

# Geleitwort

Das Separationstheorem, nach dem Investitions- und Finanzierungsentscheidungen trennbar sind, ist Kernbestandteil der neoklassischen Finanzierungstheorie. Ausgehend von dem dahinter liegenden Idealbild eines vollkommenen Kapitalmarktes konzentrieren sich viele Arbeiten entweder ausschließlich auf Investitions- oder auf Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen. Dabei kommen zunehmend komplexe optionspreistheoretische Ansätze zur Anwendung, wenn es etwa darum geht, Flexibilität im Rahmen von Investitionsentscheidungen optimal zu nutzen oder eine Bewertung der zur Finanzierung herangezogenen Fremdkapitaltitel vorzunehmen. Reale Kapitalmärkte erweisen sich allerdings als nicht ganz so vollkommen, wie die neoklassische Theorie unterstellt. Damit verliert das bequeme Separationstheorem seine Gültigkeit, und es gilt Abhängigkeiten zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen zu berücksichtigen. An diesem Punkt setzt die vorliegende Dissertationsschrift von Herrn Hirth an. Im Mittelpunkt seiner Arbeit steht das dynamische Investment-Timing-Problem, d.h. die Frage, wann eine Investition idealerweise getätigt werden soll, wenn sie nicht nur heute, sondern auch zukünftig durchgeführt werden kann. Sein Ziel ist es herauszuarbeiten, welche Implikationen die von einem Unternehmen getroffenen Finanzierungsentscheidungen sowie der Bestand an liquiden Mitteln auf das dynamische Investment-Timing-Problem des Unternehmens haben können. Der Autor berücksichtigt hierbei Interdependenzen zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen als Folge von Friktionen in Form von

1. Finanzierungsbeschränkungen in Realloptionsansätzen

und

2. Informations- und Anreizproblemen.

In diesem Rahmen diskutiert er die folgenden Fragen:

- Was lässt sich über den Verlauf von Finanzierungskosten in Abhängigkeit vom Mittelbedarf aussagen, wenn davon auszugehen ist, dass externe Kapitalgeber das zu finanzierende Investitionsprojekt unterbewerten? Wie unterscheiden sich dabei Finanzierungskosten für die Emission von neuem Eigenkapital von den Emissionskosten für Fremdkapital?
- Welche Implikationen hat die Berücksichtigung von Finanzierungskosten für die Investment-Timing-Entscheidung, und wie unterscheiden sich die Investitionsentscheidungen bei Finanzierungskosten von denen eines lediglich in der Menge an externem Kapital beschränkten Unternehmens?
- Inwieweit eignen sich liquide Mittel, um Interessenskonflikte zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern über den optimalen Investitionszeitpunkt zu mindern?

Im Rahmen eines optionstheoretischen Modellrahmens leitet der Autor klare Strukturaussagen ab und trägt damit wesentlich zum Verständnis des Investment-Timing-Problems bei Friktionen bei. Sein Realloptionsansatz mit Finanzierungsbeschränkungen zeigt, dass ein lediglich in der Menge an externem Kapital beschränktes Unternehmen bei abnehmendem Bestand an liquiden Mitteln bereit ist, bei immer geringeren Projektwerten zu investieren, bis schließlich die exogene Mengenbeschränkung bindend wird. Hingegen führen konvexe Finanzierungskosten, wie sie der Autor für die Emission von Fremdkapital abgeleitet hat, zu einem U-förmigen Verlauf der Investitionsschwelle.

Darüber hinaus entwickelt der Autor einen weitgehend analytisch handhabbaren Modellrahmen, der die klassischen Agency-Probleme Unterinvestition (Myers 1977) und Überinvestition (Jensen/Meckling 1976) in einem dynamischen Modellrahmen vereint. Darin erweist sich der Bestand an liquiden Mitteln als zentrale Größe zur Charakterisierung der Investitionssituation. Der Modellrahmen liefert geschlossene Lösungen, vor allem aber klare Aussagen über den Einfluss von Liquidität und Leverage auf die Investitionspolitik. Dieser höchst beachtenswerten Arbeit ist eine breite Aufnahme in der Fachwelt zu wünschen.

Prof. Dr. Marliese Uhrig-Homburg