

Auf den Spuren von Jensen: Integrität als positive ökonomische Kategorie

Gerhard Förster

(Working Paper WP15-01)

Summary

Jensen hat als Alleinautor sowie als Coautor mit anderen Ökonomen einen wesentlichen Beitrag zur Entwicklung der Agency Cost Theory in der ökonomischen Theorie der Firma geleistet. Seine Überlegungen in den letzten 40 Jahren zur marktkonsistenten Optimierung der Agency Cost von Public Corporations haben in der Literatur markante Spuren hinterlassen. Ausgehend von „Separation of Ownership and Control“ diskutiert er eine Fülle von ökonomischen marktorientierten Mechanismen, um Agency Cost im Sinne einer optimalen Allokation zu „optimieren“. „Market for Corporate Control“, „Agency Cost of Free Cash Flow“, „Public Corporations Going Private“, „Versagen interner Kontroll-Systeme“, „Rolle der Analysten“, „Manager-Anreiz-Systeme“, „Agency Cost of Overvalued Equities“, „Rolle der Gatekeeper“ sind die Stationen, die Jensen letztendlich zu „Integrität als positives Modell“ gebracht haben. Dabei geht er in jüngster Zeit so weit, einen Paradigmenwechsel in der Ökonomie zu fordern und Integrität als positive ökonomische Kategorie wie Realkapital, Innovation, Human Kapital etc. explizit in die ökonomische Theorie aufzunehmen.

Auf den Spuren von Jensen: Integrität als positive ökonomische Kategorie

Gerhard Förster

(Working Paper WP15-01)

Jensen hat als Alleinautor sowie als Coautor mit anderen Ökonomen einen wesentlichen Beitrag zur Entwicklung der Agency Cost Theory in der ökonomischen Theorie der Firma geleistet. Im Kern hat die Agency Cost Theory die Fähigkeit, aus der Sackgasse des Modigliani-Miller-Theorems herauszuführen, indem sie zeigen kann, dass auch bei effizienten Kapitalmärkten die Eigentümer-Struktur als die andere Seite der Medaille ‚Capital Structure‘ einen Einfluss auf den Wert einer Firma haben kann.

Auf den Spuren von Jensen

In ihrem Aufsatz „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“ zeigen *Jensen/Meckling* (1976) auf, dass das Management eine optimale Eigentümer-Struktur wählt, die die Agency Kosten bei gegebener Firmengröße resp. Investitionsvolumen minimiert. Das Management verursacht durch opportunistisches Verhalten Agency Kosten, es verfolgt eigene Ziele und nicht ausschließlich die Ziele der Prinzipale. Da der effiziente Kapitalmarkt diese Agency Kosten bei der Emission von verbrieften Verbindlichkeiten einer Außenfinanzierung einpreist, zahlt die Firma und damit indirekt auch das Management den Preis für die Agency Kosten und hat somit einen Anreiz, diese durch die Wahl der optimalen Eigentümer-Struktur zu minimieren. Die entscheidende Botschaft der Studie ist, dass der Nutzen einer Außenfinanzierung im Vergleich zu einer Innenfinanzierung spürbar über den Agency Kosten liegen muss, nur so konnten sich im ökonomischen Evolutionsprozess die heutigen Firmen-, Finanzierungs- und Ownership-Strukturen der „Public Corporations“ (im Weiteren kurz als Kapitalgesellschaft bezeichnet, wobei gedanklich vor allem die Aktiengesellschaft gemeint ist) als in hohem Maße überlebensfähig erweisen.

Diese evolutionsökonomische Konklusion ziehen die Autoren. Danach stellen die Kapitalgesellschaften eine fantastische soziale Erfindung dar, in denen Millionen von Individuen Milliarden von Dollar, Franken, Euro, Yen etc. an persönlichem Vermögen Managern lediglich auf Basis von Verträgen, die die Rechte der Vertragsparteien regeln sollen, anvertrauen. Die starke Zunahme der Nutzung der Rechtsform der Kapitalgesellschaft und ihr immens zunehmender Marktwert legen nahe, dass bis heute Kreditoren und Investoren zumindest nicht so enttäuscht wurden, dass sie sich von dieser Unternehmensform abgewandt hätten, trotz der spürbaren Agency Kosten, die dieser Unternehmens-Rechtsform inhärent sind. Denn Agency Kosten, so die Autoren, sind so real wie alle anderen Kosten der Firma und nicht eine Frage der Ausle-

gungsfreiheit von Rechnungslegungsvorschriften oder virtueller Opportunitätskosten. Die Höhe der Agency Kosten hängt unter anderem von den Rahmenbedingungen des Gesellschaftsrechts und der allgemeinen Rechtssysteme sowie von der Erfindungsgabe derjenigen ab, die die relevanten Verträge zwischen Management, Firma und Außen-Financiers erfinden und abschließen. Beides, Rechtssysteme sowie Perfektion und Differenziertheit der für eine moderne Kapitalgesellschaft erforderlichen Verträge, sind aber Ergebnis eines Entwicklungsprozesses, in dem es starke Anreize für die Beteiligten gibt, vor allem die Agency Kosten zu minimieren. Dies als Tautologie zu interpretieren und damit diese höchst effiziente Beziehung zwischen der Existenz von Agency Kosten und den Eigeninteressen des Managements der Kapitalgesellschaften gering zu schätzen, sollte nicht übersehen, dass in diesem Entwicklungsprozess auch andere alternative Organisationsformen zur Auswahl standen sowie die Möglichkeit, andere Formen des Unternehmensrechts zu erfinden, a priori nicht ausgeschlossen war. Was immer die Schwächen der Kapitalgesellschaft sind, sie hat sich im Markt gegen alle anderen Alternativen hervorragend behauptet. Soweit die gute Nachricht. Die schlechte Nachricht aber ist, dass es eine permanente und herausfordernde Aufgabe der Marktteilnehmer bleibt, die Agency Kosten der Kapitalgesellschaften zu minimieren. Wie geht das?

Trennung von Ownership and Control

Die eigentliche Ursache für Agency Kosten in einer Manager-geleiteten und außenfinanzierten Public-Corporation (Kapitalgesellschaft als Aktien-Gesellschaft) ist die Trennung von Eigentum an und Führung der Firma (Ownership and Control). In einem theoretischen Aufsatz zeigen *Fama* und *Jensen* (1983) in „Separation of Ownership and Control“ den Nutzen einer Trennung von Eigentum an und Führung der Firma. Sie sehen den Nutzen in der Spezialisierung von Agenten, einmal für das Decision-Management (Manager treffen strategische und operative Unternehmensentscheidungen) und zum Anderen für das Risk-Bearing (Eigentümer tragen die Risiken der Manager-Entscheidungen). Damit steht in diesem Bild die Trennung von Decision-Management und Risk-Bearing im Vordergrund. Die Autoren zeigen durch die detaillierte Analyse des Entscheidungsprozesses auf, dass die Trennung von Decision-Management und Risk-Bearing zu einer Trennung von ‚initiation and implementation of decisions and ratification and monitoring of decisions‘ führt. Um diese Trennung zu verstehen, muss der Entscheidungsprozess strukturiert werden. Die beiden Autoren führen dazu aus, dass in der Vergangenheit das mangelnde Verständnis für den Entscheidungsprozess der Kapitalgesellschaft in einer Ökonomie, die nur Eigentümer-Unternehmungen kannte, dazu führte, dass die Vorteilhaftigkeit der Kapitalgesellschaft lange nicht verstanden wurde. Jedoch gerade die Aufteilung der einzelnen Aufgabenschritte im Entscheidungsprozess auf die Agenten der Kapitalgesellschaft, Manager und Eigentümer, ist alleine in der Lage, die außerordentliche Überlebensfähigkeit der Rechtsform der Kapitalgesellschaft zu erklären.

Grob gesprochen gibt es vier Schritte im Entscheidungsprozess:

- Initiierung: Generierung von Vorschlägen für die strategische Nutzung von verfügbaren resp. akquirierbaren Ressourcen sowie Strukturierung der damit zusammenhängenden Kontrakte.
- Ratifizierung: Wahl des Vorschlages, der implementiert werden soll.
- Implementierung: Ausführung des ratifizierten Vorschlages.
- Überwachung: Messung der Performance des für die Initiierung und Implementierung des Vorschlages verantwortlichen Agenten und Implementierung von entsprechenden Entlohnungssystemen.

In diesem Bild ist es nahezu zwingend, dass die Initiierung der Vorschläge und die Implementierung der Entscheidungen bei ein und demselben Agenten angesiedelt werden. Beide Funktionen, Initiierung und Implementierung, lassen sich unter dem Oberbegriff ‚Decision-Management‘ zusammenfassen. Dementsprechend subsumiert der Oberbegriff ‚Decision-Control‘ die Ratifizierung und die Überwachung. Decision-Management und Decision-Control stellen somit bei *Jensen* die Hauptkomponenten dar, mit denen der Entscheidungsprozess in einer Unternehmensorganisation beschrieben werden kann.

Was nun kommt, ist fast selbstredend. Erst die Trennung von Eigentum an der Firma und Führung der Firma führt zur organisatorischen Trennung von Decision-Management und Decision-Control, und kann somit die heutigen Strukturen in Kapitalgesellschaften erklären: Management, Board resp. Aufsichtsorgane und Aktionäre. Diese Strukturen tragen dazu bei, dass der Nutzen der Spezialisierung in Decision-Management und Risk-Bearing, das auf Decision-Control basiert, hoch ist und dabei die damit verbundenen Agency Kosten minimiert sind.

Die oben zitierten wissenschaftlichen Arbeiten von *Jensen* mit seinen Coautoren zeigen, dass im Modell ein theoretisches Optimum für die Agency Kosten erzielt wird. Es liegt im Interesse aller Agenten, Manager und Eigentümer. Das Problem der theoretischen Ableitung des Modelloptimums liegt jedoch darin, dass es ein Ergebnis der Ein-Periodizität des Modells bei vollkommener Information ist (spieltheoretisch ein einfaches einmaliges Spiel). Die Einführung von Mehr-Periodizität (spieltheoretisch ein mehrmaliges Spiel ohne ersichtliches Ende) und damit mögliches Moral Hazard Verhalten der Agenten (Management, Board) sowie asymmetrischer Information in die Modelle bewirken, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass ein Opti-

mum in Form eines Minimums an Agency Kosten – obwohl es im Mehr-Perioden-Modell zum Zeitpunkt des Abschlusses aller Verträge (CEO-Vertrag, Board Verträge, Equity/Bond-Verträge) modelltheoretisch und wegen effizienter Märkte auch praktisch erreicht werden kann - über viele Perioden erhalten bleibt. Vor allem die Unvollständigkeit von Verträgen führt im Zeitablauf zu einer Verschlechterung der Agency Kosten zu Lasten der Prinzipale, häufig auch ohne dass diese es konkret wahrnehmen können (asymmetrische Information). Das theoretische Modell von *Jensen* erkennt somit durchaus die Probleme der Agency Kosten der Kapitalgesellschaft, bei aller Anerkennung der hohen Effizienz dieser Gesellschaftsform. Diese theoretische Erkenntnis hoher Agency Kosten koinzidierte mit dem Aufkommen realer Agency-Probleme von am Markt operierenden Firmen. Soweit die Anfänge der *Jensen'schen* Diskussion der Theorie der Kapitalgesellschaft in den 70er Jahren.

Market for Corporate Control

In den 70er/80er Jahren hat sich vor allem in den USA als Antwort auf die realen Agency Kosten-Probleme, ganz im Sinne einer autopoetischen Evolutionsdynamik des Marktsystems und nicht zuletzt durch die Entwicklung neuartiger Finanzierungsmethoden (Junk Bonds), der sogenannte ‚Market-for-Corporate-Control‘ entwickelt, der vor allem in Form feindlicher Übernahmen (Hostile Takeover) die Gemüter der Ökonomie, der Geschäftswelt, der Politik und des Kapitalmarktes stark bewegte. Dieser Markt in seinen verschiedenen Formen, also nicht nur feindliche Übernahmen, sondern auch freundliche Übernahmen, Merger, Private Equity, LBO, MBO, diente verschiedenen Zielen: Abbau von Überkapazitäten, Erzielung von Synergien, Optimierung der Eigentümer- und Management-Struktur, Erzielung von Economies of Scale und Scope, Verbesserung von F&E, aber auch Ersatz eines ineffizienten Managements resp. Boards einer Firma. Interessant ist gerade der letzte Grund für eine Transaktion am Market-for-Corporate-Control. Der Market-for-Corporate-Control als Lösungsinstrument für zu hohe Agency Kosten.

Jensen hat mit *Ruback* (1983) in „The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence“ eine Übersicht über die wissenschaftlichen Studien über den Market-for-Corporate-Control veröffentlicht und darin diesem Markt eine hohe Effizienz bescheinigt. Vor allem kann diesem Markt, so *Jensen/Ruback*, nicht unterstellt werden, er sei für die Käufer-Firmen nur dazu da, um Monopolrenditen zu erzielen und Marktmacht auszuüben. Auch widersprechen die Evidenzen dem populärwissenschaftlichen Tenor, dass sich die Käufer-Firmen zu Lasten der Ziel-Firmen bereicherten (Heuschrecken).

Die Autoren zeigen das Bild des Wettbewerbs von Management Teams auf. Danach ist der Market-for-Corporate-Control, gemeinhin als Takeover-Markt bezeichnet, ein Markt, auf dem alternative Management Teams um das Recht konkurrieren, die Ressourcen einer Firma zu managen. Damit wird der Takeover-Markt zu einer weiteren wichtigen Komponente des internen und externen Manager-Marktes. Dies führt zu

einem Paradigmen-Wechsel in der Interpretation der Wertschöpfung von Takeover: In der traditionellen Sicht sind es Financiers und aktive Investoren, die alleine oder in Zusammenarbeit die Kontrolle über eine Firma am Aktienmarkt kaufen, und Manager anheuern resp. entlassen, um eine effizientere Ressourcen-Nutzung der Firma zu erreichen. Im Bild der konkurrierenden Management Teams dagegen sind diese Teams die treibende Kraft im Market-for-Corporate-Control, während die Financiers darin eine eher passive wenn auch sehr wichtige Rolle spielen. Arbitrageure und Takeover-Spezialisten agieren darin als Informations- resp. Finanz-Intermediäre und unterstützen die Transaktionen durch ihre Fähigkeit, die unterschiedlichen Preisangebote der verschiedenen Teams, einschließlich des eingesessenen Management Teams der Firma, zu bewerten und/oder die Transaktion zu finanzieren und damit das Risiko während der Transaktion zu tragen. Die Aktionäre der Firma weisen keine besondere Loyalität gegenüber dem eingesessenen Management auf; sie entscheiden sich nur für den höchsten Wert, den die Management Teams am Market-for-Corporate-Control ihnen anbieten, und wenn die Transaktion für sie nur darin besteht, dass sie ihre Anteile zum Höchstwert an anonyme Arbitrageure oder Takeover-Spezialisten verkaufen. Aus dieser Sicht begrenzt der Wettbewerb der Management Teams die Möglichkeiten des eingesessenen Managements, von der Verpflichtung der Maximierung des Vermögens seiner Aktionäre deutlich abzuweichen, und eröffnet einen Mechanismus, alle Chancen der Erzielung von Economies of Scale und anderer Synergie-Effekte durch eine Neuorganisation der Art und Weise, wie die Ressourcen der Firma genutzt werden, wahrzunehmen. Der Market-for-Corporate-Control löst das Problem hoher Agency Kosten für den Fall, dass das Management nicht willens und in der Lage ist, seinen Auftrag, den Wert der Firma für die Aktionäre, seine Prinzipale, nachhaltig zu maximieren.

Der Market-for-Corporate-Control ist auch effizient im Sinne der Theorie effizienter Märkte, so die Autoren. Die Information, dass das beste Management Team den Wettbewerb gewinnt und die Effizienz der Firma optimiert, geht sofort in die Preisfindung beim Takeover ein. Damit gewinnen die Aktionäre des Ziel-Unternehmens (Target Firm) die zukünftige Effizienzprämie. Dies ist aber die Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Market-for-Corporate-Control als Management-Team-Markt, damit die Transaktion aus Sicht der Aktionäre des Ziel-Unternehmens auch interessant ist und zustande kommen kann. Dies bedeutet, dass die Effizienzgewinne durch die Übernahme in den Kaufpreis der Ziel-Firma eingehen und somit den Aktionären der Ziel-Firma zugutekommen. Bezogen auf den Übernahme-Grund „Ersatz eines ineffizienten Managements resp. Reduktion zu hoher Agency Kosten“ heißt dies, dass die Aktionäre der Ziel-Firma durch den Kaufpreis die Effizienzerhöhung resp. Agency Kosten Reduktion als Net Present Value erhalten. Die Übernahme löst somit das Agency Problem der Management-Ineffizienz für die Prinzipale der Firma mit den hohen Agency Kosten.

Damit zeigt sich der Market-for-Corporate-Control als effiziente Lösung des Prinzipal-Agent Problems und damit überhöhter Agency Kosten in Kapitalgesellschaften. Inef-

fizientes Management bedeutet ineffiziente Firmen-Performance, was zu einer Unterbewertung der Firma führt. Das Management-Team, das die Übernahme durchführt, kennt den wahren höheren Wert der Firma, kauft die Firma zu dem unterbewerteten Preis, zahlt eine Prämie an die Aktionäre der Ziel-Firma und erhöht die Effizienz des Managements und der gesamten Firma. Durch einen späteren Verkauf der Firma zu einem nun höheren Preis, bedingt durch die höhere Effizienz, erzielen die Übernehmer und deren Financiers den Gewinn der Transaktion.

Agency Costs of Free Cash Flow

In einer Serie von Artikeln entwickelte *Jensen* (1986, 1987, 1988) die ökonomische Kategorie des sogenannten ‚Free-Cash-Flow‘, die zum festen Bestandteil der ökonomischen Corporate Finance Theorie wurde. Damit erweiterte er die Kategorie hoher Agency Kosten „unfähiges Management und damit zu geringer Wert der Firma“ um die Kategorie „Fehlallokation des Free-Cash-Flow“. Die Grundidee dabei ist, dass es einen Konflikt zwischen dem Management und den Shareholdern darüber gibt, ob der Free-Cash-Flow an die Aktionäre ausgeschüttet werden soll oder nicht. Die Interessen des Managements sind dabei, durch einen hohen Free-Cash-Flow die Größe der Firma möglichst hoch zu halten (Machtfülle als Funktion der Firmen-Größe), für zukünftige Investitionen nicht auf den Kapitalmarkt zur Finanzierung angewiesen zu sein (Vermeidung der Überwachungs-Funktion des Kapitalmarktes bei der Frage nach der Finanzierung von Investitionen), billige Refinanzierung (Investitionsentscheidung mit niedrigeren Kapitalkosten) und völlige Freiheit in der Verwendung der Mittel zu haben (z.B. im sogenannten Empire-Building). Die Interessen der Aktionäre sind dagegen, selbst über die Verwendung der freien Mittel entscheiden zu können, das Management bei Finanzierungs-Entscheidungen enger zu führen sowie eine effizientere Allokation der freien Mittel in anderer Verwendung als vom Management vorgesehen zu erzielen inkl. besserer Risikodiversifikation.

Das Problem des Free-Cash-Flow hatte sich vor allem in den USA in den 80er Jahren verschärft in reifen Industrien gezeigt, die hohe Margen am Markt erzielen konnten, aber gleichzeitig nachfragebedingt unter geringen Wachstums- und Investitionsmöglichkeiten litten. Anstatt den Free-Cash-Flow an die Shareholder auszuschütten und u.U. auch Firmenteile zu desinvestieren, hatten diese Firmen als Reaktion auf die mangelnden Wachstumschancen Free-Cash-Flow angesammelt und in Diversifikationen investiert. Häufig nutzten diese Firmen den Free-Cash-Flow auch für umfangreiche Firmenkäufe. Dabei zahlten die Firmen meist einen überhöhten Preis. *Jensen* skizzierte darauf aufbauend das Bild der sogenannten ‚Takeover-Waves‘, die durch einen hohen Free-Cash-Flow motiviert waren. Die Folge von Free-Cash-Flow war eine auf eine gute Firmenperformance folgende Reduktion der Firmenperformance, da die Free-Cash-Flow-Investitionsentscheidungen meist ineffizient waren.

Als Heilmittel gegen den Missbrauch von Free-Cash-Flow sah *Jensen* eine Übernahme der Firma durch sogenannte Raider, deren hohe Schulden-Finanzierung (Fi-

finanzierung des Kaufpreises durch Junk Bonds) durch die Firma selbst zu tragen war. Dadurch konnten Raider auch mit begrenzten Finanzierungs-Möglichkeiten große Transaktionen durchführen. *Jensen* sah in der hohen Schulden-Quote der Firma nach der Übernahme durch Raider eine effiziente Möglichkeit, einen hohen Free-Cash-Flow abzubauen resp. gar nicht mehr entstehen zu lassen.

Somit sah *Jensen* auch im Kontext hoher Agency Kosten durch Missbrauch des Free-Cash-Flow im Market-for-Corporate-Control ein effizientes Mittel, um überhöhte Agency Kosten einer Kapitalgesellschaft spürbar zu reduzieren. Aber schon zu dieser Zeit in den 80er Jahre musste *Jensen* konstatieren, dass der Market-for-Corporate-Control zunehmend unter aufsichtsrechtlichen und politischen Restriktionen in den USA litt, was dazu führen musste, dass dieser Markt einen Großteil seiner Effizienz verlor. Wenn aber der Market-for-Corporate-Control seine Funktionsfähigkeit einbüßte, so mussten die Agency Kosten der Public Corporations spürbar steigen. Was aber wären dann die geeigneten marktkonformen Gegenmittel, um das bis dato höchst effiziente Modell der Kapitalgesellschaft zu retten?

Kritik am ‚Market for Corporate Control‘

Es ist sicherlich für die Gedankenführung in diesem Essay wertvoll, *Jensen* zuzuhören, wenn er die Bekämpfung des Market-for-Corporate-Control durch verschiedene Gesellschaftsgruppen und Gesellschaftsinstitutionen in den USA beklagt. Zwar bringt er, *Jensen*, dadurch etwas Verständnis für die Kritik am Market-for-Corporate-Control auf, wenn er feststellt, dass ungeachtet der hohen Vorteile dieses Marktes für Aktionäre, Kapitalmarkt, Firmen und Gesellschaft als Ganzes dieser Markt viel Unbequemlichkeiten für die Top-Level Manager der Firmen verursachen kann. Derart verunsicherte Manager aber übten einen ungeheuren Druck auf die verschiedenen Gesetzgebungsebenen eines Landes, hier der USA, aus, diesem Markt Restriktionen aufzuerlegen, was aber die Funktionsweise dieses Marktes entscheidend beeinträchtigte. Eine Fülle von neuen Gesetzen zur Beschränkung der Handlungsfreiheit der Teilnehmer auf diesem Markt wurde in den Jahren 1985, 1986 und 1987 eingeführt. Fast deprimiert stellte *Jensen* fest, dass es eben auch mit dem demokratischen System zusammen hänge, dass derartige politische Entscheidungen nur getroffen wurden, um die Interessen der Top Manager und anderer Gruppen, die u.U. Verlierer der Funktionsweise und Effizienz des Market-for-Corporate-Control sein könnten, zu schützen, ohne darauf Rücksicht zu nehmen, dass dadurch die Public Corporation als effiziente Organisationsform erheblich geschwächt wurde, nicht zuletzt durch Reduktion ihrer Effizienz und Erhöhung der Agency Kosten.

Public Corporations Going Private

Jensen, so könnte man fast vermuten, ging nach der Enttäuschung über die nachlassende Effizienz des Market-for-Corporate-Control als Lösung für das Problem zu hoher Agency Kosten auf die Suche nach besseren marktkonformen Lösungen und

wurde prinzipiell fündig. Wenn schon der Market-for-Corporate-Control als Lösung des Problems der Agency Kosten der Public Corporation ausfällt und damit die Agency Kosten kontraproduktiv hoch werden, muss die Public Corporation eben vom Markt verschwinden, eine logische Konsequenz im Bild der evolutorischen Entwicklung optimaler Firmenstrukturen. In seinem Artikel von 1989, „Eclipse of Public Corporation“ kommt *Jensen* auch tatsächlich zu dem theoretisch zwingenden und empirisch zu beobachtenden Phänomen, dass die Public Corporation vom Markt zu verschwinden droht. Provozierend prognostiziert er, dass bis zum Jahre 2003 die letzten Aktien von Kapitalgesellschaften am offenen Markt gehandelt würden, sollte der in dieser Zeit herrschende Trend der Privatisierung der Firmen anhalten.

Jensen beobachtete in dieser Phase die Hochzeit der „Wall Street Smart Guys“ (KKR und Andere), die Firmen übernahmen, die Transaktion mit Junk Bonds der Ziel-Firma finanzierten und die Firma als Privat Corporation führten. *Jensen* sah darin angesichts des Versagens des Market-for-Corporate-Control gewissermaßen die Ersatzlösung des Agency Problems der Public Corporations. Es musste eine neue Lösung für den Konflikt zwischen Manager und Eigentümer der Firma gefunden werden. Der Grundgedanke dabei war, dass die Privatisierung der Firma aus dem Dilemma der Trennung von Ownership und Management herausführt. In der Private Corporation führt der Eigentümer die Firma, die Interessen des Eigentümers sind darin auch die Interessen des Managements. Agency Kosten sind dabei nahe Null.

Ob allerdings die Privatisierung vor allem durch LBO (Leveraged Buy Out) die langfristige Lösung des Agency Kosten-Dilemmas für alle Firmen einer Volkswirtschaft darstellte, war sich *Jensen* selbst auch unsicher. Vor allem die Frage der maximalen vs optimalen Betriebsgröße, die Private Corporations annehmen können, um erfolgreich am Markt zu bestehen, stellte sich dabei als offene Frage dar bei aller Euphorie über die erstaunliche Leistungsfähigkeit privater Organisationsformen, die *Jensen* den von ihm bezeichneten LBO-Partnerschaften zuerkannte. Somit endete die Privatisierungs-Argumentation von *Jensen* in einer Sackgasse bzw. widersprach seinen früheren Aussagen zur hohen Effizienz der Public Corporation. Die Kapitalgesellschaft, so sein früheres Bild, nutzt doch gerade die Trennung von Eigentum und Führung, um vor allem das Risk Bearing auf eine breitere Basis zu stellen, was bedeutet, dass die Public Corporation viel größer werden kann als eine Private Corporation. Würden nun alle Public Corporations zu Private Corporations, müssten diese Firmen sich auf die optimale Größe der Private Corporations reduzieren. Tun sie das nicht, weil sie nur als weitaus größere Firmen auf ihren Märkten bestehen können, werden sie entweder sehr ineffizient, da die Spezialisierung im Entscheidungsprozess fehlt, oder sie entwickeln ähnliche Strukturen zwischen Owner und Manager, was hohe Agency Kosten auch in Private Corporations einführen würde. Es wäre nichts gewonnen, im Gegenteil: Es würde die Chance vertan, dass der Market-for-Corporate-Control eine Gegenwirkung gegen zu hohe Agency Kosten entwickelt, da es keinen Market-for-Corporate-Control für Private Corporations gibt. Das Ergebnis wäre also nicht besser als die Public Corporations, u.U. sogar schlechter. Heute wissen wir,

dass im Jahre 2003 die Public Corporations nicht verschwanden und wir uns nach wie vor mit deren Agency Kosten beschäftigen müssen, was glücklicherweise den Anlass für den vorliegenden Essay gibt. Die Privatisierung löst das Agency Kosten Problem weder grundsätzlich theoretisch noch praktisch. Heute weiß man, dass Going Private z.B. durch Private Equity Investoren situationsbedingt sehr effizient und wertschöpfend sein kann und häufig auch ist. Man weiß aber auch, dass dadurch die klassische Kapitalgesellschaft als Public Corporation nicht obsolet wird.

Versagen interner Kontroll-Systeme

In einem weiteren Artikel von 1993, „The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems“, kritisierte *Jensen* die internen Kontroll-Systeme der Public Corporations. *Jensen* erkannte damals einen langfristigen Trend in den Industrien der westlichen Industriestaaten. Technischer Fortschritt sowie die Verlagerung von Produktionskapazitäten in Entwicklungsländer resp. frühere kommunistische Länder führten zu Überkapazitäten in den westlichen Industrienationen. Die Firmen und deren Führung mussten ihre Kapazitäten an die neuen Strukturen anpassen und einen Exit aus bestimmten Produktionskapazitäten veranlassen. Dies bedeutete aber für die Firmen und deren Führung nach langer Zeit permanenten Wachstums, die Geschäfts- und Führungsphilosophie auf Reduktion und Schrumpfung umzustellen.

Jensen stellt das damalige Problem entsprechend drastisch dar. Danach war das Exit-Problem vor allem für Firmen gravierend, die über lange Zeitperioden hohes Wachstum, eine starke Marktposition und hohe Cash Flows resp. Profits erfahren hatten. Die Kultur der Firmen und die Mentalität der Manager machte es Firmen in diesen Situationen extrem schwer, sich rechtzeitig anzupassen, so dass mit der Zeit das Problem für die Firma schwierig zu lösen wenn nicht gar unlösbar wurde. Fundamental konnte eine Asymmetrie zwischen einer Wachstumsphase und einer Schrumpfungsphase im Lebenszyklus einer Firma konstatiert werden. Alle Beteiligten hatten viel zu wenig darüber nachgedacht, wie man eine Schrumpfungsphase organisieren resp. wie man eine Wachstumsphase so gestalten konnte, dass sie nicht die Saat der Schrumpfung in sich tragen musste. In einer Industrie mit Überkapazitäten nach der anderen waren die Manager nicht in der Lage zu erkennen, dass ihre Firmen schrumpfen mussten; stattdessen überließen sie den Exit den anderen Firmen, während sie selbst noch weiter investierten. Wenn sich aber alle Firmen so verhielten, würde der erforderliche Kapazitätsabbau der betroffenen Industrien immer weiter hinausgeschoben mit substantiellen realen Ressourcen-Kosten für die Gesellschaft.

Zwar konstatierte *Jensen* dem Market-for-Corporate-Control eine wichtige Funktion, den Exit zu organisieren, wenn das Management dazu nicht in der Lage war. Er musste aber auch feststellen, dass sich nun in verstärktem Maße rächte, dass dem Market-for-Corporate-Control enge politische Restriktionen auferlegt wurden. Damit fiel dieser Mechanismus als breiter Lösungsansatz aus. Demzufolge ging *Jensen* auf

die Frage ein, ob nicht das interne Kontroll-System dafür verantwortlich sein müsste, den Exit rechtzeitig zu organisieren. Plötzlich stand nicht mehr nur das Management der Firma sondern auch der Board als Agent des Prinzipals im Fokus der Frage nach den Agency Kosten. Das Ergebnis war: Der Board füllt seine Rolle im Decision-Control-Bereich nur unzureichend aus. *Jensen* zählte eine Reihe von Aspekten auf, die die Effizienz des Boards und seine Fähigkeit ausmachen, die Exit-Rolle als Decision-Controller einzunehmen:

- Die Kultur des Board, wonach Höflichkeit und Liebenswürdigkeit vor Wahrheit und Offenheit im Boardroom geht.
- Informationsprobleme beschränken die Effektivität der Board Member.
- Gesetzliche Verpflichtungen führen dazu, dass die Minimierung der Risiken vor der Maximierung der Werte steht.
- Mangel darin, dass Outside Board Member substantiell Equity Ownership an der Firma erwerben und dies auch halten.
- Zu große Boards.
- CEO als Chairman des Board.
- Reaktivierung aktiver Investoren.

Man sieht daran, dass es *Jensen* nicht nur um die Decision-Monitoring-Funktion sondern auch um die Decision-Ratification-Funktion des Boards ging, so wie er es 1983 forderte. Er erkannte, dass der Board in den real existierenden Public Corporations seine Arbeit nicht machte resp. nicht machen konnte. Seine Forderung, der Market-for-Corporate-Control sollte diese Rolle spielen, ging aber auch ins Leere, da dieser Markt zunehmend engen Restriktionen unterworfen war.

Zwischenergebnis

Die Public Corporation weist Agency Kosten auf. Moral Hazard, unvollständige Verträge und asymmetrische Information bewirken, dass die Agency Kosten über das theoretisch mögliche Optimum praktisch hinausgehen. Der Market-for-Corporate-Control als perfekte Lösung wird von der Klasse der Top Manager nahezu zerstört. Auch den Board neutralisieren die Top Manager in seiner Überwachungsfunktion nahezu. Damit aber wird in den Public Corporations ein sehr selbstgefälliges Management frei in der Wahrung seiner eigenen Interessen auf Kosten der Prinzipale, seiner Eigentümer. Die Agency Kosten sind somit praktisch nicht optimal im Sinne der Theorie der Separation of Ownership and Control resp. der Trennung von Decision-Management und Decision-Control. Die Public Corporation hat soweit betrachtet einen Konstruktionsfehler, den die Prinzipale speziell und die Gesellschaft generell teuer bezahlen müssen. Diese Sicht musste auch *Jensen* gegen Ende der 80er resp. zu Beginn der 90er Jahre haben. Was muss *Jensen* gelitten haben angesichts dieser deprimierenden Erkenntnis und der Beobachtung in den 90er Jahre, dass der Kapitalmarkt nicht zuletzt durch Deregulierungen und den technischen Fortschritt zu einer ungeheuer gewachsenen Bedeutung gekommen war. Statt das Totenglöckchen der

Public Corporation zu läuten, musste deren Wiedergeburt gefeiert werden. Wie aber würde das langfristig gut gehen, wenn die Korrekturmechanismen des Marktes gegen zu hohe Agency Kosten nicht mehr funktionierten? Vermutlich lähmte dies nicht die Suche von *Jensen* nach Lösungen, sondern es stachelte ihn wahrscheinlich zusätzlich an.

Rolle der Analysten

In den 90er Jahren und zu Beginn des neuen Jahrtausends lenkte deshalb *Jensen* seinen Aufmerksamkeitsschwerpunkt auf eine Gruppe von Kapitalmarktakteuren, die anders als die LBO-Deal-Stars, wie KKR, nicht selbst aktiv in das Geschehen eingriffen, die aber durch ihre Tätigkeit einen nicht unbeträchtlichen Einfluss auf die Entscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer ausübten. Es ist die Rede von den Aktien-Analysten. Aus Sicht der *Jensen'schen* Spurensuche könnte man dies folgendermaßen charakterisieren: Wenn schon Market-for-Corporate-Control, Privatisierung der Public Corporations und interne Kontroll-Systeme darin versagten, das Management einer Kapitalgesellschaft dazu zu bringen, die Interessen seiner Prinzipale zu verfolgen und die Agency Kosten zu minimieren, dann ist danach zu fragen, ob nicht unabhängige Analysten durch ihre kritische Analyse der Firmen und deren Management dazu beitragen könnten, die Agency Kosten zu optimieren.

In seinem Artikel als Coautor mit *Fuller* (*Fuller/Jensen, 2002*), „Just say no to Wall Street“, ging *Jensen* der Frage der Rolle der Analysten nach. *Jensen* wurde in dieser Frage geleitet von den in dieser Zeit zu beobachtenden hohen Bewertungen vor allem technologischer Aktien, wie Dot.com-Firmen aber auch Telekom-Firmen, die in Einzelfällen zu ungeheuren Betrugsfällen führten, wie z.B. Enron. Anstatt dass die Analysten in ihren Empfehlungen das wahre Bild der Firma kommunizierten, um so den Markt dazu zu bringen, die Firma entsprechend ihres intrinsischen Wertes zu bewerten, brachten die Analysten durch ihr Verhalten den Markt geradezu dazu, die Firma nachhaltig falsch und damit zu hoch zu bewerten, mit allen negativen Folgen, so das Bild der Autoren.

Jensen spricht darin vom sogenannten Expectations-Game, wonach die Firmen durch ihre Informationspolitik die Erwartungshaltung der Analysten beeinflussen. Diese wiederum setzen in ihren Earnings Forecasts und den Target Prices die Anforderungen an das Wachstum der Firma in der Zukunft hoch an, nicht zuletzt auch auf Basis der Informationen, die sie von den Firmen und deren Management erhalten. Der Kapitalmarkt bewertet die hohen Zukunftserwartungen, die die Analysten formulieren, mit steigenden Kursen. Kommt es dann in der Berichtssaison zur Frage, ob die Firmen die hohen Earnings Forecast erfüllen können, so stellt sich den Firmen und deren Management die Frage, bei Versäumen der Erreichung der Earnings Forecasts deutliche Kurseinbußen bei den Aktien der Firma hinnehmen zu müssen oder durch andere Maßnahmen (z.B. durch das sogenannte Earnings Management)

die Earnings Forecasts gerade resp. leicht über zu erfüllen, um dadurch das Aktienkursniveau zu halten oder sogar noch zu verbessern.

Jensen lässt es offen, ob die Analysten aus Eigeninteressen dieses Spiel des Earnings and Expectations Managements forcieren oder ob es in der Hand des Managements liegt, dass dieser Teufelskreis aus überhöhten Earnings Forecasts und deren Erfüllung durch Earnings Management durchbrochen werden kann. Aus seinen Empfehlungen über den Umgang des Managements mit der Wall Street lässt sich jedoch ableiten, dass die Verantwortung letztendlich beim Management liegt, da nur es die wahre Situation der Firma am besten kennt. Der Umkehrschluss daraus aber muss sein, dass die Analysten nicht die Rolle des allmächtigen externen Überwachers übernehmen können, der aus eigener Kraft und auf Basis eigenen Vermögens dazu in der Lage ist, das Management zu zügeln und, nachdem der Market-for-Corporate-Control, ‚Eclipse of Public Corporations‘ und interne Kontrollmechanismen versagt haben, die Agency Kosten der Public Corporation zu optimieren.

Manager-Anreiz-Systeme

Damit fallen neben Market-for-Corporate-Control, Privatisierung durch LBO/MBO und internen Kontroll-Mechanismen auch die Analysten als Problemlöser aus, die Agency Kosten der Kapitalgesellschaften zu optimieren. Bleibt einzig und allein die Frage nach den Anreizen für das Management übrig, um das Agency Kosten Problem zu lösen. Dies wurde in dieser Zeit aus den gemachten Erfahrungen zum Common Sense in Wissenschaft und Praxis. Folgerichtig hat es darauf hin vor allem in den USA im letzten Jahrzehnt eine starke Entwicklung im Bereich der internen Anreiz-Systeme für das Management gegeben, aus der Erkenntnis heraus, dass dem Problem der hohen Agency Kosten auch dadurch beizukommen sei, dass man die internen Manager-Anreiz-Systeme entsprechend gestaltet.

In zwei Artikeln (*Jensen, 2003; Jensen, 2004*) beschäftigte sich *Jensen* deshalb mit den Firmen-internen Anreiz-Systemen. Im 2003-Artikel zeigt *Jensen*, dass der Anreiz zu „lügen“ nicht in der Psychologie der Personen sondern im System der Anreize liegt. Nicht-lineare Anreiz-Systeme zwingen das Management, die Wahrheit nicht zu sagen. Nicht-lineare Anreiz-Systeme führen dazu, dass hohe Risiken eingegangen werden, da die Entlohnung nach unten fix sei, und dass bei hoher Budgetüberschreitung die Performance in die Zukunft gestreckt wird, quasi als Reserveposition für schlechtere Zeiten, oder dass die Anstrengungen zu weiterer Performanceerhöhung gänzlich unterlassen werden. In beiden Fällen führt das Anreiz-System nicht dazu, dass das Management den Wert der Firma im Auftrag der Prinzipale maximiert. Selbst in der Zwischenzone führt das System dazu, die Performance der Firma fälschlicherweise als zu hoch auszuweisen, um den Erfolgsbestandteil der Manager-Entlohnung zu erhöhen.

Im Artikel von 2004 gehen *Jensen/Murphy (2004)* sehr tief in die Ökonomie der Entlohnungssysteme von Kapitalgesellschaften ein. Ihre Analyse der bestehenden Entlohnungssysteme für die Manager kommt zu dem Schluss, dass diese nicht der Wertmaximierung dienen, wobei hier Firmenwert nicht identisch ist mit kurzfristigem Aktienkurs der Firma. Sie gehen sogar noch einen Schritt weiter und postulieren, dass die Systeme dazu dienen, wertzerstörende Entscheidungen zu treffen. Eine Fülle von Verbesserungen, so vor allem Linearität der Entlohnungssysteme, werden von den Autoren vorgeschlagen. Aber selbst auf Basis dieser Verbesserungen kommen die Autoren zu dem Schluss, dass es nicht möglich sei, Anreiz-Systeme zu entwerfen, die die Interessen des Managements deckungsgleich machten mit den Interessen der Prinzipale. Die Verbesserungen könnten im besten Fall dazu beitragen, dass die Fehlanreize des Systems möglichst minimiert und der Schaden falscher Anreiz-Systeme möglichst gering gehalten würde. Rund werden die Vorschläge der Autoren aber erst mit ihrem Vorschlag der sogenannten Strategic-Value-Accountability. Die Verantwortung für den strategischen Wert der Firma müsse übertragen und kontrolliert werden. Dies zeigt sich im Vorschlag R-36 der Autoren:

„R-36. The remuneration committee should take the lead in seeing that Strategic Value Accountability is clearly assigned to those who have the unique combination of business judgment, financial knowledge, wisdom, and willingness to take on the critical task of managing the interface between the operating organization and the capital markets so as to create value.

Let us be clear that the assignment of the decision rights for managing relations with the capital markets is much more than simply talking to investors and institutions to assess their interests, opinions, desires and advice. It goes to the core of what it means to direct the organization so that choices are made that will maximize the chance of competitive success and the efficient use of society's scarce resources (human, capital, technological and material) entrusted to the organization. Remuneration committees must confront these issues. The committee must see to it that this talent and capacity is recruited into the organization and retained. They must see to it that those who have accepted the Strategic Value Accountability task are held to the value consequences even when they turn out poorly.” (S. 86)

Strategic Value Accountability

Damit stoßen die Autoren eine Tür auf in der Frage der Agency Kosten, die weg führt von rein mechanistischen Modellen der Anreiz-Systeme zu Fragen der Integrität des Managements und des Boards. Anreiz-Systeme sind meist falsch konzipiert und fallen als Lösung für das Agency Kosten Problem aus, so die Autoren. Aber selbst optimale Anreiz-Systeme stellen keine hinreichende Bedingung dar, dass die Agency Kosten optimal sind. Integrität des Managements und des Boards treten somit erstmals als ökonomische Kategorie bei *Jensen* in Erscheinung, ohne die eine Lösung des Agency Problems nicht möglich ist. Anreiz-Systeme stellen somit eine Ergän-

zung aber keinen Ersatz für Integrität aber auch nicht für externe Lösungsansätze dar, wie Market-for-Corporate-Control, Privatisierung und Monitoring durch Analysten.

Agency Cost of Overvalued Equities

Die Bedeutung der Integrität von Management und Board wird nach *Jensen* (2004a, 2004b) besonders in den Fällen höchst relevant, in denen eine Firma stark überbewertet ist. Zeitlich kongruent mit der Dot.Com-Blase an den westlichen Aktienmärkten lenkte *Jensen* sein Augenmerk auf die Frage der Überbewertung der gelisteten Kapitalgesellschaften. Die „Agency Costs of Overvalued Equity“ bestanden danach darin, dass keines der oben diskutierten Instrumente, die Agency Kosten zu optimieren, wie Market-for-Corporate-Control, Going Private, interne Kontrollmechanismen oder Analysten, im Falle der Überbewertung auch nur theoretisch dazu in der Lage sei. Alle bisher bekannten Instrumente versagten bei Überbewertung schon theoretisch, von ihrer praktischen absoluten Ineffizienz ganz zu schweigen. Dies war ein niederschmetterndes Ergebnis, stimmte aber mit den Erfahrungen des letzten Jahrzehnts überein und kann auch für die derzeitige Krise, die ihren Anfang in der US-Subprime-Krise, also Überbewertung, nahm, als Erklärungsansatz herangezogen werden.

Aufhänger für *Jensen*, die Frage nach der Überbewertung ins Zentrum seiner Überlegungen zu stellen, war seine Feststellung, dass Corporate Finance und Corporate Governance angesichts des Desasters um Enron, WorldCom und Xerox aus seiner Sicht damals in einem jämmerlichen Zustand waren. Sowohl die Theorie als auch die Praxis von Corporate Finance und Corporate Governance waren nicht in der Lage, die Entwicklungen dieser und anderer Firmen frühzeitig zu erkennen, geschweige denn marktkonforme Maßnahmen zu induzieren, diese Desaster zu vermeiden oder in ihrer Wirkung deutlich zu reduzieren.

Jensen sah in den fehlerhaften Anreiz-Systemen, wie sie oben beschrieben sind, eine der wesentlichen Ursachen der Überbewertung, verstärkt durch das Spiel zwischen Management und Analysten. Ehrliche Manager sind gefangen in einem Entlohnungs-System, das sie Schritt für Schritt von der Wahrheit über den wahren Wert der Firma entfernt, „that honest people can, little by little, be led to make decisions that at some point cross the border between legitimate management decisions in the grey areas of accounting and outright fraud.“ (2004b, S. 551) Hat die Überbewertung erst einmal begonnen, so *Jensen*, ist es im Rahmen der bestehenden Kontroll-Systeme und Anreiz-Systeme nahezu unmöglich, diesen Prozess der Überbewertung zu stoppen, geschweige denn umzukehren. Die Maßnahmen des Managements, den Anschein der hohen und steigenden Bewertung zu wahren, aber führen am Ende zur Zerstörung des Wertes der Assets. *Jensen* charakterisierte diesen Prozess als „Managerial Heroin“: Am Beginn fühlen sich Alle mit der Überbewertung sehr wohl. Der Board sieht keinen Grund, gegen das Management einzuschreiten. Der Kapitalmarkt und mit ihm die Analysten sehen sich in ihren Erwartungen bestätigt und ver-

meiden kritische Kommentare. Das Management ist mit sich im Reinen, denn seine Aufgabe ist es, den Wert für den Prinzipal zu maximieren und zudem profitiert das Management durch eine an der Aktien-Performance orientierte Bezahlung massiv von der Überbewertung. Auch erlaubt eine sehr günstige Finanzierung am Markt interessante Investitionsmöglichkeiten bis hin zu umfangreichen Takeovers (Aktie als Currency). Der Market-for-Corporate-Control kann nicht eingreifen, unabhängig von der Frage, ob er die Überbewertung erkennt, da die Firma als Target eines Takeovers viel zu teuer sei. Man kann keinen Profit erzielen, indem man eine Firma überteuert kauft und anschließend zum fairen aber niedrigeren Preis verkauft.

Doch mit der Feststellung, dass es keine Lösungsansätze am Markt gibt, die Überbewertung zu verhindern, war die Geschichte in der Darstellung von *Jensen* noch nicht zu Ende. Das Drama der Überbewertung begann nun erst. Es ist der Prozess der Korrektur der Überbewertung. Das Management steht zu Beginn der Korrektur vor der schier unlösbaren Aufgabe, mittels der Firmen-Performance die hohe Bewertung der Firma zu rechtfertigen. *Jensen* beschreibt es so: „I have advised clients that they are highly unlikely to win this game. They did not believe me. Once one gets drawn into the overvaluation game, it is a matter of pure luck if one ever gets back in balance. In the end, it is not whether you are going to lose the game, but when you are going to lose it, and then the costs are enormous. Reputations will be lost and people will begin receiving serious prison sentences.“ (2004b, S. 553)

Rolle der Gatekeeper

Dieser Firmen-interne Aspekt des Problems, vor dem das Management steht, wird jedoch durch einen immens wichtigen Firmen-externen Aspekt verstärkt. Es geht um die Rolle der Gatekeeper bei der Überbewertung der Firmen. *Jensen* beschreibt es so (2004b, S. 553): Investment Banken missbrauchen das Vertrauen ihrer Trading-Kunden (Brokerage-Kunden), indem sie ihre Analysten anleiten, die Aktien ihrer Investment Banking-Kunden oder von Firmen, die sie als Investment Banking Kunden gerne hätten, anzupreisen. Investment Banken drohen mit Herabstufungen von Aktien durch ihre Analysten, wenn sich diese Firmen weigerten, Kunde der Investment Bank zu werden oder zu bleiben. Die Boom-Jahre am Aktienmarkt, so *Jensen*, hatten dieses Verhalten nicht transparenter werden lassen, um es aufzudecken. Und gerade die Analysten, die die Aktien gegenüber den „naiven“ Investoren so hoch gelobt hätten, hatten in privaten Gesprächen und Kommunikation dieselben Aktien sehr kritisch gesehen: Ein absoluter Mangel an Integrität des Systems. Warum ist das geschehen? fragt *Jensen*. Seine Antwort: Es ging um gewaltige Summen im Investment Banking. So hat z.B. Enron 1998 bis 2000 über \$125 Million an Investment Banking Fees an die Wall Street Firmen bezahlt. Diese Summen sind enorm und anscheinend ausreichend, um das System zu korrumpieren. Aber nicht nur Investment Banken sondern auch Anwaltskanzleien, Commercial Banken und Auditor erlagen der Versuchung, ihre Reputation für Praktiken zu nutzen, um kurzfristige Profite aus der Überbewertung von Firmen zu erzielen, so *Jensen*.

Die Agency Kosten der überbewerteten Firmen waren enorm. Die Firmen nahmen zu viel Kapital auf, das sie nicht in der Lage waren, effizient zu allozieren. Fehlinvestitionen und Verschwendung waren die Folge. Anstatt Werte mit diesem Kapital zu schaffen, wurden Werte zerstört. Fungierten die überbewerteten Aktien dieser Firmen an irgendeiner Stelle im Finanzsystem als Deckung für die Aufnahme von Schulden resp. Finanzierungen, standen diese Schuldtitel nun auch unter Abwertungsdruck. „And when that excessive valuation diminishes and we begin to see the result of this reflected in our debt structure, we find we are not able to manage the debt. That is what a lot of organizations are faced with now.“ (2004b, S. 555) Die Zerstörung von Werten in der überbewerteten Firma führte somit auch zur Zerstörung von Werten in anderen Teilen der Wirtschaft, weil mit der Überbewertung eine Fülle von strategischen Fehlentscheidungen die Folge war, ganz im Sinne der Rolle der Preisinformation im *Hayek'schen* Preissystem.

Jensen musste in seinen Überlegungen die Frage, wie dem Agency Kosten Problem beizukommen sei, weitgehend offen lassen. Er ging sogar soweit, fast kleinlaut konstatieren zu müssen, dass er noch nie in seinem Wissenschaftler-Leben für ein Problem keine Lösung habe finden können. Für das Agency Problem der Überbewertung dagegen habe er keine Lösung parat und er fordere somit seine Wissenschaftskollegen in der ganzen Welt auf, über Lösungen nachzudenken. Diesen Hilferuf versah er mit einer hohen Dringlichkeitsstufe, da er erkannte, dass die Agency Kosten, die im Falle der Überbewertung entstehen, deutlich größer zu sein schienen als die Agency Kosten im Falle der Under-Performance des Managements und damit der Under-Valuation der Firma. Einen möglichen Ansatz allerdings erwähnte *Jensen* (Working Paper) selbst, Integrität von Management und Board.

Ergebnis

Damit haben die Überlegungen bei dem Gang auf den Spuren von *Jensen* ein Ziel erreicht, die Einführung der positiven ökonomischen Kategorie „Integrität“.

Market-for-Corporate-Control, Privatisierungen, interne Kontroll-Mechanismen, Monitoring durch den Kapitalmarkt sowie Anreize für das Management und den Board sind wichtige Mechanismen zur Begrenzung der Agency Kosten der Kapitalgesellschaften. Hinreichend sind diese Instrumente jedoch erst durch eine hohe Integrität von Management und Board. Dieses theoretisch von *Jensen* abgeleitete Ergebnis ist unmittelbar höchst einleuchtend. Es wird aber auch ganz besonders deutlich angesichts der Schäden der geplatzten Dot.com-Blase, der Schäden durch die großen Fraud-Fälle, wie Enron, WorldCom, Parmalat und anderer Firmen, sowie der gigantischen Schäden durch die geplatzten Real Estate Blasen in vielen Ländern, die durch die Subprime-Krise in den USA ausgelöst wurden. In allen Fällen haben die Firmen-internen Governance-Systeme und die externen Kontroll-Mechanismen der Märkte versagt. Obwohl *Jensen* an verschiedenen Stellen einer verbesserten Regulation

und deutlich schärferen Gesetzen eine positive Wirksamkeit unterstellt, reichten sie seiner Ansicht nach nicht aus, nicht zuletzt auch deshalb, weil sie teilweise falsch konzipiert seien und somit die Sache unter Umständen nur noch schlimmer machten. Es ist auch die große Krise der Gatekeeper (Underwriter, Equity Analysten, Rating Agenturen, Auditor etc.), die in diesen Fällen fast ausnahmslos versagt haben. Es gibt somit nach *Jensen* keinen Ersatz für die Integrität von Management und Board als Agenten der Prinzipale, um die hohen Agency Kosten der Kapitalgesellschaft zu heilen und deren hohe Wertschöpfung zum Nutzen Aller zu erhalten.

Integrität des Managements

Zeitlich unmittelbar nach seinen Veröffentlichungen bezüglich der hohen Agency Kosten der Überbewertung äußerte sich *Jensen* mit anderen Autoren über das Thema Integrität. Es ergibt sich aus der zeitlichen Kohärenz die Vermutung, dass *Jensen* aus seiner resignativen Erkenntnis, dass gegen Überbewertung und deren gravierende Folgen für die Agency Kosten von Public Corporations kein „Kraut gewachsen sei“, selbst wenn man den oben diskutierten Instrumenten zur Optimierung der Agency Kosten eine theoretisch maximale Wirkung unterstellen würde, verzweifelt nach einem Ausweg suchte. Ironisch gesagt: *Jensen* fiel nichts anderes mehr ein als Integrität. Ist diese Ironie gerechtfertigt?

Wenn *Jensen* Integrität als normatives Prinzip des „Gut vs Böse“ verstehen würde, könnte man den ironischen Schluss auf die *Jensen'sche* Erfindung der Integrität im Kontext der Agency Kosten durchaus rechtfertigen. Regulation hilft nicht, der Markt sorgt auch nicht für eine Lösung. Das Problem auf die ethische Ebene zu verschieben und damit implizit auf die Gesellschaft und deren erzieherischen Institute, wie Eltern, Schule, Kirche, Politik, Society etc., löst zwar scheinbar das Problem des Menschen *Jensen*, löst aber nicht wirklich das Problem des Ökonomen *Jensen*, für den die Ökonomie verantwortlich sein muss als Erkenntnis- und Kunstlehre. Und *Jensen* wäre kein außergewöhnlicher Ökonom, würde er als Mensch und nicht als Ökonom argumentieren. Für ihn ist Integrität eine positive Kategorie, eine ökonomische Kategorie, die einer *Popper'schen* kritischen Überprüfung zugänglich ist. Als positive Kategorie steht Integrität in einem ökonomischen Ursache-Wirkungs-Kontext, zu dem Thesen formulierbar und empirisch überprüfbar sind. Steht Integrität aber in einem Ursache-Wirkungs-Kontext von hoher Relevanz, wovon *Jensen* ausgeht, dann muss dieser ökonomischen Kategorie zuerkannt werden, dass sie unter Umständen einen wesentlichen Beitrag zur Lösung des Agency Kosten-Problems leisten kann. So gesehen gibt es einen Sinn, die zeitliche Nähe der Überbewertungs-„Depression“ von *Jensen* mit der Integritäts-„Euphorie“ von *Jensen* in Verbindung zu bringen. Frei nach „Heureka-ich hab es“ hat *Jensen* erkannt, dass hierin wirklich die Lösung liegen muss. Jetzt kommt es nur noch darauf an, Integrität als positive ökonomische Kategorie zu definieren, um die Tür zu öffnen für theoretisch empirische Analysen der Ursachen von hohen Agency Kosten sowie für Ansätze auf Basis der Integrität zur Verbesserung der Prinzipal-Agent-Probleme.

Integrität als positives Modell

Am umfangreichsten Auskunft über das positive Konzept der Integrität gibt ein Aufsatz von *Erhard/Jensen/Zaffron (2009)*. Die Autoren unterscheiden zwar die Integrität von Personen von der Integrität von Objekten, Systemen, Gruppen von Individuen und Organisationen. Im Grundsatz gäbe es aber keinen Unterschied der Integrität, egal auf welche Subjekte resp. Objekte sie sich bezieht. *Jensen* (Research Paper No. 07-01, Research Paper No. 10-042) definiert positive Integrität folgendermaßen:

Die Definition nach *Webster's New World Dictionary* lautet:

1. Es geht darum, eine Qualität resp. einen Zustand der Vollständigkeit, der Ganzheit, der Gesamtheit und der ungebrochenen Bedingung zu erreichen.
2. Es geht darum, eine Qualität resp. einen Zustand der Nicht-Beeinträchtigung, der Folgerichtigkeit und der fehlerlosen Bedingung zu erreichen.

Ein Individuum ist dann vollständig (*complete*) und ganzheitlich (*whole*), wenn sein Wort vollständig und ganzheitlich ist, und sein Wort ist dann vollständig und ganzheitlich, wenn das Individuum sein Wort ehrt. Individuen können ihr Wort in zweifacher Weise ehren: Erstens, indem sie ihr Wort halten zu dem Zeitpunkt, zu dem sie es versprochen haben; Zweitens, sobald sie erkennen, dass sie ihr Wort nicht halten können, informieren sie Alle, die es angeht, darüber und beseitigen alle Schäden, die sie in deren Leben dadurch anrichten. Verhält sich ein Individuum in der Form, ehrt es sein Wort, auch wenn es sein Wort nicht hält, und behält so seine Integrität.

Eine ernsthaft integere Person wird sehr gewissenhaft prüfen, bevor sie ihr Wort jemandem oder zu etwas gibt, und sie wird niemals ihr Wort zu Dingen geben, die sich gegenseitig ausschließen. Naturgemäß halten viele Leute es für das Allerwichtigste, Wort zu halten; jedoch ist es viel wichtiger, alles zu tun, Integrität dann zu be- und erhalten, wenn man sein Wort nicht halten kann, da man sonst Integrität verliert, wenn man sein Wort nicht halten kann. Wenn man die Dinge im Leben alle ernst nimmt, kommt es vor, dass man sein Wort nicht halten kann. Aber als Person mit Integrität muss man immer sein Wort ehren. Integrität ist wichtig für Einzelpersonen, Personengruppen, Organisationen und die Gesellschaft, da es Betriebsfähigkeit erzeugt (*Workability*). Ohne Integrität verschlechtert sich die Betriebsfähigkeit eines Objektes, Systems, einer Person, einer Gruppe oder Organisation; und wenn sich die Betriebsfähigkeit verschlechtert, dann verschlechtern sich auch die Möglichkeiten einer hohen Performance. Deshalb ist Integrität eine notwendige Bedingung für eine maximale Performance. Und als Zusatznutzen des „*honoring one's word*“ erhält eine integere Person auch noch ein hohes Vertrauen der Anderen. (Research Paper No. 10-042)

Entscheidend für die positive Sicht auf Integrität ist, dass es einen direkten Zusammenhang zwischen Integrität eines Subjekts/Objekts und seiner Performance gibt. Das Stichwort dazu lautet nach *Jensen* ‚Workability‘. „In short we assert the following simple, general rule: As integrity declines, workability declines, and when workability declines the opportunity for performance (the opportunity set) declines.“ (*Erhard/Jensen/Zaffon*, 2009, S. 40f)

Integrität bezieht sich nicht nur auf Personen, sondern auch auf Institutionen und Systeme. Gerade aber bei Institutionen und Systemen muss Integrität breiter gesehen werden. Es kommt dabei nicht nur auf die Integrität der Komponenten/Personen und der Beziehungen zwischen den Komponenten sondern auch auf die Integrität des System-Designs und der System-Nutzung an. „ ... the available opportunity set for performance of a system is conditional on the integrity of the components and relationship between components necessary to the designed standard of performance, and the integrity-of-design, and the integrity-of-use.“ (*Erhard/Jensen/Zaffon*, 2009, S. 44)

Für Organisationen gelten einige Besonderheiten bezüglich ihrer Integrität. Das Wort einer Organisation ist das Wort, das eine von der Organisation autorisierte Person gibt, z.B. Manager und Board Member einer Firma. Für informelle Gruppen gibt es häufig einen Sprecher, ob formell ernannt oder informell ergeben. Genauso wie bei Individualpersonen gilt auch für Organisationen: Ihr Wort ist auch gegeben durch das Handeln der Organisation (die Sprache der Aktionen), ihre Vereinbarungen, ihre formalen Verträge und ihre Kommunikation durch Geschäftsberichte, Geschäftspolitik, Slogans, Werbung sowie ihr Verhalten gegenüber ihren Kunden, Mitarbeitern, Lieferanten jeglicher Art (Material, Teile, Services, Kapital). Wenn eine Organisation integrier sein will, dann muss sie jene überwachen, die für die Organisation sprechen und damit ihr Wort für die Organisation geben, und sicherstellen, dass sie das Wort der Organisation auch ehren. (*Erhard/Jensen/Zaffon*, 2009, S. 58f)

Der Schleier der Unsichtbarkeit

Das Problem der Manager-Integrität ist, so *Erhard/Jensen/Zaffon* (2009), dass der Alltagsverstand die These vertritt, dass eine hohe Integrität kurzfristig lediglich Kosten verursacht und erst langfristig von Nutzen für den Manager ist. Deshalb sei es so schwierig, den Produktionsfaktor Integrität in das Weltbild der Manager einzuführen. *Jensen* widerspricht dieser These und erklärt den Mangel an Integrität mit dem ‚Veil of Invisibility‘. Dieser Schleier der Unsichtbarkeit verhindere, dass der direkte Nutzen der Integrität unmittelbar gesehen werde.

Mit dem Schleier der Unsichtbarkeit nehmen die Autoren ein Bild von *Rawls* auf, der in seiner Theorie der Gerechtigkeit den Schleier der Unwissenheit bemüht, um sein Ergebnis zu erhalten. Im Kontext der Integrität stehen die Autoren vor dem ‚Integrity-Performance Paradox‘. Es besagt, dass Manager mit Bezug auf die Performance der

Firma glauben, auf Integrität verzichten zu müssen, in Wahrheit aber durch den Verzicht auf Integrität auf Performance der Firma verzichten. Integrität verursacht danach nicht Kosten, sondern der Verzicht auf Integrität verursacht hohe Kosten, Agency Kosten eben, durch eine geringere Performance. Es sei Blindheit der Verantwortlichen gegenüber der Wirkung der Integrität auf die Performance. Diesem Argument könnte jedoch entgegengehalten werden, dass dieses Modell des Integrity-Performance-Paradox falsch sein müsse; denn wenn es richtig wäre, müsste man erklären, warum so viele Personen und Organisation Out-of-Integrity sind und blind gegenüber den damit verbundenen hohen Kosten. Wie kann man erklären, dass Performance-orientierte Personen und Organisation freiwillig auf das hohe Performancepotential von Integrität verzichten sollten?

Das Unverständnis bezüglich der Kosten des Nicht-Integritäts-Verhaltens resultiere danach vor allem auch daraus, dass nicht einmal verstanden wird, was nicht-integres Verhalten eigentlich sei.

Es ist deshalb sehr interessant, eine Liste des Out-of-Integrity-Verhaltens aus dem Aufsatz von *Erhard/Jensen/Zaffon (2009)* näher zu betrachten:

- Als Individuen machen wir Versprechungen und treffen Vereinbarungen, die wir nicht halten, und verletzen oder spielen mit ausgehandelten Vereinbarungen.
- Politiker führen bewusst ihre Wähler hinters Licht.
- Manager halten sich nicht an ihren ethischen Code, halten nicht ihr Wort, halten nicht das Wort ihrer Firma, bestehlen ihre Firmen.
- Manager rückdatieren systematisch ihre Optionsgaben, um den niedrigsten Preis zu erhalten.
- Individuen, Broker und Manager betreiben Insider Trading.
- Manager belügen bewusst ihre Shareholder, Kreditoren, Analysten, Kunden und andere hinsichtlich ihrer finanziellen Situation.
- Ärzte betrügen Krankenversicherungen und damit ihre Patienten.
- Rechtsanwälte betrügen in der Anwendung der Gesetze.
- Wissenschaftler und Autoren erstellen Plagiate und fälschen wissenschaftliche Ergebnisse. (S. 71ff)

Danach opfern Personen und Organisationen Integrität im Namen einer Steigerung der Performance und reduzieren aber in Wahrheit dadurch ihre Performance. Die Autoren zeigen in ihren Fußnoten auf den Seiten 71ff des Aufsatzes sehr anschaulich, wie groß die Performanceeinbußen sein können, wenn Integrität nicht besteht. Es geht dabei nicht um 2-3 Prozent Performanceeinbuße. Mit Integrität kann die Performance mehr als verdoppelt werden. Bezogen auf den Wert einer Firma am Aktienmarkt könnte dies eine deutliche nachhaltige Steigerung bedeuten. Damit wird Integrität zu einem Wertetreiber, den nachhaltige Investoren im Blick haben sollten. Der Veil-of-Invisibility macht es dem Management als auch den Investoren so

schwer, diesen Kausalzusammenhang zu verstehen, zu erkennen und danach zu handeln. Hier zeigt sich, dass Verfahren, Integrität einer Firma resp. seines Managements zu beurteilen und zu bewerten in der Lage wären, diese Uninformiertheit beheben könnten. Out-of-Integrity-Verhalten erkennen zu können, wäre deshalb nicht nur für Prinzipale, sprich Investoren, sondern auch für Agenten, sprich Management und Board, sehr wertvoll.

Integrität ist ein flüchtiges Gut. Seine Halbwertszeit ist gering. Integrität muss immer wieder geschaffen und erworben resp. produziert werden, wenn sie zu verschwinden droht, vor allem, wenn Situationen entstehen, in denen es schwerer ist, Integrität zu behalten. Was Integrität als positive ökonomische Kategorie und effizienter Produktionsfaktor ist, soll nach den Autoren nochmals zusammengefasst werden: „In a sentence, you have done what you said you would do, what you know to do, and what others expect you to do, or you have said you are not doing it, and you have cleaned up the mess you have caused by not doing it on time or not doing it at all. And if you are not going to obey the rules of the game you are playing in you have informed all others playing with you of that fact. You have nothing hidden; you are truthful, forthright, straight, and honest.” (S. 106f)

Nach diesen Ausführungen zeigt sich, dass Integrität die oben diskutierten Instrumente zur Optimierung der Agency Kosten wieder effizient macht, und dass das Überbewertungs-Problem durch Management und Board gelöst werden kann, ohne dass von außen darauf eingewirkt werden muss. Es zeigt sich auch, dass Integrität nicht nur eine schöne Tugend ist, die die Performance um 1-2 % erhöhen könnte, sondern dass Integrität ein Produktionsfaktor ist wie Technologie, Assets, Know How etc., der die Performance um 100% erhöhen kann und mehr. Das Paradox, dass ein derart wertvoller Produktionsfaktor unbeachtet ist, liegt am Schleier der Unsichtbarkeit der Integrität und damit an der Blindheit derjenigen, die es angeht. Es kommt also darauf an, diesen Schleier zu lüften.

Paradigmenwechsel in der Ökonomie?

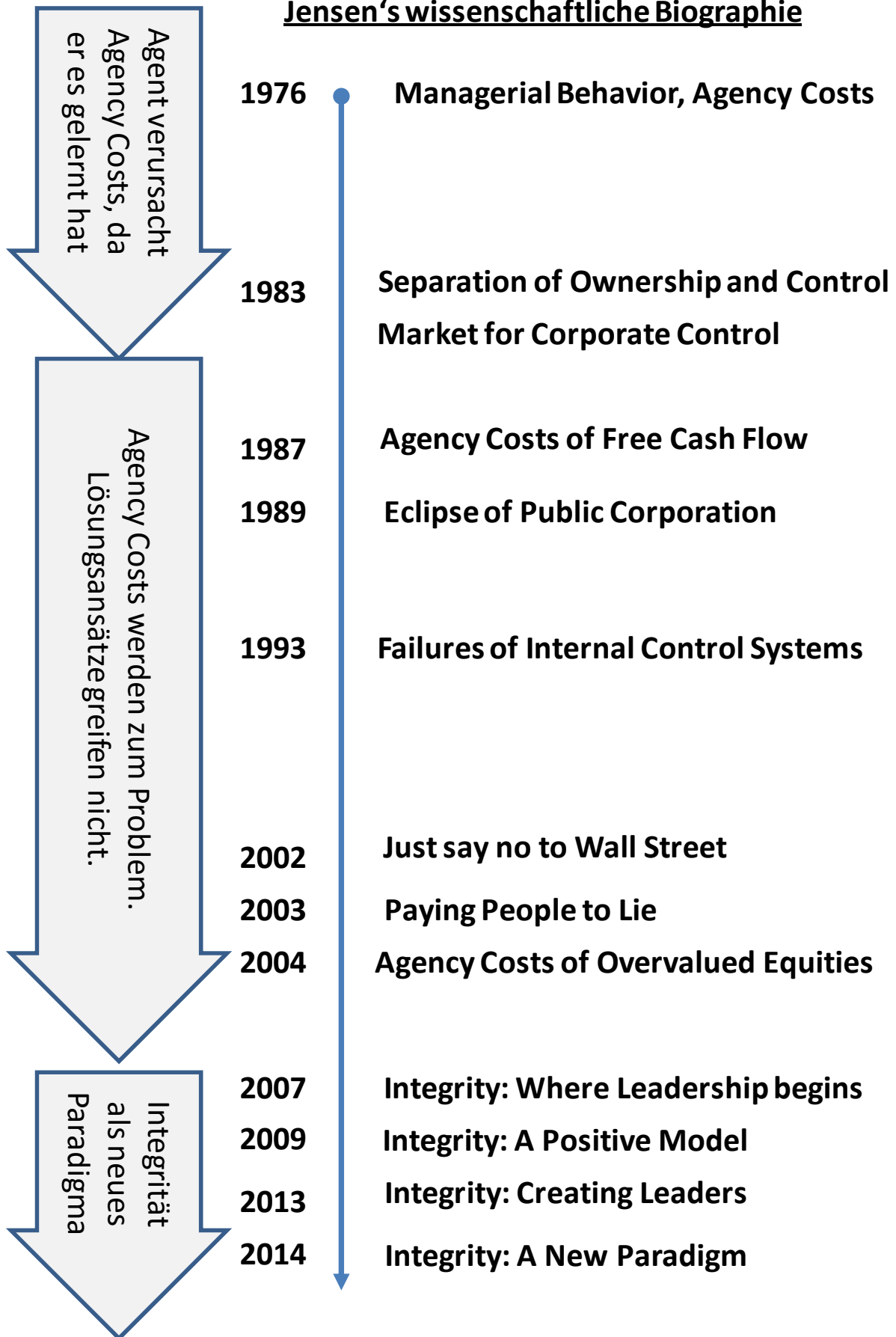
Jensen und seine Mitautoren haben erkennbar erkannt, dass Integrität „nicht vom Himmel fällt“, sondern dass trotz des Schleiers der Unsichtbarkeit Integrität in das Denken und Handeln der Wirtschaftssubjekte eingehen muss, insbesondere derer, die Entscheidungskompetenz und –gewalt besitzen, die Führer in den Unternehmen, den Verwaltungen und der politischen Ebene. Die Konsequenzen, die *Jensen* und seine Mitautoren daraus zogen, waren aus heutiger Sicht konsequent und zielführend. Sie veranstalteten Seminare und tun dies bis heute, die den Teilnehmern zeigen und sie davon überzeugen sollen, wie Integrität zu Vertrauen, höherer Produktivität und deutlich höherer Wertschöpfung führt, was er in seiner Publikation (*Jensen*, 2009) „A New Model of Integrity: An Actionable Pathway to Trust, Productivity and Value“ zeigt.

Darauf folgte eine Reihe von Seminar-begleitenden Publikationen zur „New Leadership“ auf Basis des Integritäts-Konzeptes (*Erhard/Jensen, 2007*) (*Scherr/Jensen, 2007*) (*Erhard/Jensen/Granger, 2013*) (*Erhard/Jensen/Zaffron/Granger, 2014*). Wissenschaftliche Erkenntnisse in die Praxis umzusetzen, unsichtbarer Integrität Wirksamkeit zu verschaffen, bevor die ökonomische Wissenschaft davon Kenntnis genommen hat, war und ist das Verdienst von Jensen und seinen Mitstreitern.

Um diesem Anliegen jedoch eine breitere Basis zu verschaffen, sah sich *Jensen* letztendlich gezwungen, einen Paradigmenwechsel gemäß Kuhn in der ökonomischen Theorie anzumahnen (*Erhard/Jensen, 2014*), indem er mit *Erhard* fordert: „Putting Integrity into Finance: A Purely Positive Approach“. Dieser Paradigmenwechsel sei unabdingbar, so *Jensen*, denn wenn die Menschen in ihrer täglichen Praxis Integrität schon nicht sehen könnten, müsste die ökonomische Wissenschaft Integrität in ihren Theorien explizit sichtbar machen. Nur so ließen sich viele realtypische ökonomische Phänomene erklären und ordnungstheoretische Vorkehrungen entwickeln, um im Sinne von *Hayek* und *Popper* die realexistierenden Wirtschaftsordnungen zu verbessern, was zweifellos heute ein höchst aktuelles Anliegen darstellt.

Eine Zeitleiste der erkenntnispraktischen Entwicklung von *Jensen* und seiner Mitautoren von „Managerial Behavior“ in 1976 bis zu „Integrity as a new paradigm“ in 2014 zeigt folgende Abbildung.

Jensen's wissenschaftliche Biographie



Literatur

- Erhard, W. and Jensen, M. C. (2007): Integrity: Where Leadership Begins, A New Model of Integrity, Harvard NOM Research Paper No. 07-03, 2007.*
- Erhard, W. and Jensen, M. C. (2014): Putting Integrity Into Finance: A Purely Positive Approach, Harvard NOM Research Paper No. 12-074, 2014.*
- Erhard, W., Jensen, M. C. and Granger, K. L. (2013): Creating Leaders: An Ontological/Phenomenological Model, Harvard NOM Research Paper No. 11-037, 2013.*
- Erhard, W., Jensen, M. C. and Zaffron, S. (2009): Integrity: A Positive Model that Incorporates the Normative Phenomena of Morality, Ethics, and Legality, Harvard NOM Research Paper No. 06-11, 2009.*
- Erhard, W., Jensen, M. C., Zaffron, S. and Granger, K. L. (2014): Introductory Reading For Being a Leader and The Effective Exercise of Leadership: An Ontological/Phenomenological Model, Harvard NOM Research Paper No. 09-022, incl. Course Materials (2015): Harvard NOM Research Paper No. 09-038, 2015.*
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983): Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June 1983.*
- Fuller, J. and Jensen, M. C. (2002): Just Say No to Wall Street, Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 4 (Winter 2002) 41-46.*
- Jensen, M.C. (1978): Some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics, 1978, 95-101.*
- Jensen, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, 323-329.*
- Jensen, M. C. (1987): The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitions and the Economy, From "The Merger Boom", Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston, Oct. 1987, 102-143.*
- Jensen, M. C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences, Journal of Economic Perspectives, Winter 1988, Vol. 2, No. 1, 21-48.*
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the Public Corporation, Harvard Business Review, (September-October 1989).*
- Jensen, M. C. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, Journal of Finance, (July, 1993), 831-880.*
- Jensen, M. C. (2003): Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process, European Financial Management, Vol. 9, No. 3, 2003, 379-406.*
- Jensen, M. C. (2004a): Agency Costs of Overvalued Equity, Financing Working Paper No 39/2004, ecgi, 2004.*

- Jensen, M. C. (2004b): The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, European Financial Management, Vol. 10, No 4, 2004, 549-565.*
- Jensen, M. C. (Working Paper): Agency Costs of Overvalued Equity, Working Paper, Center for Public Leadership, 172-187.*
- Jensen, M. C. (Research Paper 10-042): Integrity: Without It Nothing Works, Harvard NOM Research Paper No. 10-042.*
- Jensen, M. C. (Research Paper 07-01): A New Model of Integrity: An Actionable Pathway To Trust, Productivity and Value, Harvard NOM Research Paper No. 07-01, 2009.*
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 1976, Vol. 3, No 4, 305-360.*
- Jensen, M. C. and Murphy, K. J. (2004): Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them, ecgi, Finance Working Paper No. 44/2004, July 2004.*
- Jensen, M. C. and Ruback, R. S. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics 11 (1983), 5-50.*
- Scherr, A. L. and Jensen, M. C. (2007): A New Model of Leadership, Harvard NOM Research Paper No. 06-10, 2007.*