

Betriebliche Finanzierung



Physica-Lehrbuch

- Basler, Herbert
Aufgabensammlung zur statistischen Methodenlehre und Wahrscheinlichkeitsrechnung
3., erweiterte Aufl. 1984. 147 S.
- Basler, Herbert
Grundbegriffe der Wahrscheinlichkeitsrechnung und statistischen Methodenlehre
10., durchgesehene Aufl., 1989. X, 238 S.
- Roland, Dillmann
Statistik I
1990. XVIII, 270 S.
- Roland, Dillmann
Statistik II
1990. XIII, 253 S.
- Eilenberger, Guido
Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmungen
2. vollständig überarbeitete und erweiterte Aufl., 1987. 356 S.
- Fahrion, Roland
Wirtschaftsinformatik
Grundlagen und Anwendungen 1989. XIII, 597 S.
- Fersch, Franz
Deskriptive Statistik
3. korr. Aufl., 1985. 308 S.
- Hax, Herbert
Investitionstheorie
5. bearbeitete Aufl. 1985. 208 S.
- Huch, Burkard
Einführung in die Kostenrechnung
8. Aufl. 1986. 299 S.
- Kistner, Klaus-Peter
Produktions- und Kostentheorie
1981. 216 S.
- Kistner, Klaus-Peter
Optimierungsmethoden
Einführung in die Unternehmensforschung für Wirtschaftswissenschaftler 1988. XII, 222 S.
- Kistner, Klaus-Peter und Steven, Marion
Produktionsplanung
1990. VII, 357 S.
- Koch, Joachim
Betriebliches Rechnungswesen
1 Buchführung und Bilanzen
2., überarbeitete u. erweiterte Aufl. 1989. XIV, 354 S.
- Koch, Joachim
Betriebliches Rechnungswesen
2 Finanzbuchhaltung für den DV-Anwender
1988. X, 217 S.
- Nissen, Hans Peter
Makroökonomie I
1989. XIV, 194 S.
- Peemöller, Volker und März, Thomas
Sonderbilanzen
1986. X, 182 S.
- Schneeweiß, Hans
Ökonometrie
1. Nachdruck 1986 der 3. durchgesehenen Aufl. 1978. 391 S.
- Schneeweiß, Hans und Mittag, Hans-Joachim
Lineare Modelle mit fehlerbehafteten Daten
1986. XVIII, 504 S.
- Schulte, Karl Werner
Wirtschaftlichkeitsrechnung
4. Aufl. 1986. 196 S.
- Schultz, Reinhard
Einführung in das Personalwesen
1981. 266 S.
- Seicht, Gerhard
Bilanztheorien
1982. 195 S.
- Stenger, Horst
Stichproben
1986. XIII, 318 S.
- Swoboda, Peter
Betriebliche Finanzierung
1981. 267 S.
- Vogt, Herbert
Einführung in die Wirtschaftsmathematik
6., durchgesehene Aufl. 1988. 250 S.
- Vogt, Herbert
Aufgaben und Beispiele zur Wirtschaftsmathematik
2. Aufl. 1988. 184 S.
- Weise, Peter u. a.
Neue Mikroökonomie
4. Nachdruck 1985 der 1. Aufl. 1979. 291 S.

Peter Swoboda

Betriebliche Finanzierung

2., erweiterte und völlig überarbeitete Auflage

Mit 12 Abbildungen

Springer-Verlag Berlin Heidelberg GmbH

Prof. Dr. Peter Swoboda
Institut für Industrie
und Fertigungswirtschaft
Karl-Franzens-Universität Graz
Hans-Sachs-Gasse 3/III
A-8010 Graz

ISBN 978-3-7908-0538-3 ISBN 978-3-662-00594-1 (eBook)
DOI 10.1007/978-3-662-00594-1

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme
Swoboda Peter:
Betriebliche Finanzierung / Peter Swoboda. – 2., erw. und
völlig überarb. Aufl.
(Physica-Lehrbuch)
ISBN 978-3-7908-0538-3

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 1991

Ursprünglich erschienen bei Physica-Verlag Heidelberg 1991

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Satz: K + V Fotosatz GmbH, Beerfelden

7120/7130-543210 – Gedruckt auf säurefreiem Papier

Vorwort

Infolge des rasanten Fortschritts auf dem Gebiete der Finanzierungstheorie blieb die 1981 erschienene Fassung bald hoffnungslos hinter dem Forschungsstand zurück. Dennoch ging ich mit großem Widerstand an die Neuauflage. Einerseits deshalb, weil das Tempo des Fortschritts weiter anhält und viele Problemkreise im Fluß sind. Wieviel geistiges Potential sich mit Finanzierungstheorie beschäftigt, zeigt die Liste der Nobelpreisträger der letzten Jahre. Und andererseits, weil sowohl im anglo-amerikanischen als auch im deutschen Sprachraum eine Reihe ausgezeichnete Finanzierungstheorien gerade auch in den letzten Jahren entstanden sind. Die Arbeit an der Neuauflage hat aber dann dennoch Spaß gemacht. Es zeigte sich nämlich, daß das Buch hinsichtlich wichtiger Fragenkreise durchaus eine Funktion erfüllen könnte. Diese Problemkreise, auf denen der Schwerpunkt des Buches liegt, sind: der Einfluß der Besteuerung auf Finanzierungsoptima und vor allem die bei Informationsasymmetrie auftretenden Wirkungen von Agency-Problemen auf die Kapitalstruktur und auf einzelne Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumente. Dabei erwies es sich als zweckmäßig, die bei oder im Vorfeld von Insolvenzen auftretenden Agency-Probleme einem eigenen Kapitel (Abschnitt 5.2) zuzuweisen und die Agency-Probleme bei „aufrechter“ Unternehmung vorweg zu behandeln (Abschnitt 5.1). Auch erschien es klärend, vor Einführung der Agency-Problematik zu erkunden, welche Finanzierungsoptima bei Unsicherheit, aber homogener Information abgeleitet werden können (Abschnitt 4).

Möge das Buch dem Leser etwas von der Faszination übermitteln, die der Autor bei der Bearbeitung zunehmend empfunden hat.

Die österreichischen Käufer des Buches können direkt vom Verfasser eine Broschüre beziehen, in der diejenigen

Abschnitte neu gefaßt sind, die wesentlich auf handels- oder steuerrechtlichen Regelungen basieren, die zwischen Deutschland und Österreich abweichen (z. B. Leasing).
Adresse: Hans-Sachs-Gasse 3, 8010 Graz.

Graz, Jänner 1991

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1	
1.1	Untersuchungsgegenstand	1
1.2	Aufbau des Buches	4
1.3	Grundlegende Voraussetzungen hinsichtlich der Zielsetzung der Unternehmung	6
2. Finanzierungsformen	9	
2.1	Überblick	9
2.2	Formen der Eigenfinanzierung	12
2.2.1	Eigenfinanzierung bei Aktiengesellschaften	12
2.2.2	Eigenfinanzierung bei anderen Unternehmungsformen	16
2.3	Formen der Fremdfinanzierung	19
2.3.1	Langfristiges Fremdkapital	19
2.3.1.1	Unterscheidung nach Sicherheiten	19
2.3.1.1.1	<i>Durch Eigentumsvorbehalt gesicherte Kredite (Lieferkredite, Ausstattungs- kredite)</i>	19
2.3.1.1.2	<i>Hypothekarkredite</i>	20
2.3.1.1.3	<i>Durch Sicherungsübereignung gesicherte Kredite</i>	21
2.3.1.1.4	<i>Leasing</i>	22
2.3.1.1.5	<i>Durch Bürgschaften gesicherte Kredite</i>	24
2.3.1.1.6	<i>Sonstige Sicherungsmöglichkeiten langfristiger Kredite</i>	24
2.3.1.2	Besondere Ausprägungen des langfristigen Fremdkapitals	25
2.3.1.2.1	<i>Anleihen (Obligationen, Schuldverschreibungen)</i>	25

2.3.1.2.2	<i>Schuldscheindarlehen</i>	26
2.3.1.2.3	<i>Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen und Gewinnschuldverschreibungen</i>	27
2.3.1.2.4	<i>Mittel der Exportfinanzierung</i>	28
2.3.1.2.5	<i>Langfristige Rückstellungen, insbesondere Pensions- und Abfertigungsrückstellungen</i>	29
2.3.1.2.6	<i>Durch Bewertungswahlrechte verlagerte Steuerzahlungen</i>	29
2.3.2	Kurzfristiges Fremdkapital	30
2.3.2.1	Unterscheidung nach Sicherheiten	30
2.3.2.1.1	<i>Durch Eigentumsvorbehalt gesicherte Kredite (Lieferkredite)</i>	30
2.3.2.1.2	<i>Lombarkredite (einschließlich Pensionsgeschäfte)</i>	31
2.3.2.1.3	<i>Durch Sicherungsübereignung gesicherte Kredite</i>	31
2.3.2.1.4	<i>Wechsel- oder Diskontkredite</i>	32
2.3.2.1.5	<i>Zessionskredite</i>	32
2.3.2.1.6	<i>Factoring</i>	34
2.3.2.1.7	<i>Durch Bürgschaften (Akzente) gesicherte Kredite einschließlich Avalkredite</i>	36
2.3.2.1.8	<i>Sonstige Sicherungsmöglichkeiten kurzfristiger Kredite</i>	37
2.3.2.2	Besondere Ausprägungen des kurzfristigen Fremdkapitals	38
2.3.2.2.1	<i>Kontokorrentkredit</i>	38
2.3.2.2.2	<i>Kundenanzahlungen</i>	38
2.3.2.2.3	<i>Sonstige Verbindlichkeiten und Rückstellungen, Posten der Passiven Rechnungsabgrenzung</i>	39
2.4	Finanzinnovationen	39
3. Optimierung der Kapitalstruktur und der Dividendenpolitik bei Sicherheit		42
3.1	Bei vollkommenem Kapitalmarkt	42
3.2	Bei unvollkommenem Kapitalmarkt ...	44

3.2.1	Auswirkungen von Transaktionskosten	44
3.2.2	Auswirkungen von Steuern	46
3.2.2.1	Steuersystem 1: Einkommensteuer auf Gewinnanteile und Zinseinkommen . . .	46
3.2.2.2	Steuersystem 2: Körperschaftsteuer auf Unternehmungsgewinne unter Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen	46
3.2.2.3	Steuersystem 3: Körperschaftsteuer auf Unternehmungsgewinne unter Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen; Einkommensteuer auf Gewinnanteile (nach Körperschaftsteuer) und Zinseinkommen	47
3.2.2.4	Steuersystem 4: Körperschaftsteuer auf Unternehmungsgewinne unter Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen; volle Einkommensteuer auf ausgeschüttete Gewinne und Zinseinkommen; ermäßigte oder keine Einkommensteuer (Kapitalgewinnsteuer) auf Veräußerungsgewinne von Anteilen . . .	48
3.2.2.5	Steuersystem 5: Körperschaftsteuer auf Unternehmungsgewinne unter Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen; volle Einkommensteuer auf ausgeschüttete Gewinne unter Anrechnung der Körperschaftsteuer und auf Zinseinkommen; ermäßigte oder keine Einkommensteuer (Kapitalgewinnsteuer) auf Veräußerungsgewinne von Anteilen	56
3.2.2.6	Steuersystem 6: Körperschaftsteuer auf Unternehmungsgewinne unter Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen, mit höheren Sätzen für einbehaltene als für ausgeschüttete Gewinne, volle Einkommensteuer auf ausgeschüttete Gewinne und Zinseinkommen; ermäßigte oder keine Einkommensteuer (Kapitalgewinnsteuer) auf Veräußerungsgewinne von Anteilen . . .	57

3.2.2.7	Einbeziehung der stillen Selbstfinanzierung in die Analyse	60
3.2.2.8	Einbeziehung weiterer Steuern in die Analyse (Gewerbsteuer, Vermögensteuer)	62
3.2.2.9	Auswirkungen von Gewinnsteuern und Transaktionskosten	65
3.2.3	Auswirkungen von Kapitalmarktbeschränkungen	66
4. Finanzierungsoptima bei Unsicherheit unter Ausschluß von Agency-Problemen		67
4.1	Einführung in die Nutzentheorie, die Portefeuilletheorie, die Theorie vom Kapitalmarktgleichgewicht und die Optionsbewertungstheorie	68
4.1.1	Nutzen von Vermögenspositionen und Risikomessung	68
4.1.2	Einführung in die Portefeuilletheorie ..	75
4.1.2.1	Rendite und Standardabweichung eines Portefeuilles aus zwei Wertpapieren ...	75
4.1.2.2	Die Menge der effizienten Portefeuilles	79
4.1.2.3	Rendite-Risiko-Relation in effizienten Portefeuilles	81
4.1.3	Einführung in die Theorie vom Kapitalmarktgleichgewicht	85
4.1.4	Einführung in die Optionsbewertungs- theorie von Black Scholes	88
4.2	Irrelevanz oder Relevanz der Kapitalstruktur?	92
4.2.1	Das Theorem von der Irrelevanz der Kapitalstruktur bei Unsicherheit	92
4.2.2	Implikationen der Irrelevanzthese für die Kapitalkostensätze und den Leverage-Effekt	100
4.2.3	Der Einfluß eines unvollkommenen Kapitalmarkts bei Unsicherheit, insbesondere von differenzierenden Steuern, auf das Kapitalstrukturoptimum	102

4.3	Eigenfinanzierungsprobleme	109
4.3.1	Irrelevanz oder Relevanz des Ausgabekurses junger Aktien?	110
4.3.2	Irrelevanz oder Relevanz der Dividendenpolitik?	114
4.3.3	Irrelevanz oder Relevanz der Emission von Optionen und von Vorzugsaktien?	117
4.4	Fremdfinanzierungsprobleme	119
4.4.1	Langfristiges versus kurzfristiges Fremdkapital	119
4.4.1.1	Die term structure	119
4.4.1.2	Das Konzept der durchschnittlichen Fristigkeit (duration) und seine Implikationen für die term structure ..	125
4.4.1.3	Unsichere Inflationsraten und term structure	127
4.4.1.4	Die term structure bei unvollkommenem Markt	128
4.4.2	Finanzierungsleasing versus Investitionskredit	130
4.4.3	Strukturierung des Fremdkapitals bei kurzfristig schwankendem Kapitalbedarf	137
4.4.4	Optimierung des Termins für die Emission von Anleihen und Aktien ...	148
4.4.5	Wandelanleihen	155
4.4.6	Gewährung von Pensionszusagen in Verbindung mit der Bildung von Pensionsrückstellungen	156
5. Finanzierungsentscheidungen unter Einbeziehung von Agency-Problemen		162
5.1	Unter Ausschluß von Agency- Problemen im Rahmen von Insolvenzen	162
5.1.1	Charakterisierung von Agency- Problemen	162
5.1.2	Agency-Probleme zwischen Anteilseignern, Managern und Gläubigern	166

5.1.2.1	Agency-Probleme zwischen Eigentümer-Manager und sonstigen Anteilseignern	166
5.1.2.2	Agency-Probleme zwischen Manager und Anteilseignern	169
5.1.2.3	Agency-Probleme zwischen Anteilseignern und Gläubigern	172
5.1.2.4	Zum Property-rights-Ansatz	180
5.1.2.5	Zur Konstruktion optimaler Verträge	185
5.1.2.6	Die Agency-Problematik an Hand der Innovationsfinanzierung	186
5.1.2.6.1	<i>Auswirkungen alternativer Finanzierungsformen auf die Go- oder Stop-Entscheidung</i>	187
5.1.2.6.2	<i>Auswirkungen alternativer Finanzierungsformen auf den Arbeitseinsatz des Innovators und seine Informationsbereitschaft</i>	192
5.1.2.6.3	<i>Zusammenfassung</i>	193
5.1.3	Agency-Probleme und Kapitalstrukturierung	194
5.1.3.1	Theorien zur optimalen Kapitalstruktur unter Berücksichtigung von Agency-Problemen	194
5.1.3.1.1	<i>Die Theorie von Jensen Meckling</i>	195
5.1.3.1.2	<i>Trade-off-Theorien hinsichtlich der steuerlichen Vorteile und der Agency-Kosten des Fremdkapitals</i>	195
5.1.3.1.3	<i>Die Pecking-order-Theorie von Myers</i>	196
5.1.3.1.4	<i>Die organisatorische Theorie von Myers</i>	196
5.1.3.1.5	<i>Die Verschleierungstheorie von Campbell</i>	197
5.1.3.1.6	<i>Einführung in Signalisierungsgleichgewichte</i>	197
5.1.3.1.7	<i>Die Signalisierungstheorie von Ross</i>	198
5.1.3.1.8	<i>Die Signalisierungstheorie von Leland Pyle</i>	199
5.1.3.1.9	<i>Die Signalisierungstheorie von Brennan Kraus bzw. von Hartmann-Wendels</i>	200
5.1.3.1.10	<i>Die Signalisierungstheorie von Narayanan</i>	204

5.1.3.1.11	<i>Die Signalisierungstheorie von Maksimovic Zechner</i>	205
5.1.3.2	Die Eigenfinanzierung unter Berücksichtigung von Agency-Problemen	206
5.1.3.2.1	<i>Zur Dividendenpolitik</i>	207
5.1.3.2.2	<i>Zur Signalwirkung von Aktienemissionen</i>	208
5.1.3.2.3	<i>Zum Wert von Vorzugsaktien</i>	211
5.1.3.3	Mischformen zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Agency-Problemen	212
5.1.3.4	Die Fremdfinanzierung unter Berücksichtigung von Agency-Problemen	214
5.1.4	Agency-Probleme und Versicherung ...	218
5.1.5	Agency-Probleme und der Zusammenhang zwischen Finanzierung und Investition	220
5.2	Finanzierungsentscheidungen und Insolvenzproblematik	223
5.2.1	Einfluß einer von der Kapitalstruktur abhängigen Konkurswahrscheinlichkeit auf den Unternehmungswert	224
5.2.2	Die optimale „Konkurspolitik“ der Gläubiger	228
5.2.3	Die These von der Irrelevanz der Insolvenzwahrscheinlichkeit für die optimale Kapitalstruktur	231
5.2.4	Mögliche Gründe für die Relevanz der Insolvenzwahrscheinlichkeit für die optimale Kapitalstruktur	235
5.2.4.1	Kosten von Sanierungs- und Liquidationsvarianten	235
5.2.4.2	Reaktionen von Kunden, Lieferanten, Arbeitnehmern	235
5.2.4.3	Die Bildung von Koalitionen, z. B. von Anteilseignern und einem Gläubiger ..	236

5.2.4.4	Die Existenz unterschiedlicher Gläubigerklassen; insbesondere die Konfrontation von gesicherten und ungesicherten Gläubigern	239
5.2.4.5	Die Existenz von Kundenansprüchen ..	243
5.2.4.6	Langfristige Interessen bestimmter Kapitalgeber	244
5.2.4.7	Steuerliche Effekte	245
5.2.4.8	Arbeitnehmeransprüche	245
5.2.4.9	Das Free-Rider-Problem	248
5.2.4.10	Zur Auswahl der optimalen Fortführungsvariante (Sanierungsvariante). Zur Behandlung von Sanierungsdarlehen	248
5.2.4.11	Heterogene Information über Liquidations- und Fortführungswert ..	252
5.2.5	Zu den Funktionen des Insolvenzrechts und zur Insolvenzrechtsreform	252
5.2.6	Die Wahrscheinlichkeit von Notverkäufen, das Halten von Liquiditätsreserven und die optimale Kapitalstruktur	256
5.2.7	Die Konkurswahrscheinlichkeit – ein Motiv für Fusionen, Konzernbildung und Haftungsgemeinschaften?	258
5.2.8	Zur Optimierung der Kapitalstruktur unter gleichzeitiger Beachtung der Konkurswahrscheinlichkeit und steuerlicher Einflüsse	259
	Schlußwort	263
	Literaturverzeichnis	264
	Stichwortverzeichnis	285