

I Problemstellung und Aufbau des Buches

Unternehmer benötigen **liquide Mittel**, um ihre Geschäftsideen in konkrete Investitionsprojekte umzusetzen. Diese Mittel können zum einen vom jeweiligen Unternehmer selbst stammen. Wenigstens für den Fall, dass die Anfangsausstattung des Unternehmers an liquiden Mitteln **nicht** ausreicht, um die für die geplanten Investitionen erforderlichen anfänglichen Auszahlungen voll abzudecken, wird die Hinzunahme **weiterer Kapitalgeber** erforderlich. Aber auch andere **Motive** wie etwa das der **Risikoteilung** können einen Unternehmer grundsätzlich zur Beteiligung weiterer Kapitalgeber an der Projektfinanzierung bewegen. Sofern ein Unternehmer weitere Kapitalgeber hinzuzieht, wird auf diese Weise zwischen ihm und den Kapitalgebern eine **Finanzierungsbeziehung** begründet.¹ Eine derartige Finanzierungsbeziehung kann auf vielfältige Weise durch die beteiligten Parteien entsprechend ihren Vorstellungen und Rahmenbedingungen ausgestaltet werden. **Ziel** im Rahmen der betriebswirtschaftlichen Finanzierungstheorie ist es letzten Endes, **Empfehlungen** für **optimale** unternehmerische **Finanzierungsentscheidungen** herzuleiten. Weil diese Empfehlungen stets auch an den real beobachtbaren Formen der Unternehmensfinanzierung zu messen sind, geht es neben der Herleitung von Handlungsempfehlungen gewissermaßen instrumentell auch um die **Bewertung** der in der **Empirie** anzutreffenden Finanzierungsformen.

Um dieses Ziel zu erreichen, ist als Erstes die Kenntnis der grundlegenden **Handlungsalternativen** unumgänglich. Der Beschreibung verschiedener Möglichkeiten der Finanzierung dient das folgende **zweite** Kapitel. Zunächst werden dabei **idealtypische Beteiligungs- und Forderungstitel** als Ausdruck von einfacher Eigen- und Fremdfinanzierung vorgestellt. Im Anschluss hieran erfolgt eine umfassende **Präsentation weiterer Finanzierungsformen**, bei denen von den idealtypischen Ausgestaltungen abgewichen wird.

Nach Erörterung der grundsätzlichen Finanzierungsmöglichkeiten ist als Nächstes zu prüfen, in welchem Umfang beim Unternehmer überhaupt ein Mittelbedarf besteht. In diesem Zusammenhang spricht man auch von „**Kapitalbedarfsrechnungen**“. Diese Frage ist ebenfalls noch vergleichsweise leicht zu beantworten und bildet deswegen den zweiten Themenschwerpunkt des **zweiten** Kapitels.

¹ Auch für den Fall der alleinigen Projektfinanzierung durch den Unternehmer selbst liegt genaugenommen eine Finanzierungsbeziehung vor. Diese ist jedoch insofern **degeneriert**, als hierbei vollständige Personenidentität von Kapitalgebern und Kapitalnehmern besteht.

Alle dem zweiten Kapitel nachfolgenden Kapitel setzen sich mit dem weitaus komplexeren Problem einer **optimalen Gestaltung** der Unternehmensfinanzierung auseinander. Um zu dieser Frage Handlungsempfehlungen geben zu können, müssen die möglichen Motive näher erörtert werden, die mit unternehmerischen Finanzierungsmaßnahmen neben der Bereitstellung von Mitteln für investive Zwecke verbunden sein können.

Am ältesten dürfte hierbei der Gedanke sein, dass Maßnahmen der Unternehmensfinanzierung auch dazu dienen, den **Zahlungsstrom** aus der unternehmerischen Tätigkeit sowohl in seiner zeitlichen als auch in seiner Risikodimension in „**Parten**“ zu **zerlegen** und den Kapitalgebern gemäß ihren Präferenzen zukommen zu lassen. Die Idee, unternehmerische Finanzierungsentscheidungen unter dem Aspekt dieser **Transformationsfunktion** zu diskutieren, wird im **dritten** Kapitel erörtert.

Obwohl intuitiv gut nachvollziehbar, ist das Argument der Partenteilung wenigstens zwei wesentlichen **Kritikpunkten** ausgesetzt: Zum einen lässt sich die **Vielzahl** real beobachtbarer Finanzierungsinstrumente kaum allein aus Gründen der zeit- und risikobezogenen Transformation von Zahlungsströmen verstehen. Zum anderen wurde ein grundlegender Einwand von *Modigliani* und *Miller* im Jahre 1958 wie folgt formuliert: Den unternehmerischen Finanzierungsentscheidungen kommt wenigstens dann **keinerlei** relevante Transformationsfunktion zu, wenn alle Subjekte auf einem **friktionsfrei** arbeitenden **Sekundärkapitalmarkt** als **Mengenanpasser** Handel treiben können, um Zahlungsströme entsprechend ihren Zeit- und Risikopräferenzen zu erwerben. Vielmehr ist die Form der Unternehmensfinanzierung dann **irrelevant** für den **Marktwert** der Unternehmung und damit letztlich auch für die von den an der Unternehmensfinanzierung Beteiligten erreichbaren **Wohlfahrtspositionen**. Dieses **Irrelevanztheorem** ist zentral für die Entwicklung der modernen Finanzierungstheorie seit 1958 und wird dementsprechend im **vierten** Kapitel ausführlich vorgestellt.

Man kann das Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* (1958) auch so verstehen, dass unternehmerische Finanzierungsentscheidungen nur dann von Bedeutung sind, wenn damit Konsequenzen einhergehen, die durch private Kapitalmarkttransaktionen der im Rahmen der Unternehmensfinanzierung involvierten Subjekte **nicht** nachgeahmt werden können. Finanzierungstheoretiker suchten demgemäß nach dem Erscheinen des Beitrags von *Modigliani* und *Miller* genau nach solchen

Ursachen, die eine Relevanz unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen begründen könnten. Als Erstes stieß man dabei auf die Finanzierungsabhängigkeit unternehmerischer **Steuerbelastung** und unternehmerischer **Insolvenzgefahr**. Sofern Insolvenzen mit (**Insolvenz-**) **Kosten** einhergehen, lassen sich auf der Grundlage dieser beiden Effekte, Steuern und Insolvenzkosten, gehaltvolle Aussagen zu optimalen unternehmerischen Finanzierungsentscheidungen herleiten. Ziel muss es sein, den Marktwert der Zahlungen an die Kapitalgeber zu maximieren, das heißt den Marktwert der Mittelabflüsse an Nicht-Kapitalgeber (in Form von Steuerzahlungen und Insolvenzkostenanfall) zu minimieren. Weil es folglich darum geht, Einzahlungen auf die Kapitalgeber zu konzentrieren, kann man hierbei auch – etwas plakativ – von der **Kanalisierungsfunktion** der Unternehmensfinanzierung sprechen. Diese Überlegungen sind Inhalt des **fünften** Kapitels.

Unternehmerische Finanzierungsentscheidungen über finanzierungsabhängige Steuern und Insolvenzkosten zu erklären ist aus mehreren Gründen nicht recht befriedigend, weswegen die Suche nach **alternativen** Erklärungs- und Empfehlungsansätzen für unternehmerische Finanzierungsentscheidungen anhielt. Insbesondere ab Mitte der 1970er Jahre wurde dabei herausgearbeitet, dass den ungleichen („asymmetrischen“) **Informationsständen** der gut informierten Geschäftsführung einer Unternehmung und der vergleichsweise schlecht informierten (externen²) Kapitalgeber einer Unternehmung eine wesentliche Rolle bei der Analyse der Funktion unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen zukommt. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von sogenannten **informationsökonomischen Ansätzen**. Im **sechsten** Kapitel wird auf dieser Grundlage untersucht, wie unternehmerische Finanzierungsentscheidungen als „**Signale**“ zur Übermittlung von Informationen von der Unternehmensführung an die externen Kapitalgeber dienen können, um auf diese Weise die Begründung einer Finanzierungsbeziehung mit adäquaten Konditionen zu gewährleisten. Es lässt sich zeigen, dass unter bestimmten Bedingungen schon die **Informationsübermittlungsfunktion** von unternehmerischen Finanzierungsmaßnahmen für sich allein genommen geeignet ist, die **Relevanz** der Unternehmensfinanzierung zu begründen. Diese Relevanz kann dabei auch **erhalten** bleiben, wenn der jeweils betrachtete Unternehmer über die Möglichkeit zum friktionsfreien (und anonymen) **Kapitalmarkthandel** von Finanzierungstiteln (auch seiner eigenen Unternehmung) verfügt. Allerdings existieren hierbei

² Externe Kapitalgeber einer Unternehmung sind definitionsgemäß solche, die nicht an der Geschäftsführung beteiligt sind.

stets **weitere Gleichgewichte**, in denen die Form der Unternehmensfinanzierung auch unter expliziter Beachtung der Möglichkeit zur Signalisierung weiterhin **irrelevant** ist. Darüber hinaus wird sich bei allgemeinem Sekundärmarkthandel von Finanzierungstiteln der **ökonomische Gehalt** einer Signalisierung durch die Unternehmensfinanzierung selbst in Gleichgewichten mit Relevanz der Finanzierungsweise doch als stark **ingeschränkt** erweisen. Insofern gelangt man über die Informationsübermittlungsfunktion der Unternehmensfinanzierung allenfalls zu einer **teilweisen Revision** der **Irrelevanzaussage** von *Modigliani* und *Miller* (1958). Umso wesentlicher dürfte daher sein, dass im **Gegensatz** zur Situation im Zusammenhang mit der Transformationsfunktion von unternehmerischen Finanzierungsmaßnahmen der anonyme (und friktionsfreie) Sekundärmarkthandel von Finanzierungstiteln **kein Substitut** für die Informationsübermittlungsfunktion der Unternehmensfinanzierung darstellt. Signalisierungsansätze sind folglich in der Lage, eine Rechtfertigung für die **Beschränkung** der Handelsmöglichkeiten von „**Insidern**“ in bestimmten Finanzierungstiteln zu liefern.

Die Bedeutung informationsökonomisch geprägter Ansätze zeigt sich auch im **siebten** Kapitel, in dem es um die Frage geht, welche **Verhaltensanreize** für die Geschäftsführung einer Unternehmung aus verschiedenen Finanzierungsmaßnahmen resultieren. Tatsächlich kann sich je nach gewählter Finanzierungsform ein unterschiedliches Verhalten aus Sicht der Unternehmensleitung als optimal erweisen. Können die externen Kapitalgeber infolge ihres schlechten Informationsstands das Verhalten der Unternehmensführung **nicht** unmittelbar **beobachten**, dann verfügt die Unternehmensleitung über einen **diskretionären Handlungsspielraum**, der von dieser im eigenen Interesse ausgenutzt wird. Weil damit Schädigungen der Kapitalgeber einhergehen können und sich diese durch entsprechend **schlechtere Finanzierungsbedingungen** schützen werden, hat auch der Unternehmer **vor** Begründung der Finanzierungsbeziehung ein Interesse daran, sich an möglichst ausgeprägtes „Wohlverhalten“ zu binden. Diesem Zweck kann insbesondere die Wahl der Finanzierungsform dienen. Der Gedanke, unternehmerische Finanzierungsentscheidungen als **Mittel glaubwürdiger Bindung** der Unternehmensleitung gegenüber externen Kapitalgebern zu interpretieren, erweist sich als außerordentlich ergebnisreich, um viele reale Phänomene zu erklären. Prägnant formuliert, kommt der Unternehmensfinanzierung hierbei eine **Verhaltensbeeinflussungsfunktion** zu.

Auch hierbei handelt es sich um eine Funktion von unternehmerischen Finanzierungsmaßnahmen, die für sich allein genommen bereits deren **Relevanz** begründen kann und zu einer (allerdings erneut nur **partiellen**) **Revision** der These von der **Irrelevanz** der Unternehmensfinanzierung führt, falls man (friktionsfreien) **Sekundärmarkthandel** von Finanzierungstiteln zulässt. Insbesondere kann man die Verhaltensbeeinflussungsfunktion der Unternehmensfinanzierung grundsätzlich **nicht** durch den Sekundärmarkthandel zwischen den beteiligten Subjekten perfekt substituieren.

Informationsökonomische Ansätze sind damit zwar insgesamt nur begrenzt in der Lage, die Aussage von der Irrelevanz der Unternehmensfinanzierung bei Möglichkeit zum **Handel** von Finanzierungstiteln auf einem (bis auf die unterstellten Informationsasymmetrien) **vollkommenen Kapitalmarkt** zu relativieren. Wohl aber zeigen sie wichtige Funktionen von unternehmerischen Finanzierungsmaßnahmen auf, deren Erfüllung **nicht** durch den Sekundärmarkthandel von Finanzierungstiteln gewährleistet werden kann, und unter diesem Blickwinkel liegen hierbei tatsächlich **wesentliche Modifikationen** der ursprünglichen Irrelevanzaussage von *Modigliani* und *Miller* (1958) vor.

Weil der Aufbau des Buches im Wesentlichen der zeitlichen Entwicklung der Finanzierungstheorie folgt, befassen sich das achte und das neunte Kapitel mit **jüngeren Ansätzen** zur Analyse unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen. Zum einen wird seit Mitte der 1980er Jahre verstärkt das Problem diskutiert, inwieweit Interdependenzen zwischen den Kapital- und Produktmarktentscheidungen von Unternehmen bestehen. Konkret geht es hierbei um die Frage, inwiefern unternehmerische Finanzierungsentscheidungen bei **oligopolistisch** strukturierten Absatzmärkten als Mittel der **glaubwürdigen Bindung** an bestimmte Produktions- und Absatzentscheidungen gegenüber **Konkurrenten** eingesetzt werden können. Dieser Sachverhalt wird im **Abschnitt 1** des **achten Kapitels** erörtert. Augenscheinlich wird auch hierbei wieder eine bestimmte Form von Verhaltensbeeinflussung durch unternehmerische Finanzierungsmaßnahmen angesprochen. Es kann deswegen von der **Verhaltensbeeinflussungsfunktion der zweiten Art** gesprochen werden, während sich der Gegenstand des siebten Kapitels hiervon als **Verhaltensbeeinflussungsfunktion der ersten Art** abgrenzen lässt.

Im **Abschnitt 2 des achten Kapitels** wird zum ersten Mal explizit berücksichtigt, dass im Rahmen von unternehmerischen Finanzierungsbeziehungen nicht nur die monetären Rechte und Pflichten der Beteiligten festgelegt, sondern überdies auch **Verfügungsrechte**, also letzten Endes Entscheidungsbefugnisse, alloziert werden. Die Konsequenzen verschiedener Formen der Allokation von Verfügungsrechten auf die beteiligten Parteien im Rahmen einer Finanzierungsbeziehung für deren Verhalten werden im Abschnitt 2 des achten Kapitels detailliert dargelegt. Letztlich geht es hierbei um eine dritte Form der Verhaltensbeeinflussung durch unternehmerische Finanzierungsmaßnahmen, und zwar dieses Mal durch die Einflussnahme auf die **Verhandlungsmacht** der Beteiligten als Folge der jeweils zugeordneten Verfügungsrechte. Es kann deswegen von einer **Verhandlungsanreizsteuerung** als Ausdruck der **Verhaltensbeeinflussungsfunktion der dritten Art** im Kontext unternehmerischer Finanzierungsmaßnahmen gesprochen werden.

Da hierbei auch zum ersten Mal die Frage der sachgerechten **Ausgestaltung** von Finanzierungstiteln angesprochen wird, liefert dieser Abschnitt 2 zugleich ein Beispiel für die Forschungsrichtung des „**Wertpapier-Design**“, in der man sich von der Annahme gegebener Charakteristika von Finanzierungstiteln löst und stattdessen die Finanzierungstitel selbst optimal gestalten will. Auch in diesem Bereich halten die Forschungsbemühungen bis zum heutigen Tage an.

Im **neunten Kapitel** schließlich werden **Aspekte beschränkter Rationalität** von Entscheidern in die Überlegungen eingeführt. Insbesondere bezüglich des Verhaltens von (privaten) Kapitalgebern mag die Annahme unbeschränkter Rationalität eher wenig zur Beschreibung realen Verhaltens geeignet sein. Interessanterweise zeigt es sich, dass das Irrelevanztheorem von *Modigliani* und *Miller* (1958) bei Rationalitätsbeschränkungen auf Seiten der Kapitalgeber **nicht** mehr zwingend gültig sein muss. Denn private Sekundärmarkttransaktionen sind nunmehr nicht mehr ohne weiteres als Substitute für unternehmerische Finanzierungsmaßnahmen geeignet. Vor diesem Hintergrund kommt es der Unternehmensleitung zu, eine solche Finanzierungsform zu wählen, die den Präferenzstrukturen der nur beschränkt rationalen Kapitalgeber bestmöglich entspricht. Man erhält damit unter Beachtung von Rationalitätsdefiziten auf Kapitalgeberseite eine neue Form der Transformationsfunktion, die als **Transformationsfunktion der zweiten Art** bezeichnet werden kann, während sich die im dritten und vierten Kapitel mit unbeschränkt rationalen Kapitalgebern behandelte Transformationsfunktion hiervon als **Transformationsfunktion**

der ersten Art abgrenzen lässt. Die Transformationsfunktion der zweiten Art bedingt dabei nicht nur eine neue Sichtweise auf das Irrelevanztheorem, sondern kann überdies im Verbund mit anderen Finanzierungsfunktionen zu weiteren Erkenntnisgewinnen führen. Insbesondere mögen Rationalitätsbeschränkungen **Signalisierungskosten** begründen, die im Zusammenhang mit der Informationsübermittlungsfunktion der Unternehmensfinanzierung Relevanz gewinnen. Bemerkenswert ist ferner, dass die Transformationsfunktion der zweiten Art nicht nur grundlagentheoretische quantitative Analysen eröffnet, sondern – wegen ihres dezidiert am tatsächlichen menschlichen Entscheidungsverhalten ausgerichteten Ansatzes – auch zu **praktisch relevanten quantitativen Betrachtungen** geeignet ist.

In der Tat ist das **größte Defizit** der modernen Finanzierungstheorie darin zu sehen, dass praktisch relevante Rechnungen bisher nur für einen Teil der Finanzierungsfunktionen möglich erscheinen. Zum einen lassen sich steuerliche Aspekte im Rahmen der Kanalisierungsfunktion der Unternehmensfinanzierung vergleichsweise gut realitätsnah erfassen. Zum anderen gibt die Analyse der Transformationsfunktion der zweiten Art Anlass zur Hoffnung. Weil indes finanzierungstheoretische Überlegungen letztlich auf die Konsequenzen aus **Kapitalmarktunvollkommenheiten** abstellen und es von diesen außerordentlich viele gibt, mangelt es an einer praktisch verwertbaren quantitativen Gesamtschau im Rahmen eines umfassenden Modellansatzes. Was bleibt, ist eine Beschränkung auf steuerliche Fragen und die Transformationsfunktion der zweiten Art oder aber auf die Herleitung rein **qualitativer Tendenzaussagen**. Der letztgenannte Ansatz wird im Rahmen des **zehnten Kapitels** exemplarisch für eine Vielzahl von Finanzierungsformen angewandt, die bereits aus dem zweiten Kapitel bekannt sind. Wesentlich ist dabei, dass die **funktionsorientierte Sichtweise** der Unternehmensfinanzierung das Gerüst für eine systematische Diskussion der Wohlfahrtskonsequenzen verschiedener Finanzierungsformen auf qualitativem Niveau ermöglicht. Auf Basis der in den vorhergehenden Kapiteln diskutierten Finanzierungsfunktionen lassen sich allgemeine **Wirkungshypothesen** herleiten, die als Grundlage für die **strukturierte Würdigung** der verschiedenen Finanzierungsformen genutzt werden können.

Alles in allem hat die moderne Finanzierungstheorie ein außerordentlich **hohes Niveau** erreicht, das die Erklärung zahlreicher real beobachtbarer Phänomene ermöglicht. Gerade in Anbetracht des erreichten Erkenntnisstands fällt die Beantwortung der Frage nach der „**optimalen**“ **Finanzierungsweise** einer Unternehmung heute

schwerer als vor sechzig Jahren. Diese paradox anmutende Erkenntnis macht eindringlich deutlich, wie wichtig ein strukturierter Zugang zum Problem der Optimierung unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen ist, auch wenn praktische Problemlösungen auf weitgehend qualitativen Betrachtungen aufbauen. Mit diesem Fazit schließt das vorliegende Lehrbuch im (kurzen) **elften Kapitel**.



<http://www.springer.com/978-3-658-03259-3>

Finanzierung

Eine systematische Einführung

Breuer, W.

2013, XX, 389 S. 19 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-03259-3