

Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 13

Risikowirtschaft

**Eigen- und Fremdfinanzierung im
gesamtwirtschaftlichen Kontext**

Von

**Helmut Baisch
und Wolfgang Kuhn**



Duncker & Humblot · Berlin

HELMUT BAISCH / WOLFGANG KUHN

Risikowirtschaft

Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 13

Risikowirtschaft

Eigen- und Fremdfinanzierung im
gesamtwirtschaftlichen Kontext

Von

Helmut Baisch
und Wolfgang Kuhn



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Baisch, Helmut:

Risikowirtschaft : Eigen- und Fremdfinanzierung im
gesamtwirtschaftlichen Kontext / Helmut Baisch ; Wolfgang Kuhn. –
Berlin : Duncker und Humblot, 2001

(Studien zu Finanzen, Geld und Kapital ; Bd. 13)

ISBN 3-428-10376-9

Alle Rechte vorbehalten

© 2001 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: Werner Hildebrand, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0939-5113
ISBN 3-428-10376-9

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☹

Vorwort

Mit dem vorliegenden Buch werden die Zusammenhänge zwischen Unternehmensfinanzierung, Kapitalstockbildung, Einkommensbildung und Beschäftigung offengelegt. Grundlegend für die hier vorgestellte Methodik ist die gesamtwirtschaftliche Unterscheidung zwischen eigen- und fremdfinanzierter Produktion. Denn unter realitätsnahen Finanzierungsbedingungen hat die Kapitalstruktur eines Unternehmens – entgegen dem Modigliani/Miller-Theorem – Einfluss auf die übrigen Variablen des ökonomischen Systems.

Die Risikowirtschaft ist das Produkt einer über fünfjährigen Zusammenarbeit, in der die beiden Verfasser Gelegenheit hatten, einen intensiven Dialog zum Thema zu führen.

Unser besonderer Dank gilt dem Dekan des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften an der Bergischen Universität Wuppertal, Prof. Dr. Winfried Matthes, für seine jahrelange Unterstützung unserer Zusammenarbeit. Besonderer Dank gilt auch Prof. Dr. Lambert T. Koch für seine Aufgeschlossenheit, seine inhaltlichen Anregungen und formalen Hilfestellungen. Weiterhin danken wir Prof. Dr. Roland Dillmann und Dr. Wolf von Wedel-Parlow für ihre Bereitschaft zur Diskussion. Nicht zuletzt sind es die Studierenden der Bergischen Universität Wuppertal, die sich gegenüber der risikowirtschaftlichen Modellbildung sehr offen gezeigt haben und durch ihre konstruktive Kritik zahlreiche Anregungen lieferten.

Wuppertal, im Januar 2001

*Helmut Baisch
Wolfgang Kuhn*

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	15
I. Konzeption der Risikowirtschaft	15
1. Allgemeines	15
2. Kernbegriffe	16
3. Vorgehensweise	18
II. Methodik	20
1. Die ertragstheoretische Grundlage: Reflexionen zum Modigliani/ Miller-Theorem	20
2. Die methodische Basis: Fremdfinanzierung	22
3. Die systematische Erweiterung: Eigenfinanzierung	28
4. Die Aggregation: Mischfinanzierung	31
B. Eigen- und Fremdfinanzierung in der ökonomischen Modellbildung	33
I. Das Modigliani/Miller-Theorem	34
II. Problematisierung des Modigliani/Miller-Theorems	38
1. Die Nichtidentität von Soll- und Habenzinsen	38
2. Insolvenz und Dissolvenz	41
III. Das Finanzierungsmodell ohne Insolvenzrisiko	43
IV. Die durchschnittlichen Kapitalkosten ohne Insolvenzrisiken	46
1. Die durchschnittlichen Kapitalkosten im Modigliani/Miller-Theo- rem	46
2. Die durchschnittlichen Kapitalkosten bei ungleichen Soll- und Habenzinsen	47
V. Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken	50
1. Die Dividende bei Insolvenzrisiken	50
2. Die durchschnittlichen Kapitalkosten bei Insolvenzrisiken	52
C. Fremdfinanzierung	56
I. Vorstellung des KD-ir-Modells als Anknüpfungspunkt risikowirtschaft- lichen Denkens	56
II. Gemeinsamkeiten zwischen KD-ir-Modell und dem Modell der Risiko- wirtschaft	62
III. Vom KD-ir-Modell zum KKrD-Modell	64
1. Realwertsicherheit	66
2. Kreditsicherheit	68
3. Portfoliowahl	70
4. Preisbildung	72
5. Marktinteraktion	76

IV.	Das Vermögensmarktangebot bei fremdfinanzierter Produktion	78
V.	Vermögensmarktangebot und Preisbildung	83
	1. Die Überbewertung von Sachvermögen im KKrD-Modell bei realisiertem Überlassungsportfolio	87
	2. Die Überbewertung von Sachvermögen im KKrD-Modell bei realisiertem Anlagenportfolio	89
VI.	Das Interaktionsmodell bei fremdfinanzierter Produktion	91
	1. Bewertungsungleichgewichte	94
	2. Extraprofiten	100
	3. Bewertungsungleichgewichte und Extraprofiten	103
	4. Stabilitätsanalyse: Zinsänderungen	108
VII.	Das Einkommensmodell bei fremdfinanzierter Produktion	113
	1. Bewertungsungleichgewichte	117
	a) Unterbewertung von Sachvermögen und Realisation des Überlassungsportfolios	118
	b) Unterbewertung von Sachvermögen und Realisation des Anlagenportfolios	121
	2. Zinsänderungen	125
D.	Eigenfinanzierung	128
I.	Hinführung zum KBV-Modell	128
II.	Das Vermögensmarktangebot bei eigenfinanzierter Produktion	131
III.	Die Überbewertung von Beteiligungsvermögen	134
	1. Die Überbewertung bei realisiertem Überlassungsportfolio	135
	2. Die Überbewertung bei realisiertem Anlagenportfolio	136
IV.	Das Interaktionsmodell bei eigenfinanzierter Produktion	138
	1. Bewertungsungleichgewichte	141
	2. Bewertungsungleichgewichte und Extraprofiten	144
	3. Stabilitätsanalyse: Zinsänderungen	149
V.	Das Einkommensmodell bei eigenfinanzierter Produktion	150
	1. Bewertungsungleichgewichte	152
	2. Zinsänderungen	152
E.	Mischfinanzierung	157
I.	Hinführung zum Modell der mischfinanzierten Produktion	158
II.	Das Interaktionsmodell bei mischfinanzierter Produktion unter Absehung von Kapitalstrukturrisiken	160
	1. Kassenhaltung	162
	2. Kreditrückzahlung	167
	3. Kapazitätserweiterung	169
III.	Die Überbewertung des Beteiligungsvermögens: Entkoppelungen innerhalb der monetären Sphäre	173
	1. Die Überbewertung bei realisiertem Überlassungsportfolio und Kassenhaltung	174

2. Die Überbewertung bei realisiertem Anlagenportfolio und Kassenhaltung	177
3. Die Überbewertung bei realisiertem Überlassungsportfolio und Kreditrückzahlung	180
4. Die Überbewertung bei realisiertem Anlagenportfolio und Kreditrückzahlung	180
5. Die Überbewertung bei realisiertem Überlassungsportfolio und der Tendenz zur Kapazitätserweiterung	182
6. Die Überbewertung bei realisiertem Anlagenportfolio und Kapazitätserweiterung	183
IV. Extraprofite	186
V. Das Einkommensmodell bei mischfinanzierter Produktion	188
1. Das Einkommensmodell ohne Beschäftigungswirkungen	190
2. Das Einkommensmodell mit Beschäftigungswirkungen	193
VI. Kapitalstrukturrisiken im risikowirtschaftlichen Modell	196
F. Wirtschaftspolitische Implikationen	200
Literaturverzeichnis	207
Sachwortverzeichnis	208

Abbildungsverzeichnis

Abbildung (B.1):	Die Kapitalkosten im Modigliani/Miller-Theorem	37
Abbildung (B.2):	Soll- und Habenzinsen	44
Abbildung (B.3):	Dividendenfunktion bei unterschiedlich hohen Soll- und Habenzinsen	45
Abbildung (B.4):	Durchschnittliche Kapitalkosten bei ungleichen Soll- und Habenzinsen	49
Abbildung (B.5):	Dividendenfunktion bei Insolvenzrisiken	51
Abbildung (B.6):	Durchschnittliche Kapitalkosten bei Insolvenzrisiken	53
Abbildung (C.1):	Geldentstehung im KD-ir-Modell	58
Abbildung (C.2):	Die KD-Kurve	60
Abbildung (C.3):	Geldentstehung im KKrD-Modell	69
Abbildung (C.4):	Das KKrD-Modell	79
Abbildung (C.5):	Die Überbewertung von Sachvermögen im KKrD-Modell bei realisiertem Überlassungsportfolio	88
Abbildung (C.6):	Die Überbewertung von Sachvermögen im KKrD-Modell bei realisiertem Anlagenportfolio	90
Abbildung (C.7):	Das Interaktionsmodell bei Fremdfinanzierung	92
Abbildung (C.8):	Bewertungsungleichgewicht im Interaktionsmodell bei Fremdfinanzierung	96
Abbildung (C.9):	Extraprofite im Interaktionsmodell bei Fremdfinanzierung	102
Abbildung (C.10):	Bewertungsungleichgewicht und Extraprofite im Interaktionsmodell bei Fremdfinanzierung	104
Abbildung (C.11):	Zinsänderungen im Interaktionsmodell bei fremdfinanzierter Produktion	109
Abbildung (C.12):	Absatzerwartungen des Unternehmens	114
Abbildung (C.13):	Das Einkommensmodell bei fremdfinanzierter Produktion	116
Abbildung (C.14):	Unterbewertung und realisiertes Überlassungsportfolio	119
Abbildung (C.15):	Unterbewertung und realisiertes Anlagenportfolio	122
Abbildung (C.16):	Zinsänderungen im Einkommensmodell bei fremdfinanzierter Produktion	126
Abbildung (D.1):	Die Entstehung von Beteiligungsvermögen im KBV-Modell	131
Abbildung (D.2):	Das KBV-Modell	132
Abbildung (D.3):	Die Überbewertung von Beteiligungsvermögen bei realisiertem Überlassungsportfolio	136

Abbildung (D.4):	Die Überbewertung von Beteiligungsvermögen bei realisiertem Anlagenportfolio	137
Abbildung (D.5):	Das Interaktionsmodell bei eigenfinanzierter Produktion . .	139
Abbildung (D.6):	Bewertungsungleichgewichte im Interaktionsmodell bei Eigenfinanzierung	142
Abbildung (D.7):	Bewertungsungleichgewichte und Extraprofiten im Interaktionsmodell bei Eigenfinanzierung	146
Abbildung (D.8):	Das Einkommensmodell bei eigenfinanzierter Produktion .	151
Abbildung (D.9):	Zinsänderungen im Einkommensmodell bei eigenfinanzierter Produktion	154
Abbildung (E.1):	Vermögensbildung und Finanzmittelgenese bei Mischfinanzierung	159
Abbildung (E.2):	Die erweiterte Portfoliowahl bei Mischfinanzierung	160
Abbildung (E.3):	Das Interaktionsmodell bei Mischfinanzierung und Kassenhaltung	163
Abbildung (E.4):	Das Interaktionsmodell bei Mischfinanzierung und Kreditrückzahlung	168
Abbildung (E.5):	Das Interaktionsmodell bei Mischfinanzierung und Kapazitätserweiterung	170
Abbildung (E.6):	Überbewertung und realisiertes Überlassungsportfolio bei Mischfinanzierung und Kassenhaltung	176
Abbildung (E.7):	Überbewertung und realisiertes Anlagenportfolio bei Mischfinanzierung und Kassenhaltung	178
Abbildung (E.8):	Überbewertung und realisiertes Anlagenportfolio bei Mischfinanzierung und Kreditrückzahlung	181
Abbildung (E.9):	Überbewertung und realisiertes Anlagenportfolio bei Mischfinanzierung und Kapazitätserweiterung	184
Abbildung (E.10):	Das Einkommensmodell bei Mischfinanzierung	189
Abbildung (E.11):	Überbewertung des Beteiligungsvermögens bei Mischfinanzierung, Kassenhaltung und realisiertem Überlassungsportfolio im Einkommensmodell	192
Abbildung (E.12):	Überbewertung des Beteiligungsvermögens bei Mischfinanzierung, Kapazitätserweiterung und realisiertem Anlagenportfolio im Einkommensmodell	194
Abbildung (E.13):	Zum Einfluss von Kapitalstrukturrisiken auf die Portfoliowahl	197

Verzeichnis der Typologien

Typologie (C.1):	Monetäre und sachliche Kapazitätseffekte ungleichgewichtiger Bewertungen bei fremdfinanzierter Produktion	100
Typologie (C.2):	Zinssenkung und Gleichgewichtslösungen	110

Abkürzungsverzeichnis

AP	Anlagenportfolio
BV	Beteiligungsvermögen
D	Depositenvermögen
E	Erlöse
EF	Eigenfinanzierung
EK	Eigenkapital
FF	Fremdfinanzierung
FK	Fremdkapital
GB	Geschäftsbank
GK	Gesamtkapital
GV	Geldvermögen
K	Kapitalstock
KBV	Kapitalstockangebot bei Eigenfinanzierung
KD	Kapitalstockangebot bei Fremdfinanzierung (Betz)
KKrD	Kapitalstockangebot bei Fremdfinanzierung (Risikowirtschaft)
KKrDBV	Kapitalstockangebot bei Mischfinanzierung
Kr	Kredit
MMT	Modigliani/Miller-Theorem
N	Beschäftigungsmenge
P	Preis
P _D	Preis des Beteiligungsvermögens in Depositen
P _F	Fundamentalpreis
P _M	Marktpreis
P _r	realisierter Preis
PV	Produktivvermögen
R	Profirate
RA	Realvermögensbestand
S.	Seite
SV	Sachvermögen
U	Unternehmen
ÜP	Überlassungsportfolio
UW	Unternehmenswert
VE	Vermögenseigentümer
Y	Einkommen
Y _G	Gesamteinkommen
Y _K	Kapitaleinkommen

Y_{Kr}	Bruttozinseinkommen
Y_L	Lohneinkommen
ZB	Zentralbank
agg.	aggregiert
b	erwartete Ertragsrate
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
d	Nachfrage
d. h.	das heißt
e. Ü.	eigene Übersetzung
f	Objektrisiko
fix.	fixiert
flex.	flexibel
i	Zins
i_D	Depositenzins
i_{Kr}	Kreditzins
i_{ZB}	Zentralbankzins
j	Dividende
max.	maximal
p_k	durchschnittliche Kapitalkosten
q	Extraprofitrate
r	Mindestprofitrate
res	Mindestreservesatz
u	Unsicherheitsprämie
u. a.	unter anderem
ü	überbewertet
usw.	und so weiter
s	Angebot
v	Verschuldungsgrad
vgl.	vergleiche
w	Nominallohn
x	Bewertungsparameter des Sachvermögens
y	Bewertungsparameter des Beteiligungsvermögens
z. B.	zum Beispiel
α	Anteil des überlassenen Sachvermögens am Gesamtvermögen zum Erwerb von Depositenvermögen bei fremdfinanzierter Produktion
β	Anteil des überlassenen Sachvermögens am Gesamtvermögen zum Erwerb von Beteiligungsvermögen bei eigenfinanzierter Produktion
γ	Kontrollparameter der Geschäftsbank
μ	Anteil des überlassenen Geldvermögens am monetären Vermögen zum Erwerb von Beteiligungsvermögen bei mischfinanzierter Produktion

A. Einführung

I. Konzeption der Risikowirtschaft

1. Allgemeines

Ökonomisches Handeln ist durch eine Vielzahl von Entscheidungsgelegenheiten geprägt, in denen die Akteure mehr oder weniger frei ihre Entscheidungen treffen. Mit dem Konzept der Risikowirtschaft soll der Versuch einer funktionalistischen Rekonstruktion ökonomischer Interaktionen unternommen werden. Die Risikowirtschaft enthält zahlreiche Elemente, die aus traditioneller ökonomischer Perspektive ungewohnt erscheinen mögen. Für einen Einstieg wollen wir deshalb dem methodischen Teil eine Darlegung von Grundkategorien voranstellen, die in der Unterscheidung zwischen eigen- und fremdfinanzierter Produktion sowie in einer sehr spezifischen Auffassung über Preisbildungsprozesse am Vermögensmarkt bestehen.

Die Unterscheidung der Finanzierungsarten wird mit der Absicht getroffen, die Zusammenhänge zwischen Unternehmensfinanzierung, Kapitalstockbildung, Einkommensbildung und Beschäftigung gesamtwirtschaftlich abzuleiten. Es wird gezeigt, dass Eigen- und Fremdfinanzierung jeweils unterschiedliche Handlungsräume festlegen, die hauptsächlich aus den Modalitäten der Kapitalrefundierung und der Risikoverteilung hervorgehen. Ferner wird gezeigt, dass bereits die Wahl der Finanzierungsart unterschiedliche Wirkungen auf das reale Ergebnis erzeugt.

Der Preisbildungsprozess hat im risikowirtschaftlichen Kontext einen besonders hohen Stellenwert, weil die Preisfindung am Vermögensmarkt durch die Bewertungsstrategien der Akteure charakterisiert ist. Hierbei werden Chancen und Risiken durch die Akteure unterschiedlich wahrgenommen und zum Gegenstand strategischen Handelns gemacht. Auf dieser Basis wird es möglich, ungleichgewichtige Bewertungen am Vermögensmarkt zu evozieren, die ihrerseits Wirkungen auf die übrigen Variablen des ökonomischen Systems haben.

Mit der risikowirtschaftlichen Analyse wollen wir versuchen, wirtschaftspolitische Implikationen ansatzweise aufzuzeigen. Von besonderem Interesse ist hierbei die Frage, wie Finanzierungsarten und Bewertungsungleichgewichte zur Verfolgung wirtschafts- und beschäftigungspolitischer Ziele instrumentalisiert werden können.

2. Kernbegriffe

Dem risikowirtschaftlichen Modell liegt eine Reihe von spezifischen Begriffen zugrunde, die für das Verständnis wichtig sind und somit zunächst vorgestellt werden sollen: Dazu gehören die Begriffe „Akteure“, „Finanzierungsinstrumente“, „Märkte“, „Risiken“, „Bewertungen“ und „Gleichgewichte“.

Was die Akteure betrifft, gehen wir von einem funktionalistischen Verständnis aus. Wenn also im Folgenden von Wirtschaftssubjekten die Rede ist, sind damit stets die Funktionsbündel gemeint, welche die jeweiligen Akteurstypen des ökonomischen Systems funktional voneinander abgrenzen. Im Einzelnen werden in der Risikowirtschaft die folgenden Akteurstypen funktional voneinander unterschieden:

Der Vermögenseigentümer ist der einzige Akteur, der Eigentum an Vermögen hat. Er hat die Entscheidung zu treffen, welche Vermögensteile er einbehält oder anderen Akteuren zur wirtschaftlichen Nutzung überlässt. Diese Entscheidung hat eine portfoliotheoretische Basis, innerhalb derer der Vermögenseigentümer die Chancen und Risiken von Vermögensanlagen abwägt. Der Vermögenseigentümer kann entscheiden, ob er Sachvermögen, Geldvermögen oder Beteiligungen an Unternehmen in sein Portfolio aufnimmt.

Das Unternehmen hat die Funktion zu produzieren. Voraussetzung hierfür ist, dass es die Produktion finanziert bekommt. Dazu muss es entweder Kredite aufnehmen oder dem Vermögenseigentümer Beteiligungen anbieten. Dem Unternehmen kommt somit eine Schlüsselfunktion zu, weil es die Schnittstelle zwischen Vermögensmarkt und Gütermarkt bildet.

Die Geschäftsbank hat die Funktion, durch ihre Kreditvergabe Teile der Produktion oder des Beteiligungserwerbs vorzufinanzieren. Sie vergibt Kredite nur gegen Sicherheiten, so dass ihr mit der Kreditvergabe zugleich die Funktion zukommt, Bewertungen am Vermögensmarkt zu kontrollieren. Die Geschäftsbank bildet darüber hinaus die Schnittstelle zwischen den übrigen Wirtschaftssubjekten und der Zentralbank.

Der Arbeitnehmerhaushalt stellt seine Arbeitskraft zur Verfügung.

Schließlich ist die Zentralbank im risikowirtschaftlichen Modell ein institutioneller Akteur, der die Aufgabe hat, das ökonomische System mit Geld zu versorgen. Wie die Geschäftsbank vergibt auch die Zentralbank Geld nur auf Basis von Krediten.

Auf der Grundlage des funktionalistischen Akteursverständnisses muss das Unternehmen Produktion vorfinanzieren. Im risikowirtschaftlichen Kontext gibt es hierzu zwei Alternativen, nämlich über Kredite fremd zu finan-

zieren oder über die Emission von Beteiligungen eigen zu finanzieren. Die kreditbasierte Finanzierung verpflichtet das Unternehmen, aufgenommene Finanzmittel zurückzuzahlen und deren Verzinsung nachzukommen. Die Eigenfinanzierung impliziert demgegenüber keine Zahlungsverpflichtungen, sondern lediglich Zahlungsverprechungen. Dieser Unterschied wird für die weitere Argumentation weitreichende Konsequenzen haben.

Der Vermögensmarkt und der Gütermarkt bilden in der Risikowirtschaft die beiden relevanten Marktsubsysteme. Der Vermögensmarkt ist die Gesamtheit aller Märkte, auf denen Finanzierungsinstrumente und Vermögensanlagen gehandelt werden. Im Einzelnen sind dies der Markt für Sachvermögen, der Kreditmarkt, der Geldmarkt, der Depositenmarkt und der Markt für Beteiligungsvermögen. Den Gütermarkt verstehen wir als den Markt, auf dem Konsumgüter gehandelt werden. Das Niveau des Gütermarktes ist im Allgemeinen eine Resultante der Vermögensmarktlösung, da Produktion vorfinanziert werden muss, wobei unter spezifischen Voraussetzungen auch Rückkoppelungen möglich sind. Der Arbeitsmarkt ist unter radikal funktionalistischen Gesichtspunkten ein Appendix des übrigen ökonomischen Systems, da sich die Arbeitskraft auf Grund funktionalistisch existenzieller Restriktionen nicht verknappen kann und ohne institutionellen Hintergrund kein strategisches Handlungspotenzial besitzt.¹

Das Handeln am Vermögensmarkt ist stets mit einer Umverteilung von Risiken verbunden. Denn jeder Vermögensgegenstand ist risikobehaftet, die risikolose Anlage gibt es nicht, und jede Finanzierung ist mit Risiken verbunden. Insgesamt lassen sich grob drei Risikoklassen voneinander abgrenzen: Bestandsrisiken, Ertragsausfallrisiken und Rückflussrisiken. Bestandsrisiken haften jedem Vermögensgegenstand an und können Ausfluss natürlicher Erosion oder sich ändernder Marktbewertungen sein. Ertragsausfallrisiken ergeben sich immer dann, wenn mit der Wahl einer Vermögensanlage eine Zinszahlungsverpflichtung oder ein Dividendenzahlungsverprechen verknüpft ist. Rückflussrisiken entstehen, wenn Produktion fremdfinanziert wird; bei Eigenfinanzierung kann streng genommen nicht von einem Rückflussrisiko gesprochen werden, sondern von einem Bestandsrisiko, das die Gefahr enthält, dass erworbenes Beteiligungsvermögen zukünftig niedriger bewertet wird.

Bestandsrisiken trägt stets der Akteur, in dessen Eigentum sich der Vermögensgegenstand befindet; wenn also bspw. risikobehaftetes Sachvermögen übertragen wird, übernimmt der Käufer dieses Vermögens zugleich dessen Risiken. Der Träger von Ertragsausfallrisiken ist der Finanzier,

¹ Denn wenn bspw. der Arbeitnehmerhaushalt spart, übernimmt er aus funktionalistischer Sicht die Funktion eines Vermögenseigentümers, so dass daraus eventuell entstehende Handlungsfreiheiten der Vermögenseigentümersfunktion geschuldet sind.