bei Erfolgs-, Finanz-, Risiko- und Erfolgspotenzialsteuerung, Wiesbaden.
- Lakonishok, Josef/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1994):** Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, in: Journal of Finance, 49 (5), S. 1541-1578.
- Lambert, Richard A. (2001):** Contracting Theory and Accounting, in: Journal of Accounting & Economics, 32 (1-3), S. 3-87.
- Lambert, Richard A./Larcker, David F./Verrecchia, Robert E. (1991):** Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation, in: Journal of Accounting Research, 29 (1), S. 129-149.
- Lamont, Owen (1997):** Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets, in: Journal of Finance, 52 (1), S. 83-109.
- Lamont, Owen A./Thaler, Richard H. (2003):** Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs, in: Journal of Political Economy, 111 (2), S. 227-268.
- Landier, Augustin/Thesmar, David (2003):** Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence, Working Paper, University of Chicago.
- Langenbach, Wilm (2001):** Börseneinführungen von Tochtergesellschaften. Eine konzeptionelle und empirische Analyse zur Optimierung der Rationalitätssicherung durch Märkte, Wiesbaden.
- Langer, Ellen J./Roth, Jane (1975):** Heads I Win Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function of the Sequence of Outcomes in a Purely Chance Task, in: Journal of Personality & Social Psychology, 32 (6), S. 951-955.
- Larisch, Matthias (2003):** Berührungspunkte zwischen Rating und Investor Relations, in: Achleitner, Ann-Kristin/Everling, Oliver (Hrsg.): Rating Advisory. Mit professioneller Beratung zum optimalen Bonitätsurteil, Wiesbaden, S. 341-353.
- Larrick, Richard P. (2004):** Debiasing, in: Koehler, Derek J./Harvey, Nigel (Hrsg.): Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making, Malden et al., S. 316-337.

- Larrick, Richard P./Morgan, Jim N./Nisbett, Richard E. (1990):** Teaching the Use of Cost-Benefit Reasoning in Everyday Life, in: *Psychological Science*, 1 (6), S. 362-370.
- Larwood, Laurie/Whittaker, William (1977):** Managerial Myopia: Self-Serving Biases in Organizational Planning, in: *Journal of Applied Psychology*, 62 (2), S. 194-198.
- Latané, Bibb/Williams, Kipling/Harkins, Stephen (1979):** Many Hands Make Light the Work. The Causes and Consequences of Social Loafing, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 37 (6), S. 822-832.
- Laughlin, Kate (2005):** Changes are Afoot for Street CEO Pay, in: *Investment Dealers' Digest*, 2005 (August), S. 7-10.
- Laux, Christian (2005):** Integrating Corporate Risk Management, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): *Risk Management. Challenge and Opportunity*, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 437-453.
- Lee, Alvin Y./Kim, Jongwoo/Malz, Allan M./Mina, Jorge (1999):** Corporate Metrics (TM) - Technical Document. The Benchmark for Corporate Risk Management, New York.
- Lehman, Darrin R./Nisbett, Richard E. (1990):** A Longitudinal Study of the Effects of Undergraduate Education on Reasoning, in: *Developmental Psychology*, 26 (6), S. 952-960.
- Lehner, Ulrich (2004):** Neue Wege im Finanz-Management, in: Gerke, Wolfgang/Siegert, Theo (Hrsg.): *Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements. Dokumentation des 57. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages 2003*, Stuttgart, S. 3-16.
- Leland, Hayne E. (1998):** Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, in: *Journal of Finance*, 53 (4), S. 1213-1243.
- Leland, Hayne E./Pyle, David H. (1977):** Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, 32 (2), S. 371-387.
- Leland, Hayne E./Toft, Klaus Bjerre (1996):** Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads, in: *Journal of Finance*, 51 (3), S. 987-1019.
- Lerner, Jennifer S./Tetlock, Philip E. (1999):** Accounting for the Effects of Accountability, in: *Psychological Bulletin*, 125 (2), S. 255-275.
- Lessard, Donald R./Sharp, David (1984):** Measuring the Performance of Operations Subject to Fluctuating Exchange Rates, in: *Midland Corporate Finance Journal*, 2 (3), S. 18-30.
- Lichtenstein, Sarah/Fischhoff, Baruch/Phillips, Lawrence D. (1982):** Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980, in: Kahneman, Daniel/Slovic, Paul/Tversky, Amos (Hrsg.): *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*, Cambridge, S. 306-334.
- Liessmann, Konrad (Hrsg.) (1997):** Gabler-Lexikon Controlling und Kostenrechnung, Wiesbaden.
- Lindenberg, Siegwart (1985):** An Assessment of the New Political Economy: Its Potential for the Social Sciences and for Sociology in Particular, in: *Sociological Theory*, 3 (1), S. 99-114.
- Lindenberg, Siegwart (1991):** Die Methode der abnehmenden Abstraktion, in: Esser, Hartmut/Troitzsch, Klaus G. (Hrsg.): *Modellierung sozialer Prozesse*, Bonn, S. 29-78.
- Lindenberg, Siegwart (1992):** The Method of Decreasing Abstraction, in: Coleman, James S./Fararo, Thomas J. (Hrsg.): *Rational Choice Theory: Advocacy and Critique*, Newsbury Park, S. 3-20.
- Lindenberg, Siegwart (1998):** The Cognitive Turn in Institutional Analysis: Beyond NIE and NIS?, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154 (4), S. 716-727.

- Lindenberg, Siegwart (2000):** It Takes Both Trust and Lack of Mistrust: The Workings of Cooperation and Relational Signaling in Contractual Relationships, in: *Journal of Management & Governance*, 4 (1/2), S. 11-33.
- Linder, Stefan (2006):** Investitionskontrollen. Nutzenbeurteilung in Theorie versus Praxis, in: *Controlling*, 18 (2), S. 85-90.
- Lintner, John (1956):** Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, in: *American Economic Review*, 46 (2), S. 97-113.
- Lintner, John (1965):** The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: *Review of Economics & Statistics*, 47 (1), S. 13-37.
- Loderer, Claudio/Pichler, Karl (2000):** Firms do you Know Your Currency Risk Exposure? Survey Results, in: *Journal of Empirical Finance*, 7 (3-4), S. 317-344.
- Löffler, Eugen (1991):** Der Konzern als Finanzintermediär, Wiesbaden.
- Logue, Dennis E. (1995):** When Theory Fails: Globalization as a Response to the (Hostile) Market for Foreign Exchange, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (3), S. 39-48.
- Loistl, Otto (2001):** Aktuelle Entwicklungen der Kapitalmarkttheorie (2.1.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): *Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage*, Köln, S. 1-46.
- Loomes, Graham/Sugden, Robert (1982):** Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty, in: *Economic Journal*, 92 (368), S. 805-824.
- Loomes, Graham/Sugden, Robert (1986):** Disappointment and Dynamic Inconsistency in Choice under Uncertainty, in: *Review of Economic Studies*, 53 (173), S. 271-282.
- Lord, Charles G./Lepper, Mark R./Preston, Elizabeth (1984):** Considering the Opposite: A Corrective Strategy for Social Judgment, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 47 (6), S. 1231-1243.
- Loughran, Tim/Ritter, Jay R. (2002):** Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, in: *Review of Financial Studies*, 15 (2), S. 413-443.
- Loughran, Tim/Ritter, Jay R. (2004):** Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, in: *Financial Management*, 33 (3), S. 5-37.
- Lovullo, Dan/Kahneman, Daniel (2003):** Delusion of Success. How Optimism Undermines Executives' Decisions, in: *Harvard Business Review*, 81 (7), S. 56-63.
- Lubit, Roy (2001):** Tacit Knowledge and Knowledge Management. The Keys to Sustainable Competitive Advantage, in: *Organizational Dynamics*, 29 (4), S. 164-178.
- Lücke, Wolfgang (1991):** Controlling unter besonderer Berücksichtigung des Finanz-, Investitions- und Innovations-Controlling, Göttingen.
- Lundstrum, Leonard L. (2002):** Corporate investment myopia: a horserace of the theories, in: *Journal of Corporate Finance*, 8 (4), S. 353-371.
- Lutter, Marcus (1985):** Organzuständigkeit im Konzern, in: Lutter, Marcus/Mertens, Hans J./Ulmer, Peter (Hrsg.): *Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985*, Berlin/New York, S. 825-854.
- MacGregor, Donald G./Slovic, Paul/Dreman, David/Berry, Michael (2000):** Imagery, Affect, and Financial Judgment, in: *Journal of Psychology & Financial Markets*, 1 (2), S. 104-110.

- Maher, James W. Jr. (1998):** Identification and Investigation of High-Cash Firms, Working Paper, Pennsylvania State University.
- Mahoney, James M. (1996):** Forecast Biases in Value-at-Risk Estimators: Evidence in Foreign Exchange and Global Equity Portfolios, Federal Reserve Bank of New York, Manuskript des gleichnamigen Vortrages auf der Tagung der Financial Market Group der London School of Economics über "Internal Risk Models and Financial Regulation" in London am Dienstag, den 15. Oktober 1996.
- Maksimovic, Vojislav/Phillips, Gordon (2002):** Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence, in: *Journal of Finance*, 57 (2), S. 721-767.
- Malmendier, Ulrike M. (2002):** Behavioral Approaches to Contract Theory and Corporate Finance, Cambridge.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey (2003):** Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction, Working Paper, Stanford University.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey (2005a):** CEO Overconfidence and Corporate Investment, in: *Journal of Finance*, 60 (6), S. 2661-2700.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey (2005b):** Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, in: *European Financial Management*, 11 (5), S. 649-659.
- Malmendier, Ulrike/Tate, Geoffrey/Yan, Jun (2006):** Corporate Financial Policies With Overconfident Managers, Working Paper, Stanford.
- Mann, Rudolf (1973):** Die Praxis des Controlling. Instrumente, Einführung, Konflikte, München.
- Männel, Wolfgang (2006):** Wertorientiertes Controlling, Lauf an der Pegnitz.
- Mantzavinos, Chrysostomos/North, Douglas C./Shariq, Sayed (2004):** Learning, Institutions and Economic Performance, in: *Perspectives on Politics*, 2 (1), S. 75-84.
- March, James G./Shapira, Zur (1987):** Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking, in: *Management Science*, 33 (11), S. 1404-1418.
- March, James G./Simon, Herbert A. (1993):** Organizations, 2nd Edition, Cambridge.
- Markowitz, Harry M. (1952):** Portfolio Selection, in: *Journal of Finance*, 7 (1), S. 77-91.
- Markowitz, Harry M. (1959):** Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, New York.
- Marsh, Paul (1982):** The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, in: *The Journal of Finance*, 37 (1), S. 121-144.
- Marshall, Andrew W./Meckling, William H. (1962):** Predictability of Costs, Time, and Success of Development, in: NBER (Hrsg.): *The Rate and Direction of Incentive Activity: Economic and Social Factors*, Princeton, S. 1821-1845.
- Marx, Marita (1993):** Finanzmanagement und Finanzcontrolling im Mittelstand, Ludwigsburg/Berlin, zugleich Dissertation Technische Universität Berlin, 1993.
- May, Friedrich W. (1992):** Konzerne: Volle Kassen auch ohne Banken, in: *Bankkaufmann*, 1992 (9), S. 29-35.

- May, Mark (2001):** Mentale Modelle, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): Lexikon der Psychologie. In fünf Bänden, Band 3 (M-Ref), Heidelberg/Berlin, S. 49-50.
- McFadden, Daniel (1999):** Rationality for Economists?, in: Journal of Risk & Uncertainty, 19 (1-3), S. 73-105.
- McNeil, Barbara J./Pauker, Stephen G./Tversky, Amos (1988):** On the Framing of Medical Decisions, in: Bell, David E./Raiffa, Howard (Hrsg.): Decision Making: Descriptive, Normative, and Prescriptive Interactions, Cambridge, S. 562-568.
- McRae, Thomas Watson/Walker, David P. (1980):** Foreign Exchange Management, London.
- Meadows, Dennis L. (1968):** Estimate Accuracy and Project Selection Models in Industrial Research, in: Industrial Management Review, 9 (3), S. 105-119.
- Meckling, William H. (1976):** Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 112 (4), S. 545-559.
- Mehran, Hamid (1992):** Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 27 (4), S. 539-560.
- Mello, Antonio S./Parsons, John E. (2000):** Hedging and Liquidity, in: Review of Financial Studies, 13 (1), S. 127-153.
- Mensch, Gerhard (2001):** Finanz-Controlling: Finanzplanung und -kontrolle. Controlling zur finanziellen Unternehmensführung, München et al.
- Mensch, Gerhard (2002):** Investitionscontrolling - Aufgaben und Gestaltungsansätze, in: Betrieb & Wirtschaft, 56 (9), S. 353-359.
- Merbecks, Andreas/Stegemann, Uwe/Frommeyer, Jesko (2004):** Intelligentes Risikomanagement. Das Unvorhersehbare meistern, Frankfurt/Wien.
- Messick, David M./Bazerman, Max H. (1996):** Ethical Leadership and the Psychology of Decision Making, in: Sloan Management Review, 37 (2), S. 9-22.
- Metze, Albrecht (1991):** Konzernfinanzierung unter Berücksichtigung internationaler Aktivitäten, in: Betge, Peter/Theisen, Manuel René (Hrsg.): Finanzierung und Besteuerung der Unternehmung und des Konzerns, Stuttgart, S. 151-161.
- MeVay, Jim/Turner, Chris (1995):** Could companies use value-at-risk?, in: Euromoney, 1995 (318), S. 84-86.
- Meyer, Matthias (2005):** Akteursmodell und ökonomischer Ansatz - Eine Verhältnisbestimmung, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), Forschungspapier Nr. 106, Vallendar.
- Meyer, Matthias/Heine, Bernd-Oliver (2005):** Motivation und Einordnung des "Akteursmodells" - Überlegungen zur Integration von Anreizen und Kognition in der betriebswirtschaftlichen Forschung, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), Forschungspapier Nr. 105, Vallendar.
- Mian, Shehzad L. (1996):** Evidence on Corporate Hedging Policy, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 31 (3), S. 419-439.
- Michel, Reiner M./Langguth, Matthias/Scheuermann, Hans-Dieter/Vorfelder, Britta (1994):** Finanzplanung und -controlling. Rollierende Disposition der Liquidität, Renningen-Malmsheim.

- Mikkelson, Wayne H./Partch, Megan (2003):** Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38 (2), S. 275-294.
- Miller, Merton H. (1977):** Debt and Taxes, in: *Journal of Finance*, 32 (2), S. 261-275.
- Miller, Merton H. (1986):** Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends, in: *Journal of Business*, 59 (4), S. 451-468.
- Minkler, Alanson P. (1993):** The Problem with Dispersed Knowledge: Firms in Theory and Practice, in: *Kyklos*, 46 (4), S. 569-587.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H. (1958):** The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, 48 (3), S. 261-297.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H. (1963):** Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review*, 53 (3), S. 433-443.
- Moeller, Sara B./Schlingemann, Frederik P./Stulz, René M. (2005):** Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave, in: *Journal of Finance*, 60 (2), S. 757-782.
- Moisand, Dan (2000):** Effective Financial Planning in the Presence of Judgmental Heuristics, in: *Journal of Financial Planning*, 13 (4), S. 130-134.
- Molzahn, Rudolf A. (1989):** Zur Nutzung neuartiger Finanzierungsinstrumente in der Unternehmensfinanzierung, in: Rudolph, Bernd (Hrsg.): *Strategisches Finanzmanagement der Unternehmen*, Frankfurt am Main, S. 83-96.
- Moore, James S./Reichert, Alan K. (1983):** An Analysis of the Financial Management Techniques Currently Employed by Large U.S. Corporations, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 10 (4), S. 623-645.
- Morck, Randall/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1990):** Do Managerial Incentives Drive Bad Acquisitions?, in: *Journal of Finance*, 45 (1), S. 31-48.
- Moser, Reinhard (1985):** Preis- und Finanzierungsentscheidungen im Auslandsgeschäft: Ein Corporate-Modelling-Ansatz, Wien.
- Mossin, Jan (1966):** Equilibrium in a Capital Asset Market, in: *Econometrica*, 34 (4), S. 768-783.
- Mossin, Jan (1973):** *Theory of Financial Markets*, Englewood Cliffs.
- Muck, Matthias/Rudolf, Markus (2005):** International Corporate Risk Management: A Comparison of Three Major Airlines, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): *Risk Management. Challenge and Opportunity*, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 571-590.
- Mukherjee, Tarun K. (1991):** Reducing the Uncertainty-Induced Bias in Capital Budgeting Decisions - A Hurdle Rate Approach, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (5), S. 747-753.
- Mukherjee, Tarun K./Kiyamaz, Halil/Baker, H. Kent (2004):** Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs, in: *Journal of Applied Finance*, 14 (2), S. 7-24.
- Mulligan, Emer (2001):** Treasury Management Organisation: An Examination of Centralised Versus Decentralised Approaches, in: *The Irish Journal of Management*, 22 (1), S. 7-33.
- Müller-Hedrich, Bernd W. (1990):** *Betriebliche Investitionswirtschaft. Systematische Planung, Entscheidung und Kontrolle von Investitionen*, 5., durchgesehene Auflage, Stuttgart.

- Müsseler, Jochen (2001):** Aufmerksamkeit, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): Lexikon der Psychologie. In fünf Bänden, Band 1 (A-E), Heidelberg/Berlin, S. 154-156.
- Mussweiler, Thomas/Strack, Fritz/Pfeiffer, Tim (2000):** Overcoming the Inevitable Anchoring Effect: Considering the Opposite Compensates for Selective Accessibility, in: *Personality and Social Psychology Bulletin*, 26 (9), S. 1142-1150.
- Myers, Stewart C. (1977):** Determinants of Corporate Borrowing, in: *Journal of Financial Economics*, 5 (2), S. 147-175.
- Myers, Stewart C. (1984):** The Capital Structure Puzzle, in: *Journal of Finance*, 39 (3), S. 575-592.
- Myers, Stewart C. (2001):** Capital Structure, in: *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), S. 81-102.
- Myers, Stewart C./Majluf, Nicholas S. (1984):** Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do not Have, in: *Journal of Financial Economics*, 13 (2), S. 187-221.
- Nam, Jouahn/Wang, Jun/Zhang, Ge (2005):** Managerial Career Concerns and Risk Management, Working Paper, Lubin School of Business, Pace University, New York.
- Nance, Deana R./Smith, Clifford W. Jr./Smithson, Charles W. (1993):** On the Determinants of Corporate Hedging, in: *Journal of Finance*, 48 (1), S. 267-284.
- Napiwotzki, Ralf (1997):** Strategisches Finanzcontrolling: Entwicklung eines wissensbasierten Prognosesystems zur Unterstützung des strategischen Finanzcontrollings, Lohmar et al.
- Narayanan, M. P. (1985):** Managerial Incentives for Short-Term Results, in: *Journal of Finance*, 40 (5), S. 1469-1484.
- Neus, Werner/Hirth, Hans (2001):** Kapitalmarktmodelle, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 1305-1316.
- Nitzsch, Rüdiger von (2002):** Entscheidungslehre. Wie Menschen entscheiden und wie sie entscheiden sollten, Stuttgart.
- Noe, Thomas H./Rebello, Michael J. (1997):** Renegotiation, Investment Horizons and Managerial Discretion, in: *Journal of Business*, 70 (3), S. 385-407.
- Nolte, Wolfram (1981):** Die internationale Kassenhaltung der multinationalen Unternehmung, Bochum, zugleich Dissertation Universität Bochum.
- Northcraft, Gregory B./Neale, Margaret A. (1986):** Opportunity Costs and the Framing of Resource Allocation Decisions, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 37 (3), S. 348-356.
- Nüchter, Norbert P. (2003):** Finanz- und Investitionscontrolling, in: Steinle, Claus/Bruch, Heike (Hrsg.): Controlling. Kompendium für Ausbildung und Praxis, Stuttgart, S. 854-880.
- O'Brien, Thomas J. (1994):** Corporate Measurement of Economic Exposure to Foreign Exchange Risk, in: *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 3 (4), S. 1-60.
- Odean, Terrance (1998a):** Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, in: *Journal of Finance*, 53 (5), S. 1775-1798.
- Odean, Terrance (1998b):** Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average, in: *Journal of Finance*, 53 (6), S. 1887-1934.

- Odean, Terrance (1999):** Do Investors Trade Too Much?, in: *American Economic Review*, 89 (5), S. 1279-1298.
- Oehler, Andreas/Unser, Matthias (2002):** *Finanzwirtschaftliches Risikomanagement*, 2., verbesserte Auflage, Berlin et al.
- Olfert, Klaus (1999):** *Finanzierung*, 10., überarbeitete und erweiterte Auflage, Ludwigshafen.
- Olfert, Klaus (2003):** *Investition*, 9., durchgesehene und aktualisierte Auflage, Ludwigshafen.
- Olfert, Klaus/Reichel, Christopher (2006):** *Investition*, 10., aktualisierte und verbesserte Auflage, Ludwigshafen.
- Olsen, Robert A. (1997):** Prospect Theory as an Explanation of Risky Choice by Professional Investors: Some Evidence, in: *Review of Financial Economics*, 6 (2), S. 225-232.
- Opler, Tim/Pinkowitz, Lee/Stulz, René/Williamson, Rohan (1999):** The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, in: *Journal of Financial Economics*, 52 (1), S. 3-46.
- Opp, Karl-Dieter (2005):** *Methodologie der Sozialwissenschaften. Einführung in die Probleme ihrer Theorienbildung und praktischen Anwendung*, 6. Auflage, Wiesbaden.
- Ossadnik, Wolfgang (1998):** *Controlling*, 2., durchgesehene und verbesserte Auflage, München/Wien.
- Osterloh, Margit/Grand, Simon (1995):** Modellbildung versus Frameworking: Die Positionen von Williamson und Porter, in: Wächter, Hartmut (Hrsg.): *Selbstverständnis betriebswirtschaftlicher Forschung und Lehre: Tagung der Kommission Wissenschaftstheorie*, Wiesbaden, S. 1-26.
- Ott, Frank M. (2000):** *Strategisches Investitionscontrolling in internationalen Konzernen: Konzeption und Umsetzung in der chemischen Industrie*, Wiesbaden.
- Oxelheim, Lars/Wihlborg, Clas G. (1987):** *Macroeconomic Uncertainty: International Risks and Opportunities for the Corporation*, Chichester/New York.
- Oxelheim, Lars/Wihlborg, Clas G. (1995):** Measuring Macroeconomic Exposure: The Case of Volvo Cars, in: *European Financial Management*, 1 (3), S. 241-263.
- Pantzalis, Christos/Simkins, Betty J./Laux, Paul A. (2001):** Operational Hedges and the Foreign Exchange Exposure of US Multinational Corporations, in: *Journal of International Business Studies*, 32 (4), S. 793-812.
- Paredes, Troy A. (2005):** Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance, in: *Florida State University Law Review*, 32, S. 673-762.
- Pausenberger, Ehrenfried (1985):** Finanzwirtschaftliche Servicegesellschaften internationaler Konzerne, in: Macharzina, Klaus (Hrsg.): *Finanz- und bankwirtschaftliche Probleme bei internationaler Unternehmenstätigkeit*, Stuttgart, S. 119-143.
- Pausenberger, Ehrenfried (1989):** Innenfinanzierung, in: Macharzina, Klaus/Welge, Martin (Hrsg.): *Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*, Band 12, Stuttgart, Sp. 854-861.
- Pausenberger, Ehrenfried/Glaum, Martin (1993a):** Electronic-Banking-Systeme und ihre Einsatzmöglichkeiten in internationalen Unternehmungen, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 45 (1), S. 41-68.



- Pausenberger, Ehrenfried/Glaum, Martin (1993b):** Management von Währungsrisiken, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München, S. 763-785.
- Pausenberger, Ehrenfried/Glaum, Martin/Johansson, Axel (1995):** Das Cash Management internationaler Unternehmungen in Deutschland, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 65 (12), S. 1365-1386.
- Pausenberger, Ehrenfried/Völker, Harald (1985):** Praxis des internationalen Finanzmanagement, Wiesbaden.
- Peck, Merton/Scherer, Frederick M. (1962):** The Weapons Acquisition Process. An Economic Analysis, Cambridge.
- Peemöller, Volker H. (2005):** Controlling. Grundlagen und Einsatzgebiete, 5. Auflage, Herne/Berlin.
- Perlitz, Manfred (1988):** Wird der Finanzmanager der mächtigste Mann im Industrieunternehmen?, in: Rudolph, Bernd/Wilhelm, Jochen (Hrsg.): Bankpolitik, finanzielle Unternehmensführung und die Theorie der Finanzmärkte, Berlin, S. 309-335.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred (2004):** Finanzwirtschaft der Unternehmung, 13., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Peters, Thomas J./Waterman, Robert H. Jr. (1982):** In Search of Excellence, New York.
- Petersen, Mitchell A./Thiagarajan, S. Ramu (2000):** Risk Management and Hedging: With and Without Derivatives, in: Financial Management, 29 (4), S. 5-29.
- Petty, Richard E./Cacioppo, John T. (1984):** The Effects of Involvement on Responses to Argument Quantity and Quality: Central and Peripheral Routes to Persuasion, in: Journal of Personality & Social Psychology, 46 (1), S. 69-81.
- Pfaff, Dieter (2001):** Finanzcontrolling, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 729-742.
- Pfennig, Michael (2000):** Shareholder Value durch unternehmensweites Risikomanagement, in: Johannig, Lutz/Rudolph, Bernd (Hrsg.): Handbuch des Risikomanagements, Band 2, Bad Soden, S. 1295-1332.
- Pfennig, Michael/Rudolph, Bernd (2001):** Währungs-Futures und -Forwards (8.2.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-52.
- Phillips, Aaron L. (1997):** Treasury Management: Job Responsibilities, Curricular Development, and Research Opportunities, in: Financial Management, 26 (3), S. 69-81.
- Picot, Arnold (1991):** Ökonomische Theorien der Organisation - Ein Überblick über neuere Ansätze und deren betriebswirtschaftliches Anwendungspotential, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büselmann, Elke (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie, Stuttgart, S. 143-170.
- Pieroth, Guido (2002):** Zum Umgang mit Irrationalität - Ein Erfahrungsbericht, in: Kostenrechnungspraxis, 46 (6), S. 341-345.
- Pietsch, Gotthard/Scherm, Ewald (2000):** Die Präzisierung des Controlling als Führungs- und Führungsunterstützungsfunktion, in: Die Unternehmung, 54 (5), S. 395-412.

- Pike, Richard/Neale, Bill (1993):** Corporate Finance and Investment, 2nd Edition, New York.
- Pinegar, J. Michael/Wilbrecht, Lisa (1989):** What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey, in: Financial Management, 18 (4), S. 82-91.
- Pinkowitz, Lee (2002):** The Market for Corporate Control and Corporate Cash Holdings, Working Paper, Georgetown University.
- Pollanz, Manfred (1999):** Ganzheitliches Risikomanagement im Kontext einer wertorientierten Unternehmensführung (Risk Adjusted Balanced Scorecarding), in: Der Betrieb, 52 (25), S. 1277-1281.
- Popper, Karl R. (1945/2000):** Die Autonomie der Soziologie, in: Popper, Karl R./Miller, David (Hrsg.): Lesebuch: ausgewählte Texte zu Erkenntnistheorie, Philosophie der Naturwissenschaften, Metaphysik, Sozialphilosophie, 2., durchgesehene Auflage, Tübingen, S. 337-349.
- Power, Michael (1997):** The Audit Society. Rituals of Verification, Oxford.
- Prahl, Reinhard (1996):** Bilanzierung und Prüfung von Financial Instruments in Industrie- und Handelsunternehmen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 49 (23-24), S. 830-839.
- Prätsch, Joachim/Schikorra, Uwe/Ludwig, Eberhard (2003):** Finanzmanagement, 2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Priemeier, Thomas (2005):** Finanzrisikomanagement im Unternehmen. Ein Praxishandbuch, München.
- Pritsch, Gunnar/Hommel, Ulrich (1997):** Hedging im Sinne des Aktionärs. Ökonomische Erklärungsansätze für das unternehmerische Risikomanagement, in: Die Betriebswirtschaft, 57 (5), S. 672-693.
- Pritsch, Gunnar/Weber, Jürgen (2004):** Die Bedeutung des Realloptionsansatzes aus Controllingsicht, in: Zeitschrift für Controlling & Management, 48 (Sonderheft 1), S. 72-85.
- Radner, Roy (2000):** Costly and Bounded Rationality in Individual and Team Decision-Making, in: Industrial and Corporate Change, 9 (4), S. 623-658.
- Raffée, Hans (1993):** Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, 8., unveränderte Auflage, Göttingen.
- Rajan, Raghuram G./Servaes, Henri/Zingales, Luigi (2000):** The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, in: Journal of Finance, 55 (1), S. 35-80.
- Rajan, Raghuram G./Zingales, Luigi (1995):** What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, in: Journal of Finance, 50 (5), S. 1421-1460.
- Rajgopal, Shivaram/Shevlin, Terry (2002):** Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking, in: Journal of Accounting & Economics, 33 (2), S. 145-171.
- Redhead, Keith (2002):** Management Attitudes to Risk - A Finance Perspective, in: Credit Control, 23 (3), S. 24-26.
- Reichmann, Thomas (1996):** Cash-Management im Konzern. Ein Weg zur Konkursverschleierung bei den weniger "hübschen" Töchtern?, in: Controlling, 8 (5), S. 295.
- Reichmann, Thomas (2006):** Controlling mit Kennzahlen und Management-Tools - Die systemgestützte Controlling-Konzeption, 7., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.

- Reichmann, Thomas/Haiber, Thomas/Fröhling, Oliver (1996):** Cash Management, Cash-Pooling und Controlling. Einbau von kennzahlenorientierten Sicherheitsschwellen in den Prozeß des Konzern-Cash-Managements, in: *Controlling*, 8 (5), S. 296-302.
- Reichmann, Thomas/Kleinschnittger, Ulrich (1987):** Die Controllingfunktion in der Unternehmenspraxis - Empirische Untersuchung zur Funktionsbestimmung und -abgrenzung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 57 (11), S. 1090-1120.
- Reimund, Carsten (2003):** Liquiditätshaltung und Unternehmenswert. Erklärungsansätze, Modelle und empirische Untersuchung deutscher börsennotierter Unternehmen, Wiesbaden.
- Reintges, Hans (1988):** Finanzierungsvorgänge und finanzwirtschaftliche Dispositionen im Konzern, in: Christians, Friedrich Wilhelm (Hrsg.): *Finanzierungshandbuch*, 2., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden, S. 661-687.
- Reisenberg, Kurt (2006):** Das Dilemma der CFOs, in: *Harvard Business Review*, 28 (Juni), S. 17.
- Reitz, H. Joseph (1977):** *Behavior in Organizations*, Homewood, IL.
- Rettberg, Udo (2005):** Asset-Klasse erleichtert Risikotransfer, *Handelsblatt*, 03.06.2005, S. B1.
- Ricci, Cecilia Wagner (1999):** A Survey and Analysis of Receivables Practices in American Corporations, in: *Financial Practice & Education*, 9 (2), S. 51-60.
- Ricci, Cecilia Wagner/Di Vito, Nino (2000):** International Working Capital Practices in the UK, in: *European Financial Management*, 6 (1), S. 69-84.
- Ricci, Cecilia Wagner/Morrison, Gail (1996):** International Working Capital Practices of the Fortune 200, in: *Financial Practice & Education*, 6 (2), S. 7-20.
- Richter, Hermann J. (1987):** Theoretische Grundlagen des Controlling. Strukturkriterien für die Entwicklung von Controlling-Konzeptionen, Frankfurt am Main et al.
- Richter, Rudolf (1991):** Institutionenökonomische Aspekte der Theorie der Unternehmung, in: Ordelheide, Dieter/Rudolph, Bernd/Büsselmann, Elke (Hrsg.): *Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie*, Stuttgart, S. 395-429.
- Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (2003):** *Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung*, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Tübingen.
- Richtsfeld, Jörg (1994):** *In-house-Banking: Neue Erfolgsstrategien im Finanzmanagement internationaler Unternehmen*, Wiesbaden, zugleich Dissertation Fachhochschule St. Gallen, 1992.
- Riesenhuber, Maximilian (2006):** *Die Fehlentscheidung: Ursache und Eskalation*, 1. Auflage, Wiesbaden.
- Risak, Johann (1998):** Zur Einstimmung: Finanzmanagement und Controlling - eine vergessene Brücke, in: Eschenbach, Rolf/Risak, Johann (Hrsg.): *Controlling und Finanzmanagement - eine vergessene Brücke. Österreichischer Controllertag 1997*, Wien, S. 15-21.
- Roberts, John/Sanderson, Paul/Barker, Richard/Hendry, John (2006):** In the Mirror of the Market: The Disciplinary Effects of Company/Fund Manager Meetings, in: *Accounting, Organizations & Society*, 31 (3), S. 277-294.
- Roese, Neal J. (2004):** Twisted Pair: Counterfactual Thinking and the Hindsight Bias, in: Koehler, Derek J./Harvey, Nigel (Hrsg.): *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, Malden et al., S. 258-273.

- Rogers, Daniel A. (2002):** Does Executive Portfolio Structure Affect Risk Management? CEO Risk-Taking Incentives and Corporate Derivatives Usage, in: *Journal of Banking & Finance*, 26 (2-3), S. 271-295.
- Rolfes, Bernd (2002):** Das Management von Zins- und Währungsrisiken in Industrieunternehmen, in: Hölscher, Reinhold/Elfggen, Ralph (Hrsg.): *Herausforderung Risikomanagement - Identifikation, Bewertung und Steuerung industrieller Risiken*, Wiesbaden, S. 541-558.
- Roll, Richard (1986):** The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: *Journal of Business*, 59 (2), S. 197-216.
- Rosenstiel, Lutz von (1993a):** Entwicklung und Training von Führungskräften, in: Rosenstiel, Lutz von/Regnet, Erika/Domsch, Michel (Hrsg.): *Führung von Mitarbeitern. Handbuch für erfolgreiches Personalmanagement*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, S. 59-74.
- Rosenstiel, Lutz von (1993b):** Motivation von Mitarbeitern, in: Rosenstiel, Lutz von/Regnet, Erika/Domsch, Michel (Hrsg.): *Führung von Mitarbeitern. Handbuch für erfolgreiches Personalmanagement*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, S. 153-172.
- Rosenstiel, Lutz von (2003):** *Grundlagen der Organisationspsychologie. Basiswissen und Anwendungshinweise*, 5., überarbeitete Auflage, Stuttgart.
- Rösgen, Klaus (2000a):** Aufgabenfelder des Investitionscontrollings, in: *Kostenrechnungspraxis*, 44 (4), S. 251-261.
- Rösgen, Klaus (2000b):** *Investitionscontrolling: Konzeption eines lebenszyklusorientierten Controllings von Sachanlagen*, Frankfurt am Main et al.
- Rösler, Peter (1993):** Kreditfinanzierung über Intermediäre, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): *Handbuch des Finanzmanagements - Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung*, München, S. 401-428.
- Roso, Marcus/Vormweg, Rainer/Wall, Friederike (2005):** Controlling im Spiegel deutscher und angloamerikanischer Literatur - Eine vergleichende Lehrbuchanalyse, in: Weber, Jürgen/Meyer, Matthias (Hrsg.): *Internationalisierung des Controllings. Standortbestimmung und Optionen*, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 67-83.
- Ross, Derek (1990):** Internal Control over the Treasury Function, in: *Accountancy*, 106 (1163/July), S. 114-115.
- Ross, Derek (1991):** Foreign Exchange Transactions, in: *Accountancy*, 107 (1174/June), S. 95-96.
- Ross, Derek (1994a):** Controlling Treasury Dealing, in: *Accountancy*, 113 (1207/March), S. 134.
- Ross, Derek (1994b):** Measuring Treasury Performance, in: *Accountancy*, 113 (1210/June), S. 126.
- Ross, Derek (1997):** *International Cash Management*, London.
- Ross, Michael P. (1997):** *Corporate Hedging: What, Why, and How?*, Working Paper, University of California, Berkeley.
- Ross, Stephen A. (1977):** The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in: *Bell Journal of Economics*, 8 (1), S. 23-40.

- Ross, Stephen A. (2004):** Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness, in: *Journal of Finance*, 59 (1), S. 207-225.
- Ross, Stephen A. (2005):** *Neoclassical Finance*, Princeton/Oxford.
- Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jaffe, Jeffrey F. (1993):** *Corporate Finance*, 3rd Edition, Burr Ridge, IL et al.
- Ross, Stephen A./Westerfield, Randolph W./Jordan, Bradford D. (2003):** *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th Edition, Boston et al.
- Rubin, Jeffrey/Brockner, Joel (1975):** Factors Affecting Entrapment in Waiting Situations: The Rosencrantz and Guildenstern Effect, in: *Journal of Personality & Social Psychology*, 31 (6), S. 1054-1063.
- Ruda, Walter/Martin, Thomas A./Pfeffer, Markus (2003):** Going Public- und Investor Relations-Management von Medien- und Entertainmentunternehmen, in: *Zeitschrift für Controlling & Management*, 48 (4), S. 215-218.
- Rudolf, Markus (2000):** Monte Carlo Simulation im Risikomanagement, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 29 (7), S. 381-387.
- Rudolph, Bernd (1989):** Finanzmanagement, internationales, in: Macharzina, Klaus/Welge, Martin (Hrsg.): *Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung*, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 12, Stuttgart, Sp. 651-663.
- Rudolph, Bernd (1991):** Finanzierungstheorie: Stand und Implikationen für das Finanzmanagement, in: Krümmel, Hans-Jacob/Rudolph, Bernd (Hrsg.): *Corporate Finance. Vorträge und Berichte der Tagung "Corporate Finance" am 20. September 1990*, Frankfurt am Main, S. 31-44.
- Rudolph, Bernd (1995):** Zinsänderungsrisiko, Management des, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 2042.
- Rudolph, Bernd (2002):** Finanzierungstheorie, in: Küpper, Hans-Ulrich/Wagenhofer, Alfred (Hrsg.): *Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling*, 4., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 549-558.
- Russo, J. Edward/Schoemaker, Paul J. H. (1989):** *Decision Traps. Ten Barriers to Brilliant Decision-Making and How to Overcome Them*, New York et al.
- Russo, J. Edward/Schoemaker, Paul J. H. (1992):** Managing Overconfidence, in: *Sloan Management Review*, 33 (2), S. 7-17.
- Russo, J. Edward/Schoemaker, Paul J. H. (2002):** *Winning Decisions. How to Make the Right Decision the First Time*, London.
- Ryan, Harley E. Jr./Wiggins, Roy A. III (2001):** The Influence of Firm- and Manager-Specific Characteristics on the Structure of Executive Compensation, in: *Journal of Corporate Finance*, 7 (2), S. 101-123.
- Samuelson, William/Zeckhauser, Richard (1988):** Status Quo Bias in Decision Making, in: *Journal of Risk & Uncertainty*, 1 (1), S. 7-59.
- Sandretto, Michael J. (1993):** Controlling Financial Instruments, in: *Management Accounting*, 74 (11), S. 55-61.
- Santerre, Rexford E./Neun, Stephen P. (1986):** Stock Dispersion and Executive Compensation, in: *Review of Economics & Statistics*, 68 (4), S. 685-687.

- Sayre, Todd L./Rankin, Frederick W./Fargher, Neil L. (1998):** The Effects of Promotion Incentives on Delegated Investment Decisions: A Note, in: *Journal of Management Accounting Research*, 10, S. 313-324.
- Schäfer, Dorothea/Kruschwitz, Lutz/Schwake, Mike (1998):** Studienbuch Finanzierung und Investition, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Schäfer, Henry (2003):** Hedging von Geschäftsrisiken im Rahmen des finanzwirtschaftlichen Risikomanagements, in: Schäfer, Henry (Hrsg.): *Finanzmanagement im Wandel - Innovative Praxiskonzepte für Herausforderungen von morgen*, Bonn, S. 151-172.
- Schäfer, Henry (2005):** Unternehmensinvestitionen. Grundzüge in Theorie und Management, 2., überarbeitete Auflage, Heidelberg.
- Schäffer, Utz (2001):** Kontrolle als Lernprozess, Wiesbaden.
- Schäffer, Utz (2002):** Strategien zur Vermeidung opportunistischen Verhaltens, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung & Praxis*, 54 (1), S. 86-99.
- Schäffer, Utz/Weber, Jürgen (2001):** Controlling als Rationalitätssicherung der Führung - Zum Stand unserer Forschung, in: Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (Hrsg.): *Rationalitätssicherung der Führung - Beiträge zu einer Theorie des Controlling*, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 1-6.
- Schäffer, Utz/Weber, Jürgen (2003):** Thesen zum Controlling (II), Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), CCM-Forschungspapier Nr. 8, Vallendar.
- Schanz, Günther (1977):** Jenseits von Empirismus 1: Eine Perspektive für die betriebswirtschaftliche Forschung, in: Köhler, Richard (Hrsg.): *Empirische und handlungstheoretische Forschungskonzeptionen in der Betriebswirtschaftslehre: Bericht über die Tagung in Aachen der Kommission Wissenschaftstheorie im Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V.*, März 1976, Stuttgart, S. 65-84.
- Schanz, Günther (1988):** Methodologie für Betriebswirte, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- Schanz, Günther (1993):** Verhaltenswissenschaften und Betriebswirtschaftslehre, in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Wysocki, Klaus von (Hrsg.): *Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*, 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 4521-4532.
- Scharfstein, David S./Stein, Jeremy C. (2000):** The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment, in: *Journal of Finance*, 55 (6), S. 2537-2564.
- Scharpf, Paul/Luz, Günther (2000):** Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- Scheffler, Eberhard (1992):** Konzernmanagement. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernführungspraxis, München.
- Schewe, Gerhard (1996):** Treasuring und Controlling, in: Schulte, Christof (Hrsg.): *Lexikon des Controlling*, München/Wien, S. 784-787.
- Scheytt, Tobias/Unterrieder, Astrid/Becker, Albrecht (2005):** Controllingbilder und Controllingpraxis: Epistemologische und methodologische Aspekte internationaler Controllingforschung, in: Weber, Jürgen/Meyer, Matthias (Hrsg.): *Internationalisierung des Controllings. Standortbestimmung und Optionen*, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 85-109.
- Schierenbeck, Henner (1994):** Ertragsorientiertes Bankmanagement: Controlling in Kreditinstituten, Wiesbaden.

- Schierenbeck, Henner (1997):** Ertragsorientiertes Bankmanagement: Risiko-Controlling und Bilanzstrukturmanagement, Band 1, Wiesbaden.
- Schmalen, Helmut (2002):** Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft, 12., überarbeitete Auflage, Stuttgart.
- Schmidt, Reinhard H. (1981):** Ein neo-institutionalistischer Ansatz der Finanzierungstheorie, in: Rühli, Edwin/Thommen, Jean-Paul (Hrsg.): Unternehmensführung aus finanz- und bankwirtschaftlicher Sicht. Bericht von der wissenschaftlichen Tagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V., Bericht über die Tagung in Zürich, Mai 1980, Stuttgart, S. 135-154.
- Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva (1997):** Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4., aktualisierte Auflage, Wiesbaden.
- Schmitz, Thorsten/Wehrheim, Michael (2006):** Risikomanagement. Grundlagen – Theorie – Praxis, Stuttgart.
- Schneider, Dieter (1992):** Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden.
- Schneider, Ulf (1986):** Finanz-Controlling : Leistungsfähigkeit des Konzepts am Beispiel der international tätigen Bank, Berlin.
- Scholl, Wolfgang (1992):** Informationspathologien, in: Frese, Erich (Hrsg.): Handwörterbuch der Organisation, 3., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 900-912.
- Scholz, Christian (2000):** Personalmanagement. Informationsorientierte und verhaltens-theoretische Grundlagen, 5., neubearbeitete und erweiterte Auflage, München.
- Schöndube-Pirchegger, Barbara (2006):** Hedging, Hedge Accounting, and Speculation in a Rational Expectations Equilibrium, in: Journal of Accounting & Public Policy, 25 (6), S. 687-705.
- Schönebeck, Harald (1994):** Finanzmanagement auf der Basis von Expertensystemen. Ein systemorientierter Ansatz zur wissensbasierten Informationsversorgung, Ludwigs-burg/Berlin.
- Schrand, Catherine/Unal, Haluk (1998):** Hedging and Coordinated Risk Management: Evidence from Thrift Conversions, in: Journal of Finance, 53 (3), S. 979-1013.
- Schrief, Jörg (1995):** Die Eigenerstellungs-Fremdbezugsproblematik von Bankdienstleistungen durch Grossunternehmen, Frankfurt am Main et al., zugleich Dissertation Universität Frankfurt am Main.
- Schröder, Ernst F. (2000):** Modernes Unternehmens-Controlling, 7., überarbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, Ludwigshafen.
- Schuette, Robert A./Fazio, Russell H. (1995):** Attitude Accessibility and Motivation as Determinants of Biased Processing: A Test of the MODE Model, in: Personality and Social Psychology Bulletin, 21 (7), S. 704-710.
- Schulte, Christof (2006):** Corporate Finance - Die aktuellen Konzepte und Instrumente im Finanzmanagement, München.
- Schumacher, Thilo (2005):** Beteiligungscontrolling in der Management-Holding, Wiesbaden.
- Schumpeter, Joseph (1970):** Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen National-ökonomie, 2. Auflage, unveränderter Nachdruck der 1908 erschienenen 1. Auflage, Berlin.

- Schuster, Leo (1988):** In-House Banking als Instrument des Finanzmanagements von Unternehmen, in: Die Unternehmung, 42 (5), S. 346-362.
- Schweiger, David M./Sandberg, William R./Ragan, James W. (1986):** Group Approaches for Improving Strategic Decision Making - A Comparative Analysis of Dialectical Inquiry, Devil's Advocacy, and Consensus, in: Academy of Management Journal, 29 (1), S. 51-71.
- Schwellnuß, Axel Georg (1991):** Investitions-Controlling. Erfolgspotentiale auf Basis systematischer Investitionsnachrechnungen sichtbar machen, München.
- Schwenk, Charles R./Cosier, Richard A. (1980):** Effects of the Expert, Devil's Advocate, and Dialectical Inquiry Methods on Prediction Performance, in: Organizational Behavior & Human Performance, 26 (3), S. 409-424.
- Schwicht, Peter T. (2001):** Value at Risk - Ein Ansatz zur Messung von Marktrisiken (8.1.3), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-20.
- Scott, James H. Jr. (1976):** A Theory of Optimal Capital Structure, in: Bell Journal of Economics, 7 (1), S. 33-54.
- Sedlmeier, Peter (1999):** Improving Statistical Reasoning: Theoretical Models and Practical Implications, Mahwah, NJ.
- Seibel, Johannes (1982):** Finanzmanagement, (Hrsg.): Management Enzyklopädie, Band 3, 2. Auflage, München, S. 602-618.
- Seicht, Gerhard (1997):** Investition und Finanzierung, 9., durchgesehene und erweiterte Auflage, Wien.
- Seicht, Gerhard (2001):** Investition und Finanzierung, 10., aktualisierte und wesentlich erweiterte Auflage, Wien.
- Selchert, Friedrich W. (1993):** Finanz-Controlling mit Hilfe von Kennzahlen, in: Betrieb und Wirtschaft, 47 (23), S. 789-794.
- Senge, Peter M. (1990):** The Fifth Discipline. The Art and Practice of the Learning Organization, New York et al.
- Senge, Peter M./Kleiner, Art/Roberts, Charlotte/Boss, Rick B./Smith, Bryan J. (1994):** The Fifth Discipline Fieldbook: Strategies and Tools for Building a Learning Organization, New York et al.
- Sengera, Jürgen (2001):** Securitization, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 1906-1915.
- Serfling, Klaus (1992):** Controlling, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart et al.
- Shapira, Zur/Venezia, Itzhak (2001):** Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors, in: Journal of Banking & Finance, 25 (8), S. 1573-1587.
- Shapiro, Alan C. (1996):** Multinational Financial Management, 5th Edition, Upper Sale River, NJ.
- Shapiro, Alan C. (2002):** Foundations Of Multinational Financial Management, 4th Edition, New York et al.
- Shapiro, Alan C. (2003):** Multinational Financial Management, 7th Edition, New York.



- Sharpe, William F. (1964):** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *Journal of Finance*, 19 (3), S. 425-442.
- Sharpe, William F. (1970):** *Portfolio Theory and Capital Markets*, New York et al.
- Shefrin, Hersh (2001a):** Behavioral Corporate Finance, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), S. 113-124.
- Shefrin, Hersh (2001b):** Do Investors Expect Higher Returns from Safer Stocks than from Riskier Stocks?, in: *Journal of Psychology & Financial Markets*, 2 (4), S. 176-181.
- Shefrin, Hersh (2007):** *Behavioral Corporate Finance. Decisions that Create Value*, Boston et al.
- Shefrin, Hersh/Statman, Meir (1985):** The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, in: *Journal of Finance*, 40 (3), S. 777-790.
- Shefrin, Hersh/Statman, Meir (2003):** The Contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky, in: *The Journal of Behavioral Finance*, 4 (2), S. 54-58.
- Shin, Hyun-Han/Stulz, René M. (1998):** Are Internal Capital Markets Efficient?, in: *Quarterly Journal of Economics*, 113 (2), S. 531-552.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1989):** Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, in: *Journal of Financial Economics*, 25 (1), S. 123-139.
- Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W. (1997):** A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance*, 52 (2), S. 737-783.
- Shulman, Steven (1997):** What's so Rational about Rational Expectations? Hyperrationality and the Logical Limits to Neoclassicism, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 20 (1), S. 135-148.
- Sieewart, Hans/Mahari, Julian I. (1996):** *Strategisches Management von Finanzinnovationen: von modernen Finanzinstrumenten zum Financial Engineering und Financial Design*, Stuttgart.
- Simon, Herbert A. (1955):** A Behavioral Model of Rational Choice, in: *Quarterly Journal of Economics*, 69 (1), S. 99-118.
- Simon, Herbert A. (1957):** *Administrative Behavior*, New York.
- Simon, Herbert A. (1979):** Rational Decision Making in Business Organizations, in: *American Economic Review*, 69 (4), S. 493-513.
- Simon, Herbert A. (1983):** *Reason in Human Affairs*, Stanford.
- Simon, Herbert A. (1986):** Rationality in Psychology and Economics, in: *Journal of Business*, 59 (4), S. 209-224.
- Simon, Herbert A. (1991):** Bounded Rationality and Organizational Learning, in: *Organization Science*, 2 (1), S. 125-134.
- Simon, Herbert A. (1992):** Decision Making and Problem Solving, in: Zey, Mary (Hrsg.): *Decision Making. Alternatives to Rational Choice Models*, Newbury Park et al., S. 32-53.
- Simonson, Itamar (1990):** The Effect of Purchase Quantity and Timing on Variety-Seeking Behavior, in: *Journal of Marketing Research*, 27 (2), S. 150-162.
- Simonson, Itamar (1992):** The Influence of Anticipating Regret and Responsibility on Purchase Decisions, in: *Journal of Consumer Research*, 19 (1), S. 105-118.

- Sliwka, Dirk (2003):** Anreize, Motivationsverdrängung und Prinzipal-Agenten-Theorie, in: Die Betriebswirtschaft, 63 (3), S. 293-308.
- Slonik, Bruno (1998):** Global Asset Management, in: The Journal of Portfolio Management, 27 (Summer), S. 43-51.
- Slovic, Paul/Fischhoff, Baruch/Lichtenstein, Sarah (1979):** Rating the Risks, in: Environment, 21 (3), S. 14-39.
- Smith, Clifford W./Stulz, René (1985):** The Determinants of Firms' Hedging Policies, in: Journal of Financial & Quantitative Analysis, 20 (4), S. 391-405.
- Smithson, Charles W. (1996):** Theory vs. Practice: Does Financial Risk Management Increase Shareholder Value?, in: Risk, 9 (4), S. 128-131.
- Smithson, Charles W./Simkins, Betty J. (2005):** Does Risk Management Add Value? A Survey of the Evidence, in: Journal of Applied Corporate Finance, 17 (3), S. 8-17.
- Soenen, Luc A./Aggarwal, Raj (1989):** Cash and Foreign Exchange Management: Theory and Practice in Three Countries, in: Journal of Business Finance & Accounting, 16 (5), S. 599-619.
- Spahni-Klass, Almut (1990):** Cash-Management im multinationalen Industriekonzern, 2., unveränderte Auflage, Bern/Stuttgart, zugleich Dissertation Universität Zürich, 1988.
- Sperber, Herbert/Sprink, Joachim (1999):** Finanzmanagement internationaler Unternehmen. Grundlagen – Strategien – Instrumente, Stuttgart et al.
- Spinner, Helmut F. (1971):** Theoretischer Pluralismus. Prolegomena zu einer kritizistischen Methodologie und Theorie des Erkenntnisfortschritts, in: Albert, Hans (Hrsg.): Sozialtheorie und soziale Praxis - Eduard Baumgarten zum 70. Geburtstag, Meisenheim am Glan, S. 17-41.
- Spiselman, David (1989):** International Cash Management and Positioning of Funds, in: Poniachek, Harvey A. (Hrsg.): International Corporate Finance. Markets, Transactions, and Financial Management, Boston et al., S. 291-311.
- Spremman, Klaus (1996):** Investition und Finanzierung, 5., vollständig überarbeitete, ergänzte und aktualisierte Auflage, München/Wien.
- Spremman, Klaus (2005):** Modern Finance. Rendite, Risiko, Wert, 2. Auflage, München/Wien.
- Staehe, Wolfgang H. (1999):** Management: Eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 8. Auflage, überarbeitet von Conrad, Peter/Sydow, Jörg, München.
- Stanley, Marjorie T./Block, Stanley B. (1983):** An Empirical Study of Management and Financial Variables Influencing Capital Budgeting Decisions for Multinational Corporations in the 1980s, in: Management International Review, 23 (3), S. 61-71.
- Statman, Meir (1999):** Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements, in: Financial Analysts Journal, 55 (6), S. 18-27.
- Statman, Meir (2005):** Hedging Currencies with Hindsight and Regret, in: The Journal of Investing, 14 (2), S. 15-19.
- Statman, Meir/Thorley, Steven/Vorkink, Keith (2003):** Investor Overconfidence and Trading Volume, Working Paper, Santa Clara University.
- Staw, Barry M./Ross, Jerry (1987):** Knowing When to Pull the Plug, in: Harvard Business Review, 65 (2), S. 68-74.

- Staw, Barry M./Ross, Jerry (1989):** Understanding Behavior in Escalation Situations, in: *Science*, 246 (4927), S. 216-220.
- Stegmüller, Wolfgang (1969):** Probleme und Resultate der Wissenschaftstheorie und analytischen Philosophie, Band 1: Wissenschaftliche Erklärung und Begründung, Berlin et al.
- Stein, Jeremy C. (1989):** Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), S. 655-669.
- Stein, Jeremy C. (1997):** Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, in: *Journal of Finance*, 52 (1), S. 111-133.
- Steiner, Manfred (1989):** Cash Management, internationales, in: Macharzina, Klaus/Welge, Martin K. (Hrsg.): *Handwörterbuch Export und Internationale Unternehmung*, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Band 12, Stuttgart, Sp. 221-231.
- Steiner, Manfred (1993):** Finanzcontrolling, in: Horváth, Péter/Reichmann, Thomas (Hrsg.): *Vahlens Großes Controlling-Lexikon*, München, S. 220-221.
- Stocker, Klaus (1997):** Internationales Finanzrisikomanagement: Ein praxisorientiertes Lehrbuch, Wiesbaden.
- Stone, Dan N./Ziebart, David A. (1995):** A Model of Financial Incentive Effects in Decision Making, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 61 (3), S. 250-261.
- Stone, Eric R./Opel, Ryan B. (2000):** Training to Improve Calibration and Discrimination: The Effects of Performance and Environmental Feedback, in: *Organizational Behavior & Human Decision Processes*, 83 (2), S. 282-309.
- Stonehill, Arthur/Beekhuisen, Theo/Wright, Richard/Remmers, Lee/Toy, Norman/Pares, Antonio/Shapiro, Alan C./Egan, Douglas/Bates, Thomas (1975):** Financial Goals and Debt Ratios Determinants: A Survey of Practice in Five Countries, in: *Financial Management*, 4 (1), S. 27-41.
- Strobel, Wilhelm (1978):** Begriff und System des Controlling, in: *Das Wirtschaftsstudium*, 7 (9), S. 421-427.
- Stulz, René M. (1984):** Optimal Hedging Policies, in: *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 19 (2), S. 127-140.
- Stulz, René M. (1990):** Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, in: *Journal of Financial Economics*, 26 (1), S. 3-27.
- Stulz, René M. (1996):** Rethinking Risk Management, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (3), S. 8-24.
- Suchanek, Andreas (1994):** *Ökonomischer Ansatz und theoretische Integration*, Tübingen.
- Süchting, Joachim (1995):** *Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung*, 6., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Wiesbaden.
- Svenson, Ola (1981):** Are We All Less Risky And More Skillful Than Our Fellow Drivers?, in: *Acta Psychologica*, 47 (2), S. 143-148.
- Swieringa, Robert/Gibbens, Michael/Larsson, Lars/Sweeney, Janet Lawson (1976):** Experiments in the Heuristics of Human Information Processing, in: *Journal of Accounting Research*, 14, S. 159-187.
- Swinne, Axel H. (1983):** *Die finanzielle Führung und Kontrolle von Auslandsgesellschaften*, Frankfurt am Main.

- Swoboda, Peter (1996):** Investition und Finanzierung, 5., durchgesehene Auflage, Göttingen.
- Tebroke, Hermann-Josef (2001):** Finanzinnovationen, in: Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart, Sp. 811-825.
- Tetlock, Philip E./Kim, Jae I. (1987):** Accountability and Judgment Processes in a Personality Prediction Task, in: Journal of Personality & Social Psychology, 52 (4), S. 700-709.
- Tewes, Uwe/Wildgrube, Klaus (Hrsg.) (1999):** Psychologie-Lexikon, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Thaler, Richard H. (1980):** Toward a Positive Theory of Consumer Choice, in: Journal of Economic Behavior & Organization, 1 (1), S. 39-60.
- Thaler, Richard H. (1985):** Mental Accounting and Consumer Choice, in: Marketing Science, 4 (3), S. 199-214.
- Thaler, Richard H. (1999):** The End of Behavioral Finance, in: Financial Analysts Journal, 55 (6), S. 12.
- Thamm, René/Gillenkirch, Robert (2006):** Informationssysteme bei Moral Hazard. Gewichtung und Wert von Erfolgsmaßen in Entlohnungsverträgen, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 35 (8), S. 445-450.
- Theisen, Manuel René (2000):** Der Konzern. Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung, 2., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.
- Thieme, Hans-Rudolf (1982):** Verhaltensbeeinflussung durch Kontrolle: Wirkungen von Kontrollmaßnahmen und Folgerungen für die Kontrollpraxis, Berlin.
- Titscher, Stefan (1995):** Konflikte als Führungsproblem, in: Kieser, Alfred/Reber, Gerhard/Wunderer, Rolf (Hrsg.): Handwörterbuch der Führung, 2., neu gestaltete und ergänzte Auflage, Stuttgart, Sp. 1329-1337.
- Trahan, Emery A./Gitman, Lawrence J. (1995):** Bridging the Theory-Practice Gap in Corporate Finance: A Survey of Chief Financial Officers, in: Quarterly Review of Economics & Finance, 35 (1), S. 73-87.
- Triantis, Alexander J. (2005):** Corporate Risk Management: Real Options and Financial Hedging, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): Risk Management. Challenge and Opportunity, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 591-608.
- Troßmann, Ernst (1990):** Finanzplanung mit Netzwerken: Konzeption eines Netzwerkmodells und einer Datenbank für die betriebliche Finanzplanung. Betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse, Band 94, Berlin.
- Tufano, Peter (1996):** Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry, in: Journal of Finance, 51 (4), S. 1097-1137.
- Tufano, Peter (1998):** Agency Costs of Corporate Risk Management, in: Financial Management, 27 (1), S. 67-77.
- Turner, Chris (1996):** VaR as an Industrial Tool, in: Risk, 9 (3), S. 38-40.
- Tversky, Amos (1969):** Intransitivity of Preferences, in: Psychological Review, 76 (1), S. 31-48.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1981):** The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, in: Science, 211 (4481), S. 453-458.

- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1986):** Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Arkes, Hal R./Hammond, Kenneth R. (Hrsg.): Judgment and Decision Making: An Interdisciplinary Reader, Cambridge et al., S. 38-55.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (1991):** Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model, in: Quarterly Journal of Economics, 106 (4), S. 1039-1061.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel (2002):** Rational Choice and the Framing of Decisions, in: Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (Hrsg.): Choices, Values, and Frames, Cambridge et al., S. 209-223.
- Ulrich, Hans (1980):** Management-Philosophie in einer sich wandelnden Gesellschaft, in: Hahn, Dietger (Hrsg.): Führungsprobleme industrieller Unternehmungen: Festschrift für Friedrich Thomée zum 60. Geburtstag, Berlin/New York, S. 3-12.
- Urban, Horst (1986):** Die Unternehmensfinanzierung wird multinational, Börsen-Zeitung Nr. 42, 1.3.1986, S. 14-15.
- Van Horne, James C. (1992):** Financial Management and Policy, 9th Edition, Englewood Cliffs, NJ.
- Van Roden, John (1995):** Bank of America Roundtable on Derivatives and Corporate Risk Management, in: Journal of Applied Corporate Finance, 8 (3), S. 58-74.
- Vanberg, Viktor J. (1975):** Die zwei Soziologien: Individualismus und Kollektivismus in der Sozialtheorie, Tübingen.
- Vanberg, Viktor J. (2004):** The Rationality Postulate in Economics: its Ambiguity, its Deficiency and its Evolutionary Alternative, in: Journal of Economic Methodology, 11 (1), S. 1-29.
- Varian, Hal R. (1987):** The Arbitrage Principle in Financial Economics, in: Journal of Economic Perspectives, 1 (2), S. 55-72.
- Varian, Hal R. (1991):** Grundzüge der Mikroökonomik, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, München/Wien.
- Verband Deutscher Treasurer (2003):** Der Rating-Prozess aus Unternehmenssicht, in: Deter, Henryk/Diegelmann, Michael (Hrsg.): Creditor Relations. Beziehungsmanagement mit Fremdkapitalgebern, Frankfurt am Main, S. 153-171.
- Verboom, Eeuwout (1992):** Investor Relations Aktivitäten deutscher Aktiengesellschaften, in: Hansmann, Karl-Werner/Scheer, August-Wilhelm (Hrsg.): Praxis und Theorie der Unternehmung. Produktion – Information – Planung, Wiesbaden, S. 333-342.
- Volkart, Rudolf (2006):** Corporate Finance. Grundlagen von Finanzierung und Investition, 2., vollständig überarbeitete und stark erweiterte Auflage, Zürich.
- Vormbaum, Herbert (1995):** Finanzierung der Betriebe, 9., aktualisierte Auflage, Wiesbaden.
- Wälchli, Adrian (1995):** Strategische Anreizgestaltung. Modell eines Anreizsystems für strategisches Denken und Handeln des Managements, Zürich.
- Wall, Friederike (2000):** Koordinationsfunktion des Controlling und Organisation. Überlegungen zur Eigenständigkeit eines koordinationsorientierten Controlling, in: Kostenrechnungspraxis, 44 (5), S. 295-304.
- Walz, Hartmut/Gramlich, Dieter (2004):** Investitions- und Finanzplanung. Eine Einführung in finanzwirtschaftliche Entscheidungen unter Sicherheit, 6., neu bearbeitete Auflage, Heidelberg.

- Weber, Jürgen (1993):** Bereichscontrolling, in: Wittmann, Waldemar (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 1 (A-H), 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 299-312.
- Weber, Jürgen (2000):** Neue Perspektiven des Controlling, in: Betriebs-Berater, 55 (38), S. 1931-1935.
- Weber, Jürgen (2004):** Einführung in das Controlling, 10., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart.
- Weber, Jürgen/Brettel, Malte/Großklaus, Armin/Hamprecht, Markus/Rösch, Barbara E./Schäffer, Utz (1995):** Grundgedanken zur Entwicklung einer Theorie der Unternehmensführung, Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung (WHU), Forschungspapier Nr. 30, Vallendar.
- Weber, Jürgen/Hirsch, Bernhard/Linder, Stefan/Zayer, Eric (2003):** Verhaltensorientiertes Controlling. Der Mensch im Mittelpunkt, Advanced Controlling, 6. Jahrgang, Band 34, Vallendar.
- Weber, Jürgen/Liekweg, Arnim (2005):** Statutory Regulation of the Risk Management Function in Germany: Implementation Issues for the Non-Financial Sector, in: Frenkel, Michael/Rudolf, Markus/Hommel, Ulrich (Hrsg.): Risk Management. Challenge and Opportunity, 2nd, revised and enlarged Edition, Berlin et al., S. 495-511.
- Weber, Jürgen/Linder, Stefan (2003):** Budgeting, Better Budgeting oder Beyond Budgeting?, Advanced Controlling, 6. Jahrgang, Band 33, Vallendar.
- Weber, Jürgen/Meyer, Matthias/Birl, Holger/Knollmann, Ramon/Schlüter, Hendrik/Sieber, Carsten (2006):** Investitionscontrolling in deutschen Großunternehmen. Ergebnisse einer Benchmarking-Studie, Advanced Controlling, 9. Jahrgang, Band 52, Weinheim.
- Weber, Jürgen/Müller, Roman/Sorg, Mascha (2004):** Rating und Controlling. Was Controller wissen müssen, Advanced Controlling, 7. Jahrgang, Band 38, Vallendar.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (1999a):** Sicherstellung der Rationalität von Führung als Aufgabe des Controlling?, in: Die Betriebswirtschaft, 59 (6), S. 731-747.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (1999b):** Sicherung der Rationalität in der Willensbildung durch die Nutzung des fruchtbaren Spannungsverhältnisses von Reflexion und Intuition, in: Zeitschrift für Planung, 10 (2), S. 205-244.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (2000):** Controlling als Koordinationsfunktion - 10 Jahre Küpper/Weber/Zünd, in: Kostenrechnungspraxis, 44 (2), S. 109-118.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (2002):** Erfolg durch Kontrolle, Advanced Controlling, 5. Jahrgang, Band 26, Vallendar.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (2006):** Einführung in das Controlling, 11., vollständig überarbeitete Auflage, Stuttgart.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz/Langenbach, Wilm (2001):** Gedanken zur Rationalitätskonzeption des Controlling, in: Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (Hrsg.): Rationalitätssicherung der Führung - Beiträge zu einer Theorie des Controlling, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 46-76.
- Weber, Jürgen/Schäffer, Utz/Prenzler, Carsten (2001):** Zur Charakterisierung und Entwicklung von Controlleraufgaben, in: Zeitschrift für Planung, 12 (1), S. 25-46.

- Weber, Jürgen/Weißenberger, Barbara E. (2002):** Finanzorientierung – die neue Herausforderung für das Controlling im internationalen Unternehmen, in: Krystek, Ulrich/Zur, Eberhard (Hrsg.): Handbuch Internationalisierung. Globalisierung - eine Herausforderung für die Unternehmensführung, 2. Auflage, Berlin et al., S. 541-569.
- Weber, Jürgen/Weißenberger, Barbara/Liekweg, Arnim (1999):** Risk Tracking and Reporting. Unternehmerisches Chancen- und Risikomanagement nach dem KonTraG, Advanced Controlling, 2. Jahrgang, Band 11, Vallendar.
- Weber, Martin/Keppe, Hans-Jürgen/Meyer-Delius, Gabriela (2000):** The Impact of Endowment Framing on Market Prices – An Experimental Analysis, in: Journal of Economic Behavior & Organization, 41 (2), S. 159-176.
- Weber, Max (1988):** Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre, 7. Auflage, Tübingen.
- Weber, Max (1999):** Die bankaufsichtliche Erfassung der liquiditätsmäßig-finanziellen Risiken unbedingter Termingeschäfte, Berlin.
- Weck, Hans-Jürgen (1996):** Make-or-buy-Entscheidungen im Finanzmanagement: Corporate Banking in Theorie und Praxis, Wiesbaden, zugleich Dissertation Universität Rostock.
- Wegener, Duane T./Petty, Richard E. (2001):** On the Use of Naive Theories of Bias to Remove or Avoid Bias: The Flexible Correction Model, in: Advances in Consumer Research, 28 (1), S. 378-383.
- Wehlen, Erhard (1998):** Das Cash-Management im Konzern, in: Lutter, Marcus/Scheffler, Eberhard/Schneider, Uwe H. (Hrsg.): Handbücher der Konzernfinanzierung, Köln, S. 745-776.
- Weinstein, Neil D. (1980):** Unrealistic Optimism About Future Life Events, in: Journal of Personality & Social Psychology, 39 (5), S. 806-820.
- Weinstein, Neil D./Klein, William M. (2002):** Resistance of Personal Risk Perceptions to Debiasing Interventions, in: Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel (Hrsg.): Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment, Cambridge, S. 313-323.
- Weiss, Wolfgang (2001):** Asset Backed Securities (ABS) (5.3.1), in: Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F. (Hrsg.): Handbuch Corporate Finance. Konzepte, Strategien und Praxiswissen, Loseblattsammlung, 2. Auflage, Köln, S. 1-34.
- Welge, Martin K. (1988):** Unternehmensführung, Band 3: Controlling, Stuttgart.
- Wenger, Ekkehard (1993):** Verfügungsrechte, in: Wittmann, Waldemar/Kern, Werner/Köhler, Richard/Küpper, Hans-Ulrich/Wysocki, Klaus von (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5., völlig neu gestaltete Auflage, Stuttgart, Sp. 4495-4507.
- Wenninger, Gerd (2001):** Dissonanztheorie, in: Wenninger, Gerd (Hrsg.): Lexikon der Psychologie. In fünf Bänden, Band 1 (A-E), Heidelberg/Berlin, S. 330.
- Wentz, Rolf-Christian (1990):** Treasurer, in: Mayer, Elmar/Weber, Jürgen (Hrsg.): Handbuch Controlling, Köln, S. 365-378.
- Werner, Horst S./Kobabe, Rolf (2005):** Unternehmensfinanzierung, Stuttgart.
- Wessling, Ewald (1991):** Individuum und Information. Die Erfassung von Information und Wissen in ökonomischen Handlungstheorien, Tübingen.
- Weston, Fred J./Copeland, Thomas E. (1992):** Managerial Finance, 9th Edition, Fort Worth et al.

- Wickens, Christopher D./Hollands, Justin G. (2000):** Engineering Psychology and Human Performance, 3rd Edition, Upper Saddle River, NJ.
- Wiedemann, Arnd (2002):** Messung und Steuerung von Risiken im Rahmen des industriellen Treasury-Managements, in: Hölscher, Reinhold/Elfgen, Ralph (Hrsg.): Herausforderung Risikomanagement – Identifikation, Bewertung und Steuerung industrieller Risiken, Wiesbaden, S. 505-523.
- Wiedmann, Klaus-Peter/Heckemüller, Carsten (2003):** Corporate Finance Management – ein Orientierungsrahmen, in: Wiedmann, Klaus-Peter/Heckemüller, Carsten (Hrsg.): Ganzheitliches Corporate Finance Management. Konzept – Anwendungsfelder – Praxisbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden, S. 3-42.
- Wielen, Lex van der/Alphen, Willem van/Bergen, Joost (2002):** International Cash Management: A Practical Guide to Managing Cash Flows, Liquidity, Working Capital and Short-Term Financial Risks, Amsterdam.
- Wielpütz, Axel Ullrich (1996):** Verhaltensorientiertes Controlling, Lohmar/Köln.
- Wilensky, Harold L. (1967):** Organizational Intelligence. Knowledge and Policy in Government and Industry, New York/London.
- Wilke, Henk/Knippenberg, Ad van (1996):** Gruppenleistung, in: Stroebe, Wolfgang/Hewstone, Miles/Stephenson, Geoffrey M. (Hrsg.): Sozialpsychologie. Eine Einführung, 3., erweiterte und überarbeitete Auflage, Berlin et al., S. 455-502.
- Williamson, Oliver E. (1964):** The Economics of Discretionary Behavior. Managerial Objectives in a Theory of the Firm, Englewood Cliffs, NJ.
- Williamson, Oliver E. (1973):** Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations, in: American Economic Review, 63 (2), S. 316-325.
- Williamson, Oliver E. (1975):** Markets and Hierarchies, New York.
- Williamson, Oliver E. (1985):** The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting, New York.
- Wills, Thomas A. (1981):** Downward Comparison Principles in Social Psychology, in: Psychological Bulletin, 90 (2), S. 245-271.
- Wills, Thomas A. (1987):** Downward Comparison as a Coping Mechanism, in: Snyder, C. Rick/Ford, Carol E. (Hrsg.): Coping with Negative Life Events: Clinical and Social-Psychological Perspectives, New York, S. 243-268.
- Wilson, Timothy D./Centerbar, David B./Brekke, Nancy (2002):** Mental Contamination and the Debiasing Problem, in: Gilovich, Thomas/Griffin, Dale/Kahneman, Daniel (Hrsg.): Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment, Cambridge, S. 185-200.
- Winter, Stefan (1996):** Prinzipien der Gestaltung von Managementanreizsystemen, Wiesbaden.
- Witkins, James P. (1990):** High-torque treasury: In-house bank drives powerful money machine, in: Corporate Cashflow, 1990 (November), S. 20-29.
- Witt, Frank-Jürgen (2002):** Praxis des Risiko-Controlling (Teil IV.4), in: Freidank, Carl-Christian/Tanski, Joachim (Hrsg.): Management-Handbuch Accounting, Controlling & Finance, München, S. 1-51.
- Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen (2002):** Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 9., überarbeitete und erweiterte Auflage, München.



- Wöltje, Jörg (2002):** Investitions- und Finanzmanagement. Eine praxisorientierte Einführung, Köln/Wien.
- Wossidlo, Peter R. (1993):** Finanzielle Führung, in: Hauschildt, Jürgen/Grün, Oskar (Hrsg.): Ergebnisse empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung. Zu einer Realtheorie der Unternehmung, Stuttgart, S. 445-528.
- Wottawa, Heinrich/Gluminski, Iris (1995):** Psychologische Theorien für Unternehmen, Göttingen.
- Yates, Jacques Frank (1990):** Judgment and Decision Making, Englewood Cliffs, NJ.
- Yermack, David (1996):** Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors, in: Journal of Financial Economics, 40 (2), S. 185-211.
- Zajac, Edward J./Bazerman, Max H. (1991):** Blind Spots in Industry and Competitor Analysis: Implications of Interfirm (Mis)Perceptions for Strategic Decisions, in: Academy of Management Review, 16 (1), S. 37-56.
- Zantow, Roger (2004):** Finanzierung. Die Grundlagen modernen Finanzmanagements, München et al.
- Zimbardo, Philip G./Gerrig, Richard J. (2004):** Psychologie, 16., aktualisierte Auflage, München et al.
- Zimmer, Alf (2004):** Heuristik, in: Häcker, Hartmut O./Stapf, Kurt-H. (Hrsg.): Dorsch Psychologisches Wörterbuch, 14., vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage, Bern et al., S. 400.
- Zimmermann, Heinz/Rudolf, Markus/Jaeger, Stefan/Zogg-Wetter, Claudia (1996):** Moderne Performance-Messung. Ein Handbuch für die Praxis, Bern et al.
- Zintl, Reinhard (1989):** Der Homo Oeconomicus: Ausnahmeerscheinung in jeder Situation oder Jedermann in Ausnahmesituationen, in: Analyse & Kritik, 11 (1), S. 52-69.
- Zwiebel, Jeffrey (1996):** Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment, in: American Economic Review, 86 (5), S. 1197-1215.