

2 Der (optimale) Außenfinanzierungsmix

2.1 Warum keine „Einheitsfinanzierung“?

506
„Natürlicher“
Finanzierungs-
vertrag

Gehen wir an dieser Stelle einmal von einer Aktiengesellschaft² aus, bei der sich die Aktionäre im Hinblick auf die Unternehmensfinanzierung a priori, also bereits vor Durchführung konkreter Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen, auf zwei bestimmte Regeln geeinigt haben.

1. Die an sich bei Aktiengesellschaften bestehende Möglichkeit ausstehender Einlagen auf das Grundkapital sei ausgeschlossen. Vielmehr muss eine Einlage stets unmittelbar bei Vereinbarung und zudem in voller vereinbarter Höhe erbracht werden.

(Durch diese Konvention der SOFORTIGEN VOLLERBRINGUNG wird gewährleistet, dass (1) die Aktionäre nicht mehr mit ihrem Privatvermögen haftbar gemacht werden können und (2) das in der Bilanz ausgewiesene gezeichnete Kapital (welches bei Aktiengesellschaften dem Grundkapital entspricht) unmittelbar die Höhe des von den Gesellschaftern an die Aktiengesellschaft geleisteten Vorschusses erkennen lässt.)

2. Die Aktionäre begleichen eine gegebenenfalls bestehende Einlageverpflichtung ausschließlich durch Erbringung von Zahlungsmitteln und nicht etwa im Wege der Sacheinlage.

(Durch diesen AUSSCHLUSS DER SACHEINLAGE wird gewährleistet, dass das gezeichnete Kapital in der Bilanz der Aktiengesellschaft vollumfänglich mit Außenfinanzierungsmaßnahmen, genauer gesagt mit Maßnahmen der Eigenfinanzierung, korrespondiert.)

Ergänzend zu diesen beiden Finanzierungskonventionen auf Gesellschafterebene sei zu Zwecken einer theoretischen Analyse an dieser Stelle ferner angenommen, dass auf gesetzlicher Ebene die an sich vom Aktiengesetz geforderte Mindestausstattung einer Aktiengesellschaft mit Maßnahmen der Eigenfinanzierung (Rn. 124; € 50.000 Mindestnennbetrag des Grundkapitals etc.) nicht greife. (Durch diese VERNACHLÄSSIGUNG GESETZLICHER MINDEST-EINLAGEVORSCHRIFTEN wird auch der theoretische Grenzfall einer Aktiengesellschaft ohne jegliches Grundkapital analysiefähig.)

² Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 265.

Nun sei davon ausgegangen, dass die Aktiengesellschaft, die bisher noch keinerlei Investitions- oder Finanzierungsmaßnahmen durchgeführt habe, die Realisation eines bestimmten Investitionsprojektes ins Auge fasse. Resultat der von diesem Projekt verursachten Auszahlung(en) ist Zahlungsmittelbedarf, über dessen Finanzierung die Gesellschaft nachzudenken hat. Insofern, wie sich der Zahlungsmittelbedarf nicht aus dem Umsatz und damit im Wege der Innenfinanzierung abdecken lässt (Rn. 146), wird das Unternehmen hierzu auf (mindestens) ein Außenfinanzierungsprojekt (Rn. 62) zurückgreifen und damit einen Finanzierungsvertrag abschließen müssen, aus dem es die Vorleistung(en) erhält. Für die korrespondierende Zahlungsreihe des Finanzierungsvertrages ergibt sich hierbei ein ziemlich einfaches Anforderungsprofil: Im Idealfall decken die Einzahlungen aus dem Außenfinanzierungsprojekt die Auszahlungen für das Investitionsprojekt ab, während die durch das Außenfinanzierungsprojekt verursachten Auszahlungen am besten durch Einzahlungen abgedeckt werden, die das Investitionsprojekt generiert. Derart von der Investitionsseite her argumentiert sind die Anforderungen an einen Finanzierungsvertrag also eigentlich recht einfach, und bereits ein einheitliches Vertragsmuster müsste ihnen an sich genügen können. Und selbst dann, wenn man die von einem Investitionsprojekt generierten Einzahlungen als unsicher unterstellt, ändert sich an diesem Befund grundsätzlich wenig. Der korrespondierende Außenfinanzierungsvertrag müsste dann im Idealfall vorsehen, dass die zu erbringenden Rückzahlungen zwar nicht von vornherein fest stehen, jedoch denkbar eng mit dem Erfolg des Investitionsprojektes korrelieren. Hierbei ist selbstverständlich trotz aller dadurch auf die Finanziere überwälzten Unsicherheit ein „Mindestmaß“ an erwartetem Rückfluss zu gewährleisten, um eine ausreichende Rentabilität sicher zu stellen und die Gegenpartei überhaupt erst zu Vertragsabschluss und Erbringung der Vorleistung zu bewegen.

Die Charakteristik der laufenden Rückzahlungen aus einem Finanzierungsvertrag ist eines von mehreren Kriterien, die in der betriebswirtschaftlichen Literatur genannt werden, wenn es um die Frage der Abgrenzung von Eigen- und Fremdfinanzierung geht (Rn. 107). Hierbei ist die soeben skizzierte, weitestgehende Teilnahme an den Chancen und Risiken gerade typisch für Eigenfinanzierung. Geht man derart einfach von einem zu finanzierenden Investitionsprojekt aus, dessen Rückflüsse mit Unsicherheit behaftet sind, ist das Eigenfinanzierungsprojekt mithin die „natürliche“ Finanzierung des Unternehmens: Würde ein durch unsichere Rückflüsse gekennzeichnetes Investitionsprojekt nämlich alleine durch einen Finanzierungsvertrag finanziert, dessen Rückzahlungen durch festen Zins und feste Tilgung charakterisiert sind, ergäbe sich stattdessen ein bizarres Bild. Fallen die Rückflüsse aus dem Investitionsprojekt vergleichsweise niedrig aus, würden sie zur Begleichung der finanzierungsvertraglichen Verpflichtungen nicht ausreichen und zur Insolvenz des Unternehmens führen. Im Fall üppiger Rück-

507

Eigen- vs. Fremdfinanzierung

flüsse aus dem Investitionsprojekt würden die finanzierungsvertraglichen Zahlungsverpflichtungen hingegen sogar übertreffen, ohne dass der entstehende Überschuss an irgendeinen Finanzierungsvertragspartner ausgeschüttet werden könnte. Bei derart unsicheren Rückflüssen aus einem Investitionsprojekt ist eine vollständige Eigenfinanzierung also möglich, eine vollständige Fremdfinanzierung hingegen faktisch unmöglich. Es bedarf deshalb schon ergänzender Überlegungen, um zu begründen, warum Eigenfinanzierungsverträge quasi als „Einheitsfinanzierung“ nicht ausreichen und der Fremdfinanzierungsverträge als Flankierung bedürfen. Da Fremdfinanzierungsverträge wie der Kredit im praktischen Wirtschaftsleben aber offensichtlich sehr häufig abgeschlossen werden, besteht an solchen ergänzenden Überlegungen auch erkennbarer Bedarf.

508
Insolvenz-
drohung

In den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts haben Gale und Hellwig eine Argumentation präsentiert, die bestimmte Bedingungen aufzeigt, unter denen es beispielsweise sinnvoll sein kann, der Eigenfinanzierung eines Unternehmens Fremdfinanzierung beizumischen und auf diesem Wege einen Außenfinanzierungsmix zu erzeugen.³ Hierzu wird eine Firma betrachtet, die von einem mit vollumfänglichem Verfügungsrecht über die Unternehmenspolitik ausgestatteten Alleinunternehmer gehalten wird. Der Unternehmer entscheidet also beispielsweise solo über anstehende Investitionsprojekte. Weil die vergangene Innenfinanzierung nicht ausreicht und für eine ausreichende Außenfinanzierung durch den Unternehmer keine monetären Spielräume bestehen, benötigt die Firma Nicht-Unternehmer-Außenfinanzierung (im Folgenden: „Außen-Außenfinanzierung“). Allerdings besteht eine asymmetrische Informationsverteilung, und zwar in folgender Weise: Die Firma mit ihrem Unternehmer wird später ohne Aufbringung von Ressourcen und damit kostenfrei beobachten können, wie hoch der Rückfluss aus der Investition war, ob sie also erfolgreich verlief oder nicht. Einem Außen-Außenfinanzier bleibt diese Möglichkeit hingegen verwehrt, sodass er befürchten muss, dass ihm der Unternehmer einen geringen Erfolg vorgaukelt, um hierdurch seine zu leistenden Zahlungen zu reduzieren. (Grundsätzlich besteht diese Befürchtung gleichermaßen für den Fall erfolgsabhängig definierter Gegenleistungen aus dem Finanzierungsvertrag wie auch für den Fall erfolgsunabhängig-fixierter, wenn letztere nicht in geeigneter Weise durch Sanktionen geschützt werden. Die Sanktionsdrohung ist der entscheidende Punkt. Doch hierzu später.)

Man kann wohl darüber diskutieren, ob sich in Zeiten weit reichender Rechnungslegungs-, Prüfungs- und Publizitätspflichten ein gegebener Unternehmenserfolg überhaupt noch in der skizzierten Weise verschleiern

³ Vgl. Gale/Hellwig (1985); der Gedankengang bei Diamond (1984) ist in mancher Hinsicht ähnlich.

lässt. Andererseits bestehen sowohl im HGB als auch nach IFRS Möglichkeiten, durch entsprechende Nutzung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten stille Reserven zu legen, sodass zumindest für einen bestimmten Zeitraum (der vielleicht sogar länger währt als die Laufzeit der Außen-Außenfinanzierungsverträge) der Unternehmenserfolg nicht eindeutig gegeben ist und vielmehr in eine bestimmte Richtung gesteuert werden kann.

Für die skizzierte Informationsasymmetrie zeigen Gale und Hellwig die Optimalität folgender Gestaltung: (1) Der Unternehmer beteiligt sich an seinem Unternehmen so weit, wie es sein Vermögen zulässt; (2) ein fest verzinslicher und fest getilgter sowie (3) bei Zahlungsunfähigkeit das Insolvenzverfahren auslösender und im Übrigen (4) verfügungsrechtsloser Außen-Außenfinanzierungsvertrag, kurz: ein Fremdfinanzierungsvertrag, füllt die Beteiligung des Unternehmers im erforderlichen Umfang auf. Sollte es zur Insolvenz kommen, wird unter Aufbringung von Ressourcen der wahre Unternehmenserfolg ermittelt und nach Abzug der Verfahrenskosten an den Fremdfinanzier ausgeschüttet. Unabhängig davon, ob der Unternehmer geflunkert hat oder nicht, führt das Insolvenzverfahren zudem für ihn zu einem Reputationsverlust und „bestraft“ ihn damit. „Optimalität“ bedeutet in diesem Zusammenhang, dass (i) der Erwartungsnutzen des Unternehmers (Endvermögen abzüglich Insolvenzstrafe) maximiert und (ii) die Bedingung eines erwarteten Gewinns von Null für den Fremdfinanzier eingehalten wird sowie dass ferner (iii) Anreizverträglichkeit in dem Sinne besteht, dass der Unternehmer es in jedem Fall für die bessere Strategie hält, den wahren Erfolg seines Investitionsprojektes zu offenbaren, um sich nach Möglichkeit die „Schande“ einer Insolvenz zu ersparen. Kurz gesagt: Durch das Insolvenzrecht sanktionierte Fremdfinanzierung ist nach Gale und Hellwig bei nur knapp mit Eigenfinanzierung ausgestatteten Unternehmern die optimale Außenfinanzierungsergänzung durch Dritte.

2.2 Die Theorie der „Kapitalkosten“

2.2.1 Vorbemerkungen

Obwohl modelltheoretisch geschlossene Begründungen für das Nebeneinander von Eigen- und Fremdfinanzierung, wie soeben gesehen, erst in den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts von der Wirtschaftstheorie vorgelegt wurden, war die Frage nach der optimalen Mischung beider Außenfinanzierungsformen (gegeben ihre jeweilige Existenz) schon einige Jahrzehnte vorher Gegenstand vertiefter wissenschaftlicher Betrachtungen. Vereinfacht gesprochen ging (und geht) es hierbei um die Frage, ob die Wahl

509
Leverage

des Außenfinanzierungsmix einen Einfluss auf das finanzwirtschaftliche Ziel der Rentabilität (Anlageperspektive) bzw. der Finanzierungskosten (Aufnahmeperspektive) hat und die finanzielle Unternehmensführung diesen gegebenenfalls sogar als Gestaltungsinstrument nutzen kann. Um einen leichteren Zugang zu den zugehörigen Gedankengängen zu gewinnen, dürften einige Vorüberlegungen nützlich sein. Zu diesen gehört zunächst einmal die Frage nach der Definition des Außenfinanzierungsmix. In den einschlägigen Publikationen erfolgt diese gewöhnlich mittels des so genannten Leverage, worunter das Verhältnis von Fremd- zu Eigenfinanzierung, mathematisch gesehen der Quotient $\lambda = D/S$ aus beiden Größen, verstanden wird.⁴ (D wie „Debt“, also Schulden, S wie „Shares“ oder „Stock“, also Aktien. Das englische Wort „to lever“ bedeutet „hebeln“. Die Wortwahl resultiert hier aus der Vorstellung, man könne die Fremdfinanzierung wie eine „Hebelung“ auf die Eigenfinanzierung anwenden.)

510
Marktwert-
maximierung

Die nächste Vorüberlegung bezieht sich auf die Definition der Finanzierungskosten, also der vom Leverage abhängigen Variable. Sie wird sowohl für die Fremd- als auch für die Eigenfinanzierung häufig auf einfache Weise durch Quotientenbildung erledigt. (Hierdurch werden absolute, also in Geldeinheiten bemessene Größen zu relativen, dimensionslosen. Da Ökonomen mit dem Begriff Kosten in erster Instanz in Geldeinheiten bemessene Größen assoziieren, ergibt sich so eine begriffliche Inkonsistenz, die aber in diesem Zusammenhang verkraftbar sein dürfte.) Für die Fremdfinanzierung heißt Quotientenbildung, dass die laufenden Zinszahlungen ins Verhältnis zum Marktwert der Fremdfinanzierung gesetzt werden. Bei der Eigenfinanzierung wird entsprechend der Quotient aus erwarteten laufenden Ausschüttungen (vorstellbar als Dividenden einer Aktiengesellschaft) und Marktwert der Eigenfinanzierung gebildet. Aus der Perspektive der Wirtschaftlichkeitsrechnung (vgl. etwa Formel (IRR4); Rn. 197) ist diese Berechnungsweise dann gerechtfertigt, wenn man (1) die laufenden Zinszahlungen bzw. die erwarteten laufenden Ausschüttungen als konstant unterstellt und (2) davon ausgeht, dass diese Größen über einen unendlich langen Zeithorizont anfallen – der Fall der ewigen Rente. Anders gesagt: Die Konstanz der laufenden Rückflüsse an die Finanziers über einen unendlich langen Zeitraum bildet eine zentrale Säule des Annahmenkranzes, der die einschlägigen Modelle häufig trägt.⁵ Da der interne Zinsfuß die Annahme des vollkommenen Finanzmarktes konstitutiv voraussetzt, wundert man

⁴ In der deutschen Fachliteratur werden parallel auch die Begriffe „Verschuldungsgrad“ (Schneider (1992), S. 552) und „Kapitalstruktur“ (Schmidt/Terberger (1997/1999), S. 238; den „Verschuldungsgrad“ definiert das Autorenpaar demgegenüber als Anteil der Fremd- an der Gesamtfinanzierung) verwendet. Was es mit dem Begriff „Kapital“ in diesem Zusammenhang auf sich hat, wird im vorliegenden Lehrbuch in Kürze thematisiert.

⁵ Vgl. etwa Modigliani/Miller (1958), S. 267.

sich zudem nicht, dass auch die einschlägigen Modelle bei dieser Position an den Start gehen. Auch wenn Entscheidungen auf der Basis des internen Zinsfußes bekanntlich nicht generell mit der Zielsetzung der Endvermögensmaximierung in Einklang stehen müssen (Rn. 192), erscheint er im genannten Kontext doch wenig problematisch, da zwei zentrale Einwände gegen ihn modelltheoretisch beiseite geräumt werden. Zum einen ist durchweg nur über Projekte zu entscheiden, bei denen unmittelbar auf den Vorzeichenwechsel in der Zahlungsreihe eine (sogar ewige) Rente folgt: Es handelt sich damit um Normalprojekte (Rn. 194), sodass der interne Zinsfuß nicht mehrdeutig ausfallen kann, sondern eindeutig gegeben sein muss. Zum anderen kann man in einer Welt vollkommener Märkte davon ausgehen, dass die Größe der betrachteten Projekte (gemessen etwa anhand ihrer Anfangszahlung) frei variiert werden kann. Beschränkt man sich dann durchweg auf die Betrachtung infinitesimal (also unendlich) kleiner Projekte, können suboptimale Entscheidungen vermieden werden, die daraus resultieren, dass kleine Projekte mit hohem internem Zinsfuß großen mit niedrigem (aber höherem Kapitalwert) vorgezogen werden.

Die Investitionsprojekte, für die sich die Unternehmen in den einschlägigen Modellen entscheiden, generieren gewöhnlich Rückflüsse, die nicht nur zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen (unendlich lange sogar), sondern zudem unsicher sind. Selbst wenn sich die laufenden Zinszahlungen an die Fremdfinanziers dann vielleicht noch als sicher unterstellen lassen, führt doch kein Weg daran vorbei, die laufenden Ausschüttungen an die Eigenfinanziers (wie die sie erzeugenden Rückflüsse aus den Investitionsprojekten) als stochastisch, das heißt unsicher zu modellieren. Wie bereits angedeutet (Rn. 503), bedürfen Entscheidungen unter Unsicherheit jedoch verfeinerter Verfahren. Hier behelfen sich die einschlägigen Modelle vielfach mit einem Kunstgriff. Zunächst einmal stellen sie das finanzwirtschaftliche Ziel niedriger Finanzierungskosten quasi „auf den Kopf“: Unter den getroffenen Annahmen läuft es nämlich auf das Gleiche hinaus, ob man die Finanzierungskosten minimiert oder den Marktwert der Finanzierung (für gegebene laufende Zahlungen an die jeweiligen Finanziers) maximiert. Entsprechend unterstellen die einschlägigen Modelle implizit oder ausdrücklich⁶ Marktwertmaximierung als Zielsetzung der Entscheidungsträger. Im Gegensatz zu den Zahlungsreihen der verschiedenen Finanzierungsprojekte sind diese Marktwerte nun aber deterministisch, sodass der erwähnte Kunstgriff es erlaubt, die Sonderproblematik der Entscheidungen unter Unsicherheit zu umfahren, indem man sie an den vollkommenen Finanzmarkt delegiert. Diese Bewertungsfähigkeit des vollkommenen Finanzmarktes hat noch einen weiteren Vorzug: Marktwerte, Bemessungsgrundlagen und Bilanzwerte (die in der Praxis regelmäßig divergieren)

⁶ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 262.

fallen an ihm zusammen, sodass man sich die Größen D und S wie etwa in der nachfolgenden Definition 2-1 im Zweifel als Marktwerte vorstellen kann.

Definition 2-1

Leverage, Leverage-Effekt, Weighted Average Cost of Capital

- a) Bezeichne S den Wert der Eigenfinanzierung und D den der Fremdfinanzierung eines Unternehmens. Der LEVERAGE λ in der Unternehmensfinanzierung ist dann durch das wertmäßige Verhältnis zwischen Fremdfinanzierung und Eigenfinanzierung gegeben:

$$(AFM1) \quad \lambda \equiv \frac{D}{S}$$

- b) Unter dem LEVERAGE-EFFEKT wird eine sich gegebenenfalls einstellende Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität i durch eine Steigerung des Leverage λ verstanden.
- c) Als WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL $WACC$ werden die mit den korrespondierenden Anteilen an der Unternehmensfinanzierung gewichteten durchschnittlichen Finanzierungskosten bezeichnet:

$$(AFM2) \quad WACC \equiv i \cdot \frac{S}{S+D} + r \cdot \frac{D}{S+D}$$

Um den sachlichen Zusammenhang mit dem jeweiligen Kapitel dieses Lehrbuches zu signalisieren, werden die Formelnummierungen im aktuellen mit dem Dreibuchstabencode „AFM“ wie „Außenfinanzierungsmix“ versehen; in den nachfolgenden Kapiteln wird sinngemäß verfahren. Buchstabe a) der obigen Definition 2-1 sollte mit den ihr vorhergehenden Ausführungen hinreichend erläutert sein. Im Hinblick auf Buchstabe b) wird der Leser zunächst einmal darum gebeten, die doppelte Verwendung des Symbols i im Treasury Management nachzusehen. Sie steht hier für die Eigenkapitalrentabilität, ansonsten aber (wie zum Beispiel in Formel (IRR5a); Rn. 199) für den vertraglich vereinbarten Nominalzins. Darüber hinaus wird zur Vertiefung des Verständnisses von Buchstabe b) nun die Bearbeitung von Aufgabe 2-1 empfohlen.

Aufgabe 2-1

Auszugehen ist von 2.000 Litern Milch mit einem Fettgehalt (einer Gesamtkapitalrentabilität ρ_K , entsprechend auch den $WACC$) in Höhe von 4%. Die Milch wird in der Weise verarbeitet, dass einerseits Buttermilch mit einem konstanten Fettgehalt (einem festen Zinssatz r) in Höhe von 1% und

andererseits als Rest Butter mit variablem Fettgehalt (variabler Eigenkapitalrentabilität i) entsteht.

- i) *Veranschaulichen Sie sich den Leverageeffekt, indem Sie den Fettgehalt der Butter für Buttermilchmengen von (a) 1.600 Litern und (b) 1.800 Litern berechnen! Wie hoch ist in den Fällen (a) und (b) jeweils der Leverage?*
- ii) *Zeigen Sie für eine konstante Buttermilchmenge von 1.600 Litern, dass Schwankungen im Fettgehalt der Milch um ein Vielfaches auf den Fettgehalt der Butter durchschlagen, indem Sie letzteren nun für (a) 3% und (b) 5% Fettgehalt der Milch berechnen!*

Lösung:

Zu i)

In FALL (a) enthält die produzierte Buttermilchmenge von 1.600 Litern 16 Liter (entsprechend 1%) Fett. Es verbleiben 400 Liter Butter, die entsprechend $80 - 16 = 64$ Liter Fett beinhalten müssen. Der Fettgehalt der Butter beträgt also in diesem Fall $64 : 400 = 16\%$. In FALL (b) enthält die produzierte Buttermilch zwar wiederum 1% Fett, was bei einer Buttermilchmenge von 1.800 Litern nun aber 18 Litern Fett entspricht. Es verbleiben jetzt 200 Liter Butter, die $80 - 18 = 62$ Liter Fett enthalten müssen. Der Fettgehalt der Butter beträgt nun also $62 : 200 = 31\%$. Durch einen Übergang von einem Leverage in Höhe von 4 ($= 1.600 / 400$) zu einem in Höhe von 9 ($= 1.800 / 200$) kann im Beispiel also der Fettgehalt der Butter (die Eigenkapitalrentabilität) von 16% auf 31% „hochgehebelt“ werden. Dies ist der Leverageeffekt.

Zu ii)

Weist die Milch wie in FALL (a) einen Fettgehalt von nur 3% auf, sind in 2.000 Litern nur noch 60 Liter Fett enthalten. 1.600 Liter Buttermilch beinhalten unverändert 16 Liter (entsprechend 1%) Fett. Auf die verbleibenden 400 Liter Butter entfallen nun also $60 - 16 = 44$ Liter Fett, was einem Fettgehalt von 11% entspricht. Demgegenüber sind in FALL (b) in den 2.000 Litern Milch nun sogar 100 Liter (entsprechend 5%) Fett enthalten. 1.600 Liter Buttermilch beinhalten weiterhin 16 Liter Fett. Auf die verbleibenden 400 Liter Butter entfallen jetzt also $100 - 16 = 84$ Liter Fett, woraus sich ein Fettgehalt von nunmehr 21% ergibt. Schwankungen im Fettgehalt der Milch (in der Gesamtkapitalrentabilität) um 1% nach unten oder nach oben führen im Beispiel also zu Schwankungen im Fettgehalt der Butter (in der Eigenkapitalrentabilität), die fünfmal so hoch sind.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass potenzielle Eigenfinanziers für die Leistung eines Vorschusses eine höhere Rentabilität ihres Investitionsprojektes fordern (bzw. aus Sicht des Unternehmens höhere erwartete Finanzierungskosten verursachen) als Fremdfinanziers. Ganz allgemein sagt man deshalb auch, dass Eigenfinanzierung teurer sei als

Fremdfinanzierung. Den Aufschlag in den Finanzierungskosten kann man sich als Prämie für das höhere „Finanzierungsrisiko“⁷ erklären.

511
Kapital – ein
heikler Begriff

Aufmerksamen Lesern wird vielleicht schon aufgefallen sein, dass beim Übergang von Buchstabe a) zu Buchstabe b) in Definition 2-1 verschiedentlich dort von Kapital die Rede war, wo vorher von Finanzierung gesprochen wurde: Beispielsweise wird neben Buchstabe b) von Eigenkapitalrentabilität gesprochen, obwohl es in Fortführung des vorhergehenden Sprachgebrauchs eigentlich Eigenfinanzierungsrentabilität heißen müsste. Bevor auf Buchstabe c) von Definition 2-1 näher eingegangen wird, soll auf diesen durchaus beabsichtigten sprachlichen Wechsel (der im Übrigen auch noch an einigen anderen Stellen hätte untergebracht werden können) etwas näher eingegangen werden.

Der einzelnen Gütern beizulegende Wert steht seit langem für eine Grundfrage der Wirtschaftswissenschaft. Gehen wir zunächst einmal davon aus, dass es sich bei diesen Gütern ausschließlich um Konsumgüter handelt. Mit dem Übergang von der Klassik zur Neoklassik änderte sich die Antwort auf die genannte Grundfrage signifikant. War es zunächst die bei der Produktion eines Gutes „geronnene“ Arbeitskraft, die dessen Wert bestimmte (so genannte objektive Wertlehre; wichtige Vertreter sind Adam Smith, David Ricardo und Karl Marx; Rn. 33), so war es im Anschluss der Grenznutzen eines Gutes im Verhältnis zu dem anderer (subjektive Wertlehre; wichtige Vertreter sind William Stanley Jevons, Carl Menger und Léon Walras; Rn. 58). Mit dem Übergang von der Klassik zur Neoklassik wurde aber auch das ökonomische Denken in Märkten akzentuiert. Dies äußerte sich nicht nur im Gebrauch des bis heute weithin üblichen Nachfrage-Angebot-Diagramms zur Veranschaulichung des Marktes für ein Gut, sondern auch in der Berücksichtigung der Interdependenzen zwischen den verschiedenen Märkten, an denen jeweils ein anderes Gut getauscht wird (so genannte Globalanalyse). Dieser reine Gütertausch ist ein wesentliches Merkmal des walrasianischen Paradigmas (Rn. 8). Da für den Tausch nur ein Modellzeitpunkt zur Verfügung steht, muss es sich bei den korrespondierenden Tauschverträgen im Übrigen durchweg um Kassaverträge (Rn. 7) handeln; der Abschluss von Finanzierungs- und Terminverträgen ist hier nicht möglich. Dies führt unmittelbar zu der Frage, wogegen ein bestimmtes Gut an „seinem“ Markt getauscht wird. Die intuitive Antwort lautet vielleicht „gegen Geld“. Aber für das Geld gibt es in der Welt des walrasianischen Paradigmas keine Existenzberechtigung! Denn der Auktionator ermittelt ja zunächst zentral einen Block markträumender Preise durch *Tâtonnement*, also Herantasten, und dann erst kann der gesamte Tausch aller Güter quasi in einer logischen

⁷ Schmidt/Terberger (1997/1999), S. 239.

Sekunde erfolgen. Zum Problem des fehlenden Zusammentreffens geeignet gegenläufiger Tauschwünsche (Double coincidence of wants; Rn. 8), das das zentrale Argument für Geld als allgemein akzeptiertes Tauschmittel bei dezentral ablaufendem Tausch darstellt, kann es also gar nicht erst kommen. Möchte man deshalb – beispielsweise mit Blick auf wirtschaftspolitische Fragestellungen – das Modell des allgemeinen Gleichgewichts um Geld als allgemein akzeptiertes Tauschmittel erweitern, bedarf dieses Streben der argumentativen Unterstützung. Die sicherlich sehr inspirierende Vorgehensweise von John Maynard Keynes, dessen Name eng mit der modernen Geldtheorie verbunden ist (Rn. 15), und anderen keynesianischen Ökonomen umgeht dieses Problem, indem der Vektor der gehandelten Güter faktisch um Geld erweitert und ein eigener Geldmarkt in das Modell integriert wird. Recht missverständlich ist zur Bezeichnung solcher Sonderposten seitdem auch von Financial assets (Finanzaktiva) die Rede: Missverständlich deshalb, weil in der (wenn auch nur fiktiv erstellten) Bilanz der ausgehenden Stelle (heutzutage regelmäßig des Staates) Geld wenn überhaupt als ein Passivum anzusehen wäre, durch dessen Ausgabe Auszahlungen finanziert werden können. Darüber hinaus stellt sich die Frage, welchen Grenznutzen Geld hat, der ihm im neoklassischen Sinne zu Wert verhelfen könnte. Und was soll schließlich am Geldmarkt gegen Geld getauscht werden? Güter? Dann wäre dieser Markt nichts anderes als der (bereits vorhandene) Gütermarkt, an dem ja nun auch gegen Geld getauscht werden kann. Oder aber Geld? In diesem Falle wäre dieser Markt durch das Geldverwendungsmuster 2 (Geld gegen Geld; Rn. 9) gekennzeichnet und damit der Finanzmarkt. Und hier ergibt sich gleich das nächste Problem.

Wenn man neben der für die Neoklassik unmittelbar charakteristischen Bewertung von Gütern nach ihrem relativen Grenznutzen je nach Gut auch eine nach der relativen Grenzproduktivität zulässt (was ja letztlich für die gleiche Denkweise steht), dann lässt sich ausgehend von Konsumgütern die Liste der in einem Modell des allgemeinen Gleichgewichts getauschten Güter um Produktionsfaktoren, also Input, erweitern. In klassischer Denkweise handelt es sich hierbei ursprünglich um Boden, Arbeit und Kapital. Bisweilen werden Boden und Kapital im engeren Sinne aber auch zu Kapital im weiteren Sinne zusammengefasst. Insofern, wie der Produktionsfaktor Kapital mit den Betriebsmitteln der Gutenbergschen Einteilung korrespondiert (Rn. 33), gibt er langfristig Kapazitäten an die Produktion, das heißt den Prozess der Transformation von Input in Output, ab, ist deshalb bilanziell zu aktivieren und eröffnet damit Raum für (mindestens) ein korrespondierendes Passivum. Sieht man in der Bilanz lediglich eine Identität unterschiedlicher Berechnungsweisen des gleichen Sachverhalts, dann erscheint dieser Befund harmlos. Tatsächlich handelt es sich jedoch auch um das Abbild eines beachtlichen sozialen Phänomens. Denn Aktiva und Passiva werden an ganz unterschiedlichen Märkten gehandelt: Kapital im

Advanced Treasury Management

Finanzierung und Investition für Fortgeschrittene

Kaiser, D.

2013, XVI, 408 S. 44 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-01533-6