

Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung
Herausgegeben von
Prof. Dr. E. Gutenberg
Prof. Dr. W. Hasenack
Prof. Dr. K. Hax
Prof. Dr. E. Schäfer
Band 35

Gert Schemmann
Zielorientierte
Unternehmensfinanzierung
Finanzierungsentscheidungen
im Hinblick auf die
Zielsetzungen
der Kapitalgeber



Westdeutscher Verlag
Köln und Opladen 1970

ISBN 978-3-663-01030-2 ISBN 978-3-663-02943-4 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-663-02943-4

Verlags-Nr. 023235

(c) 1970 by Westdeutscher Verlag GmbH, Köln und Opladen

Gesamtherstellung:

Druckerei Dr. Friedrich Middelhaue GmbH, Opladen

Graphische Konzeption des Reihentitels:

Hanswerner Klein, Opladen

MEINEN ELTERN

Geleitwort

In einer Wirtschaft, die auf Geldkapital aufbaut, liegt es nahe, die unternehmerischen Entscheidungen allein nach den finanziellen Zielsetzungen der Kapitalgeber auszurichten.

Dieser Ausgangspunkt ist aber nicht selbstverständlich. In der betriebswirtschaftlichen Finanzierungstheorie geht man vielfach von der Konzeption des „Unternehmens an sich“ aus, bei der es in erster Linie um die Entwicklung des Unternehmens geht, hinter der die Interessen der Kapitalgeber möglicherweise zurücktreten müssen. In den letzten Jahren ist hier ein Wandel eingetreten. Man fragt, wie sich die unternehmerischen Entscheidungen gestalten, wenn die Unternehmensleitung sich lediglich als Vollzugsorgan der Kapitalgeber betrachtet und nur deren Interessen berücksichtigt.

Der Verfasser baut seine Theorie auf einer realistischen Grundlage auf, indem er die einseitige Festlegung entweder auf das reine Unternehmensinteresse oder das reine Kapitalgeberinteresse vermeidet. In der Wirklichkeit haben wir es immer mit einem Zielbündel zu tun, bei dem sowohl die Erhaltung und Ausbau des Unternehmens als auch die finanziellen Ziele der Kapitalgeber zu beachten sind. Dabei ergibt sich ein oft schwieriges Abstimmungsproblem.

In der ersten Stufe der Untersuchung behandelt der Verfasser Entscheidungsmodelle, in denen das Unternehmen lediglich als eine Agentur der Eigentümer behandelt und allein in ihrem Interesse geführt wird. In der zweiten Stufe wird diese Prämisse modifiziert. Nunmehr bestimmen die Ziele der Unternehmenseigner die Entscheidungen der Unternehmensleitung nicht mehr unmittelbar; sie wirken nur mehr mittelbar als Rahmenbedingungen auf diese Entscheidungen ein, wobei neben den finanziellen Interessen der Unternehmenseigner nun auch die Ziele der Kreditgeber in die Überlegungen einbezogen werden. Die Analyse dieser Rahmenbedingungen und die Möglichkeiten ihrer Beeinflussung stellen den wichtigsten Teil der Untersuchung dar, der auch im Hinblick auf die praktische Anwendung dieser Theorie besondere Bedeutung besitzt.

Man darf natürlich von einer Untersuchung dieser Art keine fertigen Rezepte erwarten. Das wäre beim gegenwärtigen Stand der Finanzierungstheorie verfrüht. Der Verfasser versteht es jedoch, die Beziehungen zwischen seiner Theorie und den Handlungsmöglichkeiten der Wirtschaftspraxis deutlich herauszustellen. Auf diese Weise wird nicht nur die Finanzierungstheorie mit Hilfe der neuen Betrachtungsweise in ihren Aussagemöglichkeiten erweitert, sondern es ergeben sich auch für die Finanzierungspraxis wertvolle Anregungen.

Köln, im Januar 1970

Karl Hax

Vorwort

Die Betriebswirtschaftslehre entwickelt sich in zunehmendem Maße zu einer Entscheidungslehre. Eine entsprechende Tendenz zeichnet sich in der betriebswirtschaftlichen Kapitaltheorie ab. Die Finanzierungstheorie – als Teil der Kapitaltheorie – kann demgemäß nicht mehr ausschließlich als Lehre von den Finanzierungsanlässen, Finanzierungsformen und Finanzierungstechniken konzipiert werden; sie muß vielmehr die Zielsetzungen der Kapitalgeber in ihre Überlegungen einbeziehen.

Entscheidungsmodelle auf der Grundlage von Kapitalgeberzielen liegen bisher in zwei Ausprägungen vor: Einmal nimmt man die personelle Identität von Kapitalgeber und Unternehmensleitung an. Zum anderen unterstellt man, daß zwar Kapitalgeber und Unternehmensleitung nicht identisch sind, daß aber die Unternehmensleitung sich bei ihren Entscheidungen allein nach den Zielen der Kapitalgeber richtet.

Die folgende Untersuchung setzt eine Entscheidungssituation voraus, bei der zwei nur teilweise voneinander abhängige Entscheidungszentren – Kapitalgeber und Unternehmensleitung – gegeben sind. Dadurch wird eine Annäherung der Finanzierungstheorie an die wirtschaftliche Wirklichkeit möglich.

Die Arbeit wurde am 21. Mai 1969 unter dem Titel „Unternehmensfinanzierung im Hinblick auf die Zielsetzungen der Kapitalgeber“ von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main als Dissertation angenommen.

Es ist mir ein besonderes Anliegen, meinem verehrten akademischen Lehrer, Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Dr. h.c. Karl Hax zu danken. Zum Gelingen dieser Arbeit hat er durch nie erlahmende, sachkundige Kritik und wertvolle Anregungen wesentlich beigetragen.

Berlin, im Januar 1970

Gert Schemmann

Inhaltsverzeichnis

<i>Erster Teil: Grundlagen</i>	17
I. Problemstellung	17
II. Das Beziehungssystem „Unternehmen – Kapitalgeber“	19
1. Beschreibung	20
a. Trennung der Entscheidungsbereiche „Kapitalgeber“ und „Unternehmensleitung“	20
b. Strukturbild	22
c. Begriffliche Festlegung	23
2. Modelldarstellung	24
a. Die Beziehungen im Grundmodell	25
b. Die Bildung von Partialmodellen	27
(1) Modelltypen	27
(2) Die Bestimmung von Zielträger und Aktionsträger	27
c. Ableitung von Entscheidungskriterien	28
 <i>Zweiter Teil: Finanzierungsentscheidungen bei fremdbestimmter Zielsetzung (Zielheteronomie)</i>	 35
I. Einheitliches Entscheidungsfeld	35
1. Zielvorschrift „Gewinnmaximierung“	35
2. Grenzen für die Anwendung bei Finanzierungsentscheidungen	35
3. Maximierung des Konsumeinkommens	36
II. Divergierende Entscheidungsfelder	37
1. Zielvorschrift „Maximierung des Anteilseignervermögens“	37
2. Die Modellstruktur	38
3. Entscheidungsunterlagen	39
a. Leistungsüberschuß-Funktion	40
b. Die Kapitalkostenfunktion	41
(1) Die Kreditkostenfunktion	42
(2) Die Bewertungsfunktion der Anteilseigner	43
(a) Der Vorschlag von Modigliani-Miller	44
aa. Die Marktrate	44
bb. Die Eigenkapitalkosten	45
cc. Kritik	45
(b) Die Bewertungsfunktion als Verhaltensfunktion	46
aa. Die Konzeption	46
bb. Kritik	48
(c) Die Opportunitätskosten prospektiver Anteilseigner	49
(d) Die Bedeutung von Bewertungsfunktionen	50

4.	Entscheidungsregeln für die Maximierung des Anteilseignervermögens . . .	50
a.	Marktwertmaximierung durch Variation der Kapitalstruktur	53
b.	Marktwertmaximierung durch Variation der Ausschüttung	57
	(1) Die Ausschüttungsentscheidung anhand der Zinsfunktion	57
	(a) Ableitung der Entscheidungsregel	58
	(b) Kritik	59
	aa. Die unterstellte Zinsfunktion	60
	bb. Die Voraussetzung einer vorgegebenen Bewertungsrate	65
	(2) Die Ausschüttungsentscheidung in Abhängigkeit von Marktwert- änderungen	68
c.	Der Versuch einer Kombination von Ausschüttungs- und Kapital- strukturentscheidungen	71
d.	Zusammenfassung	74

*Dritter Teil: Abstimmung der Finanzierungsentscheidung mit den Zielsetzungen
der Kapitalgeber (eingeschränkte Zielautonomie)* 87

I.	Die Entscheidungssituation der Unternehmensleitung bei eingeschränkter Zielautonomie	87
1.	Der Verbindlichkeitsgrad von Kapitalgeberzielen	87
2.	Das Verhalten der Unternehmensleitung	88
	a. Entscheidungen zum Kapitalvolumen	88
	b. Entscheidungen zur Kapitalstruktur	90
	c. Entscheidungen über Leistungsauszahlungen	91
II.	Anbieter von Beteiligungskapital	92
1.	Präferenzen	92
	a. Entnahmepräferenz	93
	(1) Konsumentnahmen	93
	(2) Entnahmen zur Außenanlage	94
	b. Sicherheitspräferenz	94
	(1) Arten des Risikos	95
	(2) Erfassung des Risikos	96
2.	Zielvorstellungen	97
	a. Einkommenserzielung	97
	b. Vermögenmehrung	99
	(1) Erläuterung des Sachverhaltes	99
	(2) Komponenten des Vermögens	99
	(a) Barentnahmen in Höhe der Ausschüttung	99
	(b) Liquidationserlös	100
	aa. Bewertung ohne Wechsel der Bewertungsgröße	101
	bb. Bewertung mit Wechsel der Bewertungsgröße	105
	c. Beschränkte Substituierbarkeit beider Zielvorstellungen	108
3.	Maßnahmen zur Zielrealisierung	110
	a. Die Abhängigkeit der Maßnahmen vom Verhalten der Unternehmens- leitung und des präsumtiven Anteilseigners	111
	b. Die Wahlmöglichkeiten	111
	(1) Die Wahl zwischen Liquidation und Beibehaltung der Unter- nehmensbeteiligung	111

(2) Die Wahl zwischen Entnahme des Überschusses und weiterer Anlage im Unternehmen	113
(a) Entnahmestruktur bei fehlendem Liquidationserlös am Ende der Planperiode	114
(b) Entnahmestruktur bei einem unter dem angesammelten Kapital liegenden Liquidationserlös	116
(c) Entnahmestruktur bei autonomer Ausschüttungspolitik der Unternehmensleitung	119
c. Risikoverhalten	122
d. Zusammenfassung	125
III. Anbieter von Kreditkapital	125
1. Zielvorstellungen	125
a. Vermögenszuwachs	126
b. Anpassungsfähigkeit	127
c. Sicherheit	128
2. Maßnahmen zur Zielrealisierung	130
a. Beschränkte Substituierbarkeit von Vermögenszuwachs und Risiko	130
b. Formen des Risikoverhaltens	131
(1) Kreditlimitierung	131
(2) Kreditrationierung	132
(a) Kreditrationierung bei Fixierung des Vermögenszuwachses	132
(b) Kreditrationierung bei Variation des Vermögenszuwachses	134
IV. Konsequenzen für die Abstimmung von Finanzierungsentscheidung und Zielsetzungen der Kapitalgeber	137
1. Die Berücksichtigung von Anteilseignerinteressen	137
2. Die Berücksichtigung des Kreditgeberinteresses	139
V. Zusammenfassung	140
<i>Literaturverzeichnis</i>	150
<i>Stichwortverzeichnis</i>	160

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AER	The American Economic Review
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
Bd.	Band
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
ders.	derselbe
Diss.	Dissertation
ebda.	ebenda
ed.	edited
	editor
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
GE	Geldeinheiten
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HBR	Harvard Business Review
HdB	Handwörterbuch der Betriebswirtschaft
HdSW	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
HdW	Handbuch der Wirtschaftswissenschaften
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
JB	The Journal of Business
JF	The Journal of Finance
JFNuSt	Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik
Jg.	Jahrgang
JPE	The Journal of Political Economy
KG	Kommanditgesellschaft
MS	Management Science
NF	Neue Folge
N.S.	New Series
oHG	offene Handelsgesellschaft
QJE	The Quarterly Journal of Economics
Rev. Ec. Stat.	The Review of Economics and Statistics
Rev. Ec. Stud.	The Review of Economic Studies
SJE	The Swedish Journal of Economics
u.a.	unter anderem
vgl.	vergleiche

Vol.	volume
Wpg	Die Wirtschaftsprüfung
WWA	Weltwirtschaftliches Archiv
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfdgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfgStw	Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZfN	Zeitschrift für Nationalökonomie