

**Studien zu Finanzen, Geld und Kapital**

---

**Band 8**

# **Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur**

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

**Von**

**Vera Schubert**



**Duncker & Humblot · Berlin**

VERA SCHUBERT

**Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur**

# Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 8

# Asymmetrische Information und Finanzierungsstruktur

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

Von

Vera Schubert



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Schubert, Vera:**

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

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

Zugl.: Tübingen, Univ., Diss., 1998

ISBN 3-428-09645-2

Alle Rechte vorbehalten

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0939-5113

ISBN 3-428-09645-2

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

## Vorwort

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

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

Leipzig, im November 1998

Vera Schubert



## Inhaltsverzeichnis

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

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

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