

Hochschultext



O. Loistl

Grundzüge der betrieblichen Kapitalwirtschaft

Mit 99 Abbildungen und 28 Tabellen

Springer-Verlag
Berlin Heidelberg New York Tokyo

Prof. Dr. Otto Loistl

Fachgebiet Betriebswirtschaftslehre,
insb. Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften
Universität-Gesamthochschule Paderborn
Warburger Str. 100, 4790 Paderborn

ISBN-13:978-3-540-16627-6 e-ISBN-13:978-3-642-71280-7
DOI: 10.1007/978-3-642-71280-7

CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek.

Loistl, Otto: Grundzüge der betrieblichen Kapitalwirtschaft / O. Loistl. - Berlin; Heidelberg;
New York; Tokyo: Springer, 1986.

(Hochschultext)

ISBN-13:978-3-540-16627-6

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdruckes, der Entnahme von Abbildungen, der Funksendung, der Wiedergabe auf photomechanischem oder ähnlichem Wege und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Die Vergütungsansprüche des § 54, Abs. 2 UrhG werden durch die ‚Verwertungsgesellschaft Wort‘, München wahrgenommen.

© by Springer-Verlag Berlin Heidelberg 1986

2142/3140-543210

Vorwort

In den letzten drei Jahrzehnten erzielte die betriebliche Finanzwirtschaft bedeutende Fortschritte bei der analytischen Durchdringung ihres Erkenntnisgegenstandes.

Einen Meilenstein setzten die Arbeiten von Modigliani/Miller Ende der fünfziger Jahre. Sie verhalfen der Auffassung zum Durchbruch, daß finanzwirtschaftliche Fragen auch einer einzelnen Unternehmung in vollem Umfang nur im Kontext des gesamten Marktes mit vielen Akteuren und Alternativen zu begreifen sind. Das Paradigma von der marktmäßigen Einbettung und Determinierung des einzelbetrieblichen Geschehens bestimmt seither die Diskussion. Im Mittelpunkt steht dabei ein Kapitalmarktgleichgewicht, aus dem die Preise für künftige Zahlungsströme abgeleitet werden.

Die modellmäßige Beschreibung der betrieblichen Situation ist bei gleichzeitiger Betrachtung einer Vielzahl von Akteuren und Alternativen nur bei Abstraktion von der stochastisch-dynamischen Realität möglich. Sie wird regelmäßig in eine statische Fragestellung mit konstanter Entscheidungsstruktur vereinfacht. Aus stochastischen Modellansätzen mit variabler Entscheidungsstruktur sind bei dem heutigen Erkenntnisstand (noch) keine operationalen Entscheidungsregeln für eine einzelne Unternehmung abzuleiten.

In dem modellhaften Szenario des Kapitalmarktgleichgewichtes haben in den meisten Fällen die Aktivitäten eines einzelnen Unternehmens keinen Einfluß auf den Handlungsspielraum der anderen Akteure. Deren Auswirkungen können durch entsprechende Maßnahmen der anderen Akteure egalisiert werden. Die Irrelevanz einer Änderung der Kapitalstruktur einer Unternehmung für die Anleger in einem solchen Modellrahmen ist heutzutage einleuchtend. Seinerzeit erregten Modigliani/Miller mit dieser Hypothese großes Aufsehen der meisten finanzwirtschaftlichen Theoretiker und Praktiker.

Zwischenzeitlich sind die markttechnischen Eigenschaften weitgehend abgeklärt, die ein Kapitalmarktmodell aufweisen muß, um die Irrelevanzthese von Modigliani/Miller zu erfüllen.

Weitaus weniger ausführlich hingegen wurden die einzelbetrieblichen Voraussetzungen einer Überprüfung unterzogen. Diese Aspekte bei der Bewertung von Zahlungsströmen stehen deshalb im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung. Zwei Gründe vor allem führten zur Konzentration auf die Analyse der einzelbetrieblichen Gesichtspunkte.

Zum einen bildet die Situation bei einer einzelnen Unternehmung auch die Grundlage für Untersuchungen des gesamten Marktes. Die Aggregation zu einem Gesamtmarkt hebt die entscheidende Bedeutung der Realitätsnähe der einzelbetrieblichen Modellannahmen nicht auf. Vor der Analyse des gesamten Marktgeschehens sollte die Analyse der einzelnen Unternehmung als deren Element stehen. Zum anderen würde die zusätzliche Dar-

stellung der Marktzusammenhänge in einem Band den Umfang sprengen, den man normalerweise für ein finanzwirtschaftliches Lehrbuch vorgibt. Deshalb ist es zweckmäßig, den Kapitalmarkt in einer gesonderten Arbeit zu behandeln.

In dem vorliegenden ersten Band wird die Einbettung der einzelnen Unternehmung in das gesamte Marktgeschehen durch eine allgemeine Bewertungsannahme und eine allgemeine Verhaltensmaxime der Marktteilnehmer berücksichtigt:

Es wird angenommen, daß die künftigen Zahlungsströme mit ihrem Barwert bewertet werden. Die Frage des Diskontierungszinssatzes ist jeweils im Einzelfall abzuklären.

Die Marktteilnehmer sind bereit, einen Preis zu bezahlen, der kleiner als der/oder gleich dem Barwert ist. Damit erlangt das Kapitalwertkriterium eine zentrale Bedeutung bei der Beurteilung von Finanztiteln.

Die Bewertung der Zahlungsströme umfaßt auch Fragen nach ihren Determinanten und Gestaltungsmöglichkeiten. Die laufenden Zahlungsströme sind zum großen Teil durch die produktionswirtschaftlichen Güter- und Dienstleistungsströme unmittelbar determiniert. Hier ist der autonome Gestaltungsspielraum der Finanzabteilung zwar gering; eine Kenntnis der produktionswirtschaftlichen Determinierung wegen des Umfangs dieser Zahlungsströme jedoch wichtig. Die Finanzabteilung hat aber durchaus die Möglichkeit, Zahlungsströme autonom zu erzeugen. Diesen gilt das besondere Augenmerk der Abhandlung.

Die wesentlichen betriebswirtschaftlichen Fragestellungen der Finanzierung können mit Hilfe des Kapitalwertkriteriums erläutert werden. Es verknüpft die Darstellung der Kapitalbindung, der Kapitalstruktur und der Gewinnausschüttung. Die inhaltliche Ausgestaltung richtet sich nach der jeweiligen Aufgabenstellung.

Der Diskussion dieser drei finanzwirtschaftlichen Kernprobleme ist ein einführendes Kapitel zur Erläuterung der Rahmenbedingungen vorangestellt. Es beschreibt zum einen die grundsätzlichen Bewertungsmechanismen, die zu einem Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt führen. Daran schließt sich eine kurze Diskussion der Konzepte zur Entscheidungsfindung unter Unsicherheit an. Die Darstellung soll dem Leser eine für das Verständnis der weiteren Erörterungen notwendige Kenntnis der benutzten Konzepte vermitteln. Eine ausführliche Erläuterung entscheidungstheoretischer Implikationen erfolgt nicht.

Manche Leser werden die explizite Darstellung einiger von ihnen als wesentlich erachteter Ansätze der neueren Finanzierungstheorie vermissen, so z. B. Agency Theory, Signaling Aspekte, Informationsasymmetrie oder die auf Haugen/Senbet aufbauende Analyse der Konkurskosten.

Auf die ausführliche Wiedergabe dieser konzeptionellen Ansätze wurde nicht nur aus Platzgründen verzichtet. Sie würden auch inhaltlich den Rahmen der vorliegenden Darstellung sprengen, die eine konsistente Verknüpfung von theoretischen Modellvor-

stellungen und empirischer Überprüfung versucht. Die heute verfügbaren Methoden der Datenerfassung und Datenverdichtung erlauben die Beurteilung von Modellkonzeptionen an der Qualität der Verknüpfung von Normenproblem und Datenproblem.

Die Explikation z. B. des Agency Ansatzes und der Informationsasymmetrie sollte wohl auch die langjährige Diskussion zu der Ausgestaltung von Geschäftsführerverträgen und zu dem Verhältnis von geschäftsführenden und nicht geschäftsführenden Gesellschaftern einbeziehen.

Die Frage nach dem Informationsgehalt von ökonomischen Phänomenen, insbesondere des Rechnungswesens werden in der vorliegenden Arbeit ausführlich behandelt. Sie stehen bei dem Bemühen einer empirischen Überprüfung von Theorien im Mittelpunkt der Arbeit. Die Wirkungszusammenhänge wurden allerdings nicht im Wege von globalen Grundsatzargumenten deduziert, sondern an Hand expliziter statistischer Analysen überprüfbar dokumentiert.

Entsprechend sollten die allgemeinen Überlegungen von Haugen/Senbet zu einem empirischen meßbaren Ansatz ausgebaut werden um die Bedeutung der Konkurskosten auszuloten.

Die Bezüge des hier verwendeten Ansatzes zur Analyse konkursgefährdeter Finanztitel zu dem Modell von Haugen/Senbet werden allerdings nicht explizit herausgearbeitet. Das Anknüpfen an dem Modell von Modigliani/Miller schien zweckmäßiger; deren Irrelevanztheorem impliziert bereits die Irrelevanz der Konkurskosten.

In formaler Hinsicht wurde generell versucht, die Darstellung auf einem elementaren Niveau zu belassen. Der an den ausführlichen formalen Ableitungen interessierte Leser wird auf die entsprechenden Literaturstellen verwiesen. Die verbale und/oder graphische Erläuterung der behandelten Fragen steht im Vordergrund.

Höhere Ansprüche hingegen werden m. E. an die Bereitschaft der Leser gestellt, sich mit neueren finanzwirtschaftlichen Konzepten auseinanderzusetzen. Der Zugang soll jedoch dadurch erleichtert werden, daß diese Konzepte durchweg Variationen des Kapitalwertkriteriums darstellen. Der Bezug der Modellgrößen zu Größen des Rechnungswesens und des Jahresabschlusses soll insbesondere die Anschaulichkeit fördern.

Hinsichtlich der Literatur habe ich mich auf wenige Publikationen beschränkt. Aus ca. 100 Seiten Literaturangaben wurden ca. 10 Seiten ausgewählt. Naturgemäß ist diese Auswahl subjektiv gefärbt. Im wesentlichen habe ich mich auf ergänzende und weiterführende Standardliteratur der 80er Jahre konzentriert.

Die Ausarbeitung ist in erster Linie für Studenten im Hauptstudium gedacht. Darüber hinaus wurde versucht, die Darstellung auch für Praktiker lesbar zu machen, die sich über die Lösung von aktuellen Tagesfragen hinaus ein Interesse an den generellen Entwicklungen der betrieblichen Finanzwirtschaft erhalten haben.

Harald Rosenthal, Clemens Haskamp und Bernhard Löderbusch waren bei der Erstellung des Manuskriptes kritische Gesprächspartner. Sie machten mich auf viele Ungenauigkeiten aufmerksam. Mein Kollege Bernd Pfeiffer, Berlin, hat das gesamte Manuskript gelesen und Verbesserungen angeregt. Monika Menz, Cordula Weimann, Ulrike Stolze und Margaret Thiesmann haben verschiedene Versionen des Manuskriptes getippt, bzw., seitdem die technischen Fazilitäten verfügbar sind, als EDV-Textdatei eingegeben und ausgedruckt. Die Zeichnungen wurden von Bernd Todt und Klaus Peter Beyer angefertigt.

Ihnen allen bin ich ebenso zu Dank verpflichtet wie dem Springer Verlag, der die Entstehung des Manuskriptes mit konstruktiver Geduld begleitet hat. Zu danken habe ich auch dem Minister für Wissenschaft und Forschung des Landes Nordrhein-Westfalen. Durch die Förderung mehrerer Forschungsprojekte half er grundsätzliche Fragen abzuklären, und durch die Gewährung eines Forschungsfreisemesters erleichterte er die Formulierung der Schlußfassung. Die Verantwortung für verbleibende Unvollkommenheiten liegt jedoch allein bei mir.

Inhaltsverzeichnis

1 Einleitung und Überblick	1
11 Ein Beispiel	1
12 Die Problemstellungen	4
2 Der Bezugsrahmen der einzelbetrieblichen Kapitalwirtschaft	13
21 Der Kapitalmarkt als Aktionsfeld und Determinante einer Unternehmung	13
211 Entscheidungssituation eines Unternehmers	13
212 Entscheidungssituation eines Anlegers	15
2121 Bewertung von Einkommenskombinationen	15
2122 Übertragungsmöglichkeiten der Einkommensbeträge	20
213 Abstimmung zwischen Anleger- und Unternehmerentscheidung	28
2131 Fragestellung	28
2132 Realinvestition als alleinige Anlagemöglichkeit	28
2133 Erweiterung um Finanztransaktionen	30
22 Die Bewältigung der Unsicherheit	35
221 Allgemeines Risikomanagement	35
222 Auswahl unter unsicheren Alternativen	39
2221 Nutzenbegriff und Präferenzen	39
2222 Wahrscheinlichkeitsschätzung und Bewertung	49
2223 Betriebliche Entscheidungen unter Risiko oder Ungewißheit	51
2224 Operationale Entscheidungskriterien	54
223 Zustandsabhängige Erträge und Arrow-Debreu-Wertpapiere	58
224 Verarbeitung neuer Informationen	65
3 Die Grundprobleme der einzelbetrieblichen Kapitalwirtschaft	71
31 Die Abklärung der Grundlagen	71
311 Kapitalbegriffe	71
312 Zielsetzungen im Kapitalbereich der Unternehmung	74

313 Instrumente zur Durchführung der Kapitalbeschaffung	79
3131 Überblick und Systematisierung	79
3132 Beteiligungsfinanzierung	81
31321 Aktienfinanzierung	81
31322 Sonstige Formen der Beteiligungsfinanzierung	90
31323 Rechtsformwahl bei Unternehmensgründungen	94
3133 Kreditfinanzierung	97
31331 Langfristige Kreditfinanzierung	97
31332 Kurzfristige Kreditfinanzierung	111
31333 Sonstige Formen der kurzfristigen Finanzierung	113
314 Kapitalwirtschaft im Rahmen des Betriebsprozesses	121
3141 Abfolge von Kapitalbindung und Kapitalfreisetzung	121
3142 Abstimmung von Finanzierung, Investition und Ausschüttung	123
3143 Abgrenzung von kapitalfonds- und kapitalbindungsrelevanten Zahlungen	125
315 Kapitalwerte und Kapitalkosten als Beurteilungsmaßstäbe finanzwirtschaftlicher Aktivitäten	130
3151 Kapitalwerte und Kapitalkosten	130
3152 Kapitalwert und Finanzierungsvolumen	131
3153 Kapitalkosten und Investitionsvolumen	133
3154 Kapitalkosten und Ausschüttungsvolumen	135
3155 Kapitalkosten und Kapitalrenditen	137
32 Die Abstimmung zwischen Kapitalbedarf und Kapitalfonds	139
321 Begriffsklärungen	139
3211 Kapitalbindung und Kapitalbedarf	139
3212 Generelle Koordinationsaufgaben	142
322 Güterwirtschaftliche Determinanten	146
3221 Fertigungswirtschaftliche Aspekte	146
32211 Systematisierung der Einflußfaktoren nach Gutenberg	146
32212 Kapitalbindung bei einer Fertigungsstufe	150
32213 Kapitalbindung bei mehreren Fertigungsstufen	153
32214 Kapitalbindung bei Fertigungsdurchlauf unter Unsicherheit	156
32215 Kapitalbindung in Lagerbeständen	160

3222 Investitionswirtschaftliche Aspekte.....	161
32221 Fragestellungen.....	161
32222 Finanzmathematische Analyse von einzelnen Investitionen.....	162
32223 Simultane Planung von Investitions- und Finanzierungsprogrammen.....	174
32224 Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit.....	179
323 Finanzwirtschaftliche Determinanten.....	197
3231 Abgrenzung und Orientierung.....	197
3232 Sicherung der aktuellen Liquidität durch die kurzfristige Finanzplanung.....	198
3233 Sicherung der strukturellen Liquidität durch die strategische Kapitalstrukturplanung.....	201
32331 Einleitender Überblick.....	201
32332 Kapitalstrukturanalyse ohne explizites Liquiditätsrisiko.....	206
323321 Hebelwirkung zunehmender Fremdfinanzierung.....	206
323322 Hebelwirkung bei unsicherer Gesamtkapitalrendite.....	212
323323 Kapitalstruktur und Aktienwertmaximierung.....	218
323324 Kapitalstruktur und hypothetische Kapitalkostenverläufe.....	226
32333 Kapitalstrukturanalyse mit explizitem Liquiditätsrisiko.....	237
323331 Einleitender Überblick.....	237
323332 Kapitalstrukturanalyse bei Verknüpfung von aktueller und struktureller Liquidität.....	238
323333 Kapitalstrukturanalyse mit Überschuldung als Konkursgrund.....	256
323334 Weitere Aspekte der Kapitalstrukturanalyse bei Insolvenzrisiko.....	259
32334 Kapitalstrukturanalyse auf Grund von Überschuldung oder Illiquidität?.....	261
33 Die Dividendenpolitik als dynamische Abstimmungsaufgabe.....	266
331 Einleitung und Überblick.....	266
332 Rahmenbedingungen der Dividendenpolitik.....	269
3321 Handelsbilanzielle Grundsätze.....	269
33211 Ausschüttungssperre bei Kapitalgesellschaften.....	269
33212 Mindestausschüttung.....	269
33213 Informationsregelung.....	271
3322 Steuerrechtliche Vorschriften.....	271
3323 Dividendenpolitik und Unternehmensrecht.....	274
3324 Dividendenpolitik in der Empirie.....	277
33241 Ausschüttungsverhalten.....	277
33242 Gewinnhypothese versus Dividendenhypothese.....	280

333 Modelle der Dividendenpolitik.....	281
3331 Zielsetzungen und Datenbasis	281
3332 Statische Dividendenpolitik als Schütt-aus-Hol-zurück Maßnahme.....	285
3333 Dynamische Dividendenpolitik bei variablem Investitionsbudget.....	286
33331 Grundlegende Modellformulierung.....	286
33332 Ergebnisse alternativer Modellannahmen.....	290
334 Dividendenpolitik unter Unsicherheit.....	291
Anhang	295
Anmerkungen	301
Abbildungsverzeichnis.....	313
Literaturverzeichnis.....	316
Abkürzungsverzeichnis	326
Stichwortverzeichnis.....	334