

Handelsblatt

Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

Steinmann/ Schreyögg	Zur organisatorischen Umsetzung der strategischen Kontrolle
Schierenbeck/ Rolfes	Effektivzinsrechnung in der Bankenpraxis
Brockhoff/ Andresen	Verbundanalyse zur Gestaltung von Preisausschreiben
Müller/Köglmayr	Die psychische Distanz zu Auslandsmärkten: Ein verkanntes Exporthemmnis
Masuch	Verrechnungspreise zwischen deutschen und amerikanischen Gesellschaften eines Konzern

Herausgegeben im Auftrag der
Schmalenbach-Gesellschaft –
Deutsche Gesellschaft
für Betriebswirtschaft e.V. von

M. Bierich, W. Busse v. Colbe,
E. Frese, J. Funk, E. Grochla,
R. Gümbel, H. Hax, G. Laßmann
D. Schneider, K. v. Wysocki



Inhalt**Würdigungen**

<i>Erich Frese</i> Zum Gedenken an Erwin Grochla	828
---	-----

Abhandlungen

<i>Friedrich Hoffmann</i> Kritische Erfolgsfaktoren – Erfahrungen in großen und mittelständischen Unternehmungen –	831
<i>Rüdiger von Nitzsch und Martin Weber</i> Die verlässliche Bestimmung von Nutzenfunktionen	844
<i>Karl Aiginger</i> Die Rolle des Auftragsrückstaus in der Lageroptimierung bei Unsicherheit	863

Besprechungsaufsätze und Stellungnahmen

<i>Otto Neulob</i> Wirtschaftsreformen und assoziative Neugestaltung in sozioökonomischer Sicht	879
---	-----

**Beiträge zum Kontaktstudium in Zusammenarbeit mit dem USW
Universitätsseminar der Wirtschaft**

<i>Bernd Rudolph</i> Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie	892
--	-----

Buchbesprechungen

<i>Franken, R.</i> , Materialwirtschaft (M. Heuer)	899
<i>Mülder, Wilhelm</i> , Organisatorische Implementierung von computergestützten Personalinformationssystemen (C. Scholz)	900
<i>Eder, Rudolf</i> , Entwicklungsökonomik – Entwicklungsplanung (O. Hahn)	901
<i>Dichtl, E./Issing, O.</i> , Exporte als Herausforderung für die deutsche Wirtschaft (B. Günter)	901

Zum Inhalt

Kritische Erfolgsfaktoren – Erfahrungen in großen und mittel- ständischen Unternehmungen

von Friedrich Hoffmann

In der neueren Managementliteratur sind vielfach „kritische“ Erfolgsfaktoren beschrieben und erläutert worden. Der Beitrag berichtet über die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, die durch den Arbeitskreis „Führungsorganisation“ der Schmalenbach-Gesellschaft – Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e. V. unterstützt wurde. Führungskräfte der obersten Unternehmungsebene wurden über externe und interne Faktoren befragt, die für den Unternehmungserfolg von Bedeutung sind. Die Ergebnisse vermitteln einen Einblick im Managementverfahren und Meinungen über wesentliche Erfolgseinflüsse.

Seite 831

Die verlässliche Bestimmung von Nutzenfunktionen

von Rüdiger von Nitzsch und Martin Weber

Die in ihrer Grundidee auf Bernoulli zurückgehende Risikonutzentheorie hat heute als Theorie rationaler Entscheidungen bei Unsicherheit vorrangige Bedeutung. Werden bestimmte Axiome rationalen Verhaltens akzeptiert, so ergibt sich daraus zwingend eine bestimmte Vorgehensweise bei der Lösung von Entscheidungsproblemen. Bei der praktischen Anwendung der Theorie steht man vor dem Problem, wie die Nutzenfunktion im konkreten Fall abgeleitet werden kann. In dem Beitrag wird eine in Form eines interaktiven Computerprogramms realisierte Vorgehensweise vorgestellt, die eine verlässliche Bestimmung von Risikonutzfunktionen ermöglicht. Das Verfahren ermöglicht insbesondere die

Erkennung von Verzerrungen, die durch beschränkte Informationsverarbeitungskapazität des Entscheiders bedingt sind. Es bietet dem Entscheider Gelegenheit, etwaige inkonsistente Aussagen zu revidieren.

Seite 844

Die Rolle des Auftragsrückstaus in der Lageroptimierung bei Unsicherheit

von Karl Aiginger

Bei der Optimierung eines Lagerhaltungssystems muß berücksichtigt werden, was geschieht, wenn der Lagerbestand nicht zur Deckung der Nachfrage ausreicht. Zwei Fälle sind möglich; entweder es gehen Umsätze verloren oder es entsteht ein mit Kosten verbundener Auftragsrückstau. Der Beitrag gibt zunächst einen Überblick über die Behandlung dieses Problems in der Literatur. Weiter wird aufgezeigt, daß der Fall des Auftragsrückstaus in vielen Entscheidungsmodellen nicht korrekt gelöst wird. Die richtige Lösung dieses für die industrielle Produktionsplanung wichtigen Problems wird dargestellt und erörtert.

Seite 863

Wirtschaftsreformen und assoziative Neugestaltung in sozioökonomischer Sicht

von Otto Neuloh

Der Beitrag enthält die kritische Auseinandersetzung mit einem Entwurf zur Neugestaltung von Wirtschaft und Gesellschaft, der in einem Buch von Wolfgang Latrille mit dem Titel „Assoziative Wirtschaft“ entwickelt worden ist. Latrille stützt sich auf die Lehre von Rudolf Steiner über die „Dreigliederung des sozialen Organismus“. Das

Zum Inhalt

Konzept der assoziativen Wirtschaft wird kritisch beleuchtet und mit anderen Reformansätzen verglichen, die in jüngster Zeit in Arbeiten von K. H. Biedenkopf, W. Roth und O. Šik behandelt worden sind.

Seite 879

Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie

von Bernd Rudolph

Der Beitrag schließt an einen in Heft 7/8 erschienenen Aufsatz über „Klassische Kapitalkostenkonzepte zur Bestimmung des Kalkulationszinsfußes für die Investitionsrechnung“ an. Es geht auch hier um die Frage, wie in der Investitionsrechnung Mindestanforderungen an die Rendite von Investitionen unter Berücksichtigung des

Risikos bestimmt werden können. Es wird gezeigt, daß die auf kapitalmarkttheoretischen Vorstellungen aufbauenden Kapitalkostenkonzepte die geschlossene Ableitung eines Bewertungsmodells ermöglichen. Zugleich werden die Probleme der empirischen Umsetzung der Gleichgewichtsmodelle erörtert.

Seite 892

Im nächsten Heft:

Franz Eisenführ und Martin Weber
Zielstrukturierung: ein kritischer Schritt im Entscheidungsprozeß

Hans-Joachim Böcking
Der Grundsatz der Nettobilanzierung von Zero-Bonds

Alfred Kieser und Rüdiger Nagel
Die Gestaltung von Eingliederungsprogrammen für neue Mitarbeiter

Bernd Rudolph*

Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie

I. Problemstellung

Kapitalkostenkonzepte zielen darauf ab, Ertragsforderungen der Kapitalgeber von Unternehmen in Mindestanforderungen an die Rendite von Investitionen zu transferieren. Die klassischen Kapitalkostenkonzepte können zur Bewältigung dieser Aufgabe nur einen beschränkten Beitrag leisten, weil sie nicht auf einem geschlossenen Bewertungsmodell zur Ableitung von Renditeforderungen bei Unsicherheit über das Ergebnis der Anlage von Finanzierungsmitteln aufbauen. Ein solches Bewertungsmodell ist aber erforderlich, wenn die Abhängigkeit der Mindestrendite bestimmter Finanzanlagen oder Sachinvestitionen von deren Risikogehalt untersucht werden soll¹.

Im folgenden wird gezeigt, daß die auf kapitalmarkttheoretischen Vorstellungen aufbauenden Kapitalkostenkonzepte in der Lage sind, eine theoretisch geschlossene Ableitung dieser Abhängigkeit vorzunehmen, daß aber die empirische Umsetzung der Gleichgewichtsmodelle, die für eine praktische Anwendung im Rahmen der Investitionsplanung unumgänglich ist, erhebliche Probleme aufwirft. Dennoch kommt dem Kapitalmarktansatz als Bezugsrahmen und Diskussionsgrundlage eine wesentliche Bedeutung zu. Diese Bedeutung bleibt auch im Rahmen weiterführender Überlegungen zur Einbeziehung der Agency-Theorie in das Kapitalkostenkonzept erhalten, wenn das nur technologische Unsicherheiten erfassende Kapitalmarktmodell um den Aspekt der Unsicherheit über das Verhalten der Entscheidungsträger in den Unternehmen ergänzt wird.

II. Kapitalkostenkonzepte der Kapitalmarkttheorie

1. Kursbestimmung und Kapitalkosten im Kapitalmarktmodell

Der kapitalmarkttheoretische Ansatz geht davon aus, daß man für jedes zu beurteilende Investitionsprojekt eine risikoäquivalente Finanzanlage am Kapitalmarkt finden und deren erwartete Rendite als Mindestrendite für das Investitionsprojekt vorgeben muß. Für einen solchen Vergleich ist allerdings von einem speziellen Risikobegriff auszugehen.

Ein wesentliches Ergebnis der Kapitalmarkttheorie besteht nämlich in der Erkenntnis, daß das Risiko einer Aktie in zwei Komponenten zerlegbar ist, zum einen in ihr

* Prof. Dr. rer. pol. *Bernd Rudolph*, Inhaber des Lehrstuhls für Kreditwirtschaft und Finanzierung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a. M.

1 Vgl. im einzelnen die Ausführungen des Verf., *Klassische Kapitalkostenkonzepte zur Bestimmung des Kalkulationszinsfußes für die Investitionsrechnung*, in: *ZfbF*, 1986, S. 608 ff.

Marktrisiko oder systematisches Risiko und zum anderen in ihr spezifisches oder unsystematisches Risiko. Das *spezifische Risiko* der Aktie läßt sich vom Aktionär aus gesehen eliminieren, indem dieser Aktionär, dem in jedem Fall risikoaverses Entscheidungsverhalten unterstellt wird, die Aktie in einem gut diversifizierten Portefeuille hält. Das *Marktrisiko* läßt sich dagegen nicht einmal im Marktportefeuille beseitigen, weil es gerade den Risikenzusammenhang der Aktie mit dem gesamten Anlagespektrum des Kapitalmarktes beschreibt. Dieser Risikenzusammenhang (das sog. *Beta-Risiko* β) bestimmt den Gleichgewichtskurs der Aktie, und daher muß auch der Risikenzusammenhang eines Investitionsprojektes mit dem gesamten Aktienmarkt die Mindestrendite des Investitionsprojektes determinieren. Der kapitalmarkttheoretische Ansatz geht speziell von folgendem Kalkulationsschema der Kapitalkosten eines Investitionsprojektes i aus:

$$(1) \quad k_i = r_F + \beta_i (r_M - r_F) \quad \text{mit} \quad \beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\text{Var}(r_M)}$$

In Worten besagt (1), daß die erwartete Mindestrendite eines Investitionsprojektes gleich dem um eine Risikoprämie korrigierten Zinssatz für risikolose Anlagen r_F ist. Die Korrektur erfolgt in der Weise, daß r_F um die mit dem Beta-Risiko gewichtete erwartete Risikoprämie für den gesamten Aktienmarkt ergänzt wird. Ist der Risikozusammenhang mit dem Gesamtmarkt positiv, so liegt der Kapitalkostensatz über dem risikofreien Zins. Andererseits ist sogar ein unter r_F liegender Kalkulationszinsfuß zu wählen, wenn das Investitionsprojekt mit dem Gesamtmarkt negativ korreliert ist.

Der Ansatz des Kapitalmarktmodells stellt also heraus, daß mit stärkerem Risikenzusammenhang eines Investitionsprojektes mit dem Marktportefeuille wachsende Renditeanforderungen an das Projekt gestellt werden müssen. Investitionsprojekte, die gegenüber dem Markt eher gegenläufige Risiken beinhalten, sind dagegen durch bescheidenere Renditeanforderungen gekennzeichnet. Die erwartete interne Rendite eines Investitionsprojektes darf nicht kleiner sein als der um eine *projektspezifische Risikoprämie* korrigierte Zinssatz für risikofreie Anlagen².

Die wesentliche Aussage des kapitalmarkttheoretischen Ansatzes besteht also in dem Hinweis, daß unterschiedliche Projekte unterschiedliche Risiken beinhalten und daher unterschiedliche Mindestverzinsungen aufweisen müssen. Daher ist es im allgemeinen nicht sinnvoll, bei der Festlegung der Mindestrendite einer Investition von den durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens auszugehen, das die Investition durchführen will. Vielmehr ist für jedes Projekt die zugehörige Mindestverzinsung einzeln aus Risikoüberlegungen abzuschätzen, so daß sich vom Risikogehalt abhängige *projektspezifische Kapitalkostensätze* ergeben.

Wenn das Investitionsprojekt die gleiche Risikostruktur aufweist wie das Unternehmen, das die Investition beabsichtigt, dann ist das Marktrisiko des Projektes mit dem des Unternehmens identisch. Da sich das Marktrisiko der Aktien über Regressionsanalysen bestimmen läßt, ist in diesem Fall auch die Mindestprojektverzinsung gut abschätzbar.

Wenn das Investitionsprojekt für das Unternehmen ein neues Risiko darstellt, dann ist es gelegentlich möglich, Mitbewerber am Markt auszumachen, die eine vergleichbare Risikoposition aufweisen. Schätzungen der erwarteten Rendite der Aktien dieser Konkurrenzunternehmen können dann Anhaltspunkte für die Mindestverzinsung

2 Vgl. im einzelnen *Fama, Eugene F.*: Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting under Uncertainty, in: *Journal of Financial Economics*, 1977, S. 3 ff.; *Rudolph, Bernd*: Kapitalkosten bei unsicheren Erwartungen, Berlin u. a. 1979, S. 265 ff.; *Drukarczyk, Jochen*: Finanzierungstheorie, München 1980, S. 341 ff.

sung des unter Risikogesichtspunkten vergleichbaren Investitionsprojektes geben. Wenn schließlich das Investitionsrisiko für das Unternehmen *und* den Markt neu und somit eine Bewertung am Markt noch nicht erfolgt ist (Innovationsrisiko), dann kann man aus dem Kapitalmarktmodell keine Anhaltspunkte für den Kapitalkostensatz dieses innovativen Investitionsprojektes ableiten. Es gibt keine meßbare Mindestrendite für wirklich innovative Investitionen.

2. Investitions- und Finanzierungsrisiken

Wenn ein Unternehmen ohne Fremdkapital arbeitet, läßt sich das Beta-Risiko der Aktien als Indikator für das mit dem Gesamtgeschäft verbundene Risiko heranziehen. Wenn das Unternehmen dagegen mit Fremdkapital arbeitet, dann wird dadurch i. d. R. das Risiko der Aktionäre vergrößert, so daß ihre geforderte Mindestrendite steigt (vgl. Abb. 1).

Wenn also das Beta-Risiko von Aktien gemessen wird, dann wird diese Messung zu einem höheren Wert führen, als er für das unverschuldete Unternehmen gelten würde. Das Beta-Risiko der Aktien beinhaltet nämlich sowohl das Investitions- als auch das Finanzierungsrisiko der Gesellschaft. Zur Bestimmung der Mindestrendite von Investitionen ist es aber erforderlich, eine vergleichbare (unverzerrte) Rendite zu kennen, die nicht durch die Unternehmensverschuldung nach oben korrigiert wurde. Erst diese erwartete Rendite ist das Äquivalent für das sog. Operating Risk des Unternehmens.

Das *Operating Risk* eines Unternehmens läßt sich bestimmen, wenn man den *Leverage-Effekt der Verschuldung*, der bei der Marktbewertung von Aktien simultan mit dem Operating Risk des Unternehmens die Gleichgewichtsrendite bestimmt, rechnerisch rückgängig macht. Zur Durchführung dieser Rückrechnung ist es zweckmäßig, das Beta-Risiko des Unternehmens als gewichtete Summe der Beta-Risiken des Eigenkapitals und des Fremdkapitals darzustellen:

$$(2) \quad \begin{aligned} \text{Beta-Risiko} \\ \text{des Unternehmens} \\ (= \text{Operating Risk}) \end{aligned} = \begin{aligned} &\text{Beta-Risiko} \\ &\text{der Aktien} \end{aligned} \times \begin{aligned} &\text{Eigenkapital-} \\ &\text{anteil} \end{aligned} \\ &+ \begin{aligned} &\text{Beta-Risiko} \\ &\text{des Fremdkapitals} \end{aligned} \times \begin{aligned} &\text{Fremdkapital-} \\ &\text{anteil} \end{aligned}$$

Wenn wir hier der Einfachheit halber davon ausgehen, daß das Fremdkapital nicht risikobehaftet ist, dann kann man in der angegebenen Formel (2) den zweiten Summanden vernachlässigen, weil das Beta-Risiko des Fremdkapitals Null sein muß. In diesem Fall ist der Kapitalkostensatz besonders einfach zu bestimmen.

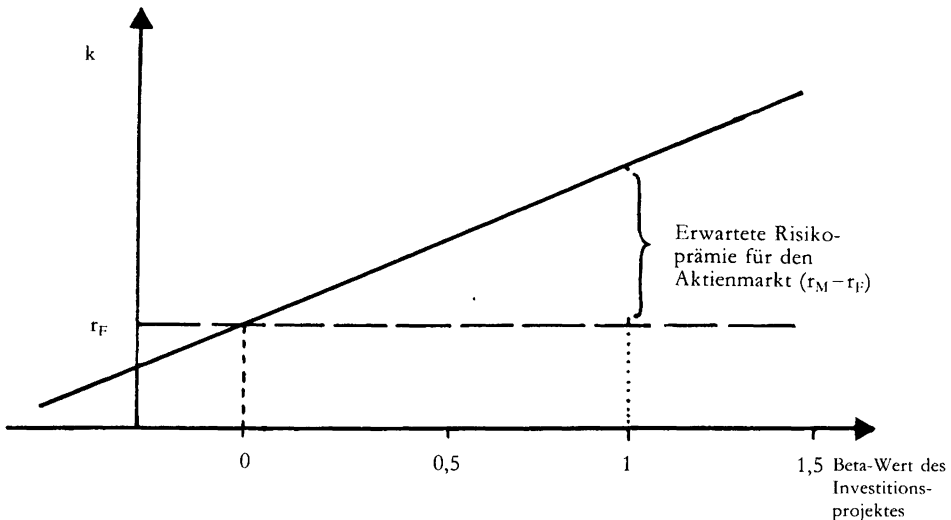
Wenn ein Unternehmen z. B. zu 25 Prozent mit Eigenkapital finanziert ist, dann ist das Beta-Risiko des Unternehmens gleich dem Beta-Risiko seiner Aktien (z. B. 1,2) multipliziert mit dem Eigenkapitalanteil von 25%, so daß das Beta-Risiko des Unternehmens, sein Operating Risk, $1,2 \cdot 0,25 = 0,30$ beträgt. Die Mindestverzinsung für ein dem Operating Risk eines Unternehmens vergleichbares Projekt würde in diesem Fall bei einer Marktrisikoprämie von 8% und einem Zinssatz $r_F = 10\%$ für risikofreie Anlagen 12,4% betragen. Aus (1) folgt nämlich in diesem Fall

$$\begin{aligned} k_i &= r_F + 0,30 (r_M - r_F) \\ &= 10\% + 0,30 \times 8\% \\ &= 12,4\% \end{aligned}$$

3. Kapitalkosten bei unvollkommenem Kapitalmarkt

Wir hatten darauf hingewiesen, daß das Kapitalkostenkriterium (1) beinhaltet, daß die durchschnittlichen Kapitalkosten eines Unternehmens kein geeigneter Maßstab zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionsprojekten sein müssen. Vielmehr ist von projektspezifischen Kapitalkosten auszugehen, die unabhängig davon anzuwenden sind, welches Unternehmen die Investition durchführt und welche anderweitigen Investitionsprojekte vom Unternehmen in Betracht gezogen werden.

Abbildung 1: Kapitalkosten im kapitalmarkttheoretischen Ansatz



Die Diversifikation des Unternehmensvermögens ist bei unterstelltem vollkommenem Kapitalmarkt irrelevant, weil die Aktionäre in ihren Portefeuilles jede gewünschte Diversifikation ihrer Anlagen herbeiführen können und daher einer Diversifikation im Unternehmensvermögen keinen eigenständigen Wert beilegen.

Die Diversifikation kann aber dann zu einer Marktwertenerhöhung und damit zu niedrigeren Kapitalkosten führen, wenn die Aktionäre kein im Sinne des vollkommenen Kapitalmarktes voll diversifiziertes Portefeuille halten können, in dem alle unsystematischen Risiken eliminiert sind. Die Annahme eines in gewisser Weise unvollkommenen Kapitalmarktes ist in jüngerer Zeit daher bei der Bestimmung der Kapitalkosten von Unternehmen in den Vordergrund der Überlegungen gerückt.

Der kapitalmarktorientierte Ansatz zur Bestimmung der Kapitalkosten ist dementsprechend in den vergangenen Jahren in vielfältiger Weise erweitert und durch realistischere Annahmen ergänzt worden. So sind beispielsweise Vorschläge zur Berechnung der Kapitalkostensätze bei unterschiedlichen steuerlichen Wirkungen der Investitions- und Finanzierungsentscheidungen gemacht worden. Diese Vorschläge gehen im allgemeinen davon aus, daß das Unternehmen eine Optimierung seiner Kapitalstruktur (Finanzpolitik) unter Berücksichtigung der steuerlichen Ungleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital anstrebt. Die optimale Kapitalstruktur berücksichtigt dabei nicht nur den Aspekt der *steuerlichen Begünstigung der Fremdfinanzierung*, der eine möglichst hohe Verschuldung des Unternehmens vorteilhaft erscheinen läßt, sondern auch den Aspekt der gegenläufigen wachsenden erwarteten *Insolvenzkosten einer Fremdfinanzierung*, der im Gegensatz zur Steuerwirkung eine Begrenzung der Unternehmensverschuldung geraten sein läßt.

Insolvenzkosten müssen berücksichtigt werden, weil das dem Unternehmen zur Verfügung stehende Fremdkapital keineswegs als risikofrei betrachtet werden kann, wenn die Eigen- und die Fremdkapitalgeber an den Unternehmensrisiken, wenn auch in unterschiedlicher Weise, partizipieren.

Abbildung 2: Der optimale Verschuldungsgrad unter Berücksichtigung von Steuerersparnissen und möglichen Insolvenzkosten der Verschuldung.

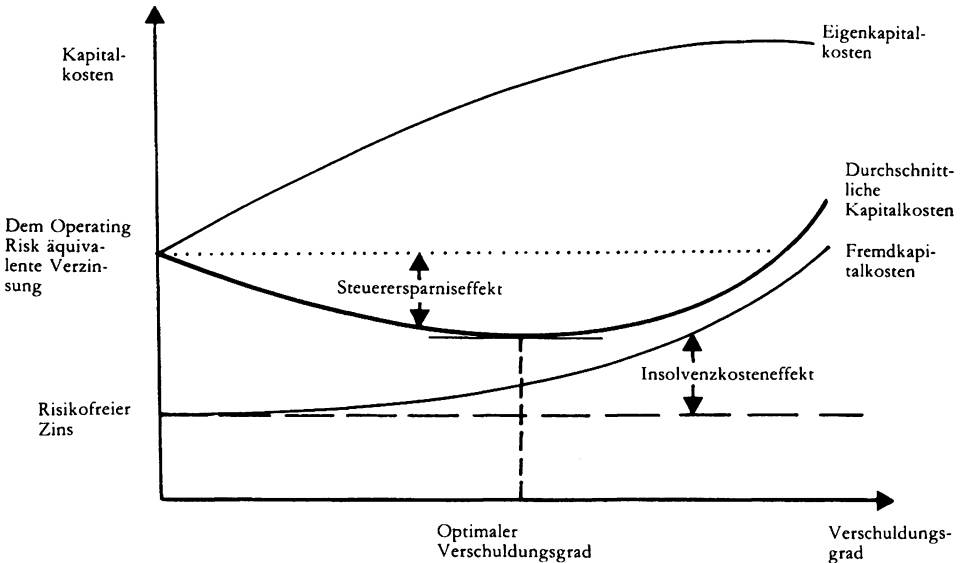


Abbildung 2 macht deutlich, daß neuere kapitalmarkttheoretische Ableitungen von Kapitalkostenverläufen die *traditionelle These eines U-förmigen Kapitalkostenverlaufs* stützen und begründen können. Diese von den Praktikern gern herangezogene Vorstellung ist lange Zeit vom theoretischen Standpunkt aus heftig kritisiert worden.

III. Agency-Probleme der Kapitalkostenbestimmung

Wenn Fremdkapital realistischerweise nicht mehr als risikofreies Kapital betrachtet wird, tritt ein neues Problem der Bestimmung der Kapitalkosten auf. Mit der Durchführung eines Investitionsprojektes ändert sich nämlich im allgemeinen die gesamte Risikosituation des Unternehmens und damit auch die Risikosituation für die Eigen- und Fremdkapitalgeber, wobei zu beachten ist, daß diese Veränderung die Eigen- und Fremdkapitalpositionen sehr unterschiedlich trifft. Diversifizierende Investitionen, die die Konkurswahrscheinlichkeit vermindern, verbessern die Risikosituation für die Gläubiger. Wenn deren Risikoprämie bereits festgelegt wurde und nach Durchführung der Investition nicht nach unten angepaßt wird, ergibt sich eine Reichtumsverschiebung zu Lasten der Aktionäre, die die Emissionsbedingungen für die Gesellschaft verschlechtert. Umgekehrt verschlechtern hochriskante Investitionen, die die Konkurswahrscheinlichkeit des Unternehmens erhöhen, die Risikosituation für die Gläubiger, ohne deren Ertragsaussichten zu verbessern. Wenn die in den Kreditzinssatz hineingerechnete Risikoprämie vorab vertraglich fixiert wurde und anläßlich der Neuinvestition nicht heraufgesetzt wird, ergibt sich eine Reichtumsverschiebung zu Lasten der Gläubiger und zugunsten der Anteilseigner.

Da die Unternehmensgläubiger i. d. R. keinen unmittelbaren Einfluß auf die Investitionsentscheidungen ihrer Schuldner nehmen können, werden sie bei der Kalkulation ihrer Risikoprämien bzw. beim Rating der Unternehmen die Möglichkeiten solcher Reichtumsverschiebungen abschätzen und somit bei ihrer Kreditentscheidung die zukünftige Investitionspolitik des Unternehmens zu antizipieren versuchen. Damit werden aber die Kapitalkosten für ein durchzuführendes Investitionsprojekt von Erwartungen der Gläubiger über die Realisation zukünftiger Investitionsprojekte, also von Erwartungen über das zukünftige Entscheidungsverhalten der Unternehmensleitung, abhängig.

Die Renditeforderungen der Gläubiger müßten insbesondere bei längerfristigen Kreditverträgen rationalerweise nicht nur von der möglichen Realisation zukünftiger, heute noch gar nicht konkret absehbarer Investitionsgelegenheiten, sondern als von der gesamten zukünftigen Finanzpolitik des Unternehmens abhängig gesehen werden. Zur relevanten Finanzpolitik zählt beispielsweise die zukünftige Ausschüttungs- oder Dividendenpolitik des Unternehmens, weil Ausschüttungen zu Reichtumsverschiebungen zu Lasten der Gläubiger und zugunsten der Aktionäre führen können und von den Gläubigern nicht antizipierte Dividendensteigerungen ex post Fehler in der Kalkulation der im Zins enthaltenen Risikoprämien aufdecken. Zur Finanzpolitik zählt ebenfalls die zukünftige Kreditpolitik des Unternehmens, da die Aufnahme neuer Kredite bei neuen Gläubigern oder die Überlassung von Kreditsicherheiten an bestimmte Gläubiger zu Reichtumsverschiebungen zu Lasten der anderen Gläubiger führen.

Im Zweifel wird eine im Hinblick auf den Risikogehalt der verschiedenen Kapitalarten im Unternehmen kontinuierliche Investitions- und Finanzpolitik von den Gläubigern besser abgeschätzt werden können und daher mit geringeren Risikoprämien verbunden sein. Die Offenlegung von Finanzplänen, die Einbindung einzelner Gläubiger in die Kontrollorgane der Gesellschaft oder die Stellung von Kreditsicherheiten³ können das Mißtrauen der Gläubiger, sprunghafte Veränderungen der Investitions- und Finanzpolitik könnten zu ihren Lasten vorgenommen werden, vermindern helfen und somit ebenfalls zu Kapitalkostenvorteilen für das kreditnehmende Unternehmen führen.

Wie kann nun ein Unternehmen solche möglichen Kapitalkostenabhängigkeiten bei der Festlegung der Mindestrendite von Investitionen berücksichtigen? Wie kann es die Mindestrendite festlegen, wenn seine Kapitalkosten auch von Determinanten bestimmt sind, die mit den Projekterträgen und Projektrisiken kaum mehr etwas zu tun haben, wie beispielsweise bei der Abhängigkeit der Kapitalkosten von der Mitwirkung einer Bank oder der Lieferanten im Aufsichtsrat des Unternehmens? Vorgeschlagen für solche Fälle werden hier die Bildung und Vorgabe *strategischer Kapitalkostensätze*, die einerseits den Risikogehalt eines Investitionsprojektes (Marktrisiko und unternehmensbezogenes Risiko) berücksichtigen und andererseits die Bewertung des Risikogehaltes dieses Investitionsprojektes im Kontext einer umfassenden und langfristig orientierten Investitions- und Finanzpolitik deutlich machen.

Demnach sollten Mindestrenditen, die über den mit herkömmlichen Verfahren ermittelten liegen, dann angesetzt werden, wenn der Risikogehalt dieser Investitionsprojekte vom langfristigen Trend der mit den betrieblichen Investitionen verbundenen Risiken nach oben oder unten erheblich abweicht. Bei gemischter Eigen- und Fremdfinanzierung können extrem risikoarme Investitionen (z. B. der Aufbau von Liquiditätsreserven) eine aktionärsunfreundliche und umgekehrt extrem risikoreiche Investitionen (z. B. Spekulationsgeschäfte) eine gläubigerschädigende Politik anzeigen. Damit Eigen- und Fremdkapitalgeber ihre zukünftigen

3 Vgl. Rudolph, Bernd: Zur Funktionsanalyse von Kreditsicherheiten, in: Die Bank 10/1985, S. 503 ff.

Vermögenspositionen verlässlicher abschätzen können und damit zu einer höheren Bewertung gelangen, sollte die Investitionspolitik vom Risikotrend abweichende Projekte eher zurückdrängen und im Trend liegende Projekte eher begünstigen.

Vom unternehmenstypischen Risikotrend abweichende Investitionen sollen damit keineswegs verhindert werden. Im Interesse der Kontinuität der Finanzpolitik sollten aber an solche Projekte höhere Mindestanforderungen gestellt werden, weil *Änderungen* in der Risikopolitik des Unternehmens zu Kostenbelastungen gegenüber den Unternehmensfinanciers führen.

Die Determinanten strategischer Kapitalkostensätze müssen in den Modellen zur finanzwirtschaftlichen Delegation von Entscheidungen noch herausgearbeitet werden. Solche Modelle gehen nicht nur von dem möglichen Interessengegensatz zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern, sondern in einer erweiterten Sichtweise auch davon aus, daß die Trennung von Kapitalüberlassung und Entscheidungsbefugnis dazu führt, daß die Kapitalgeber in der Regel über die Unternehmenssituation schlechter informiert sind als die im Unternehmen entscheidenden Manager bzw. andere Insider, die bei ihren Entscheidungen auch die Eigeninteressen berücksichtigen. Aktionäre und Gläubiger werden daher gegenüber offiziellen Verlautbarungen der Unternehmensleitung skeptisch sein.

Jede Delegation von Entscheidungsbefugnissen kann zu Interessenkonflikten zwischen den Agents (den Eigentümern im Eigenkapital-Fremdkapitalgeberkonflikt bzw. den Managern im Manager-Eigentümerkonflikt) als Entscheidungsträgern und den verschiedenartigen Kapitalgebern (Eigen- und Fremdkapitalgebern) als delegierenden Instanzen führen. *'Agency'-Probleme* entstehen, wenn diese Interessenkonflikte auf die Unternehmensentscheidungen, in unserem Fall insbesondere auf die Festsetzung der Mindestrendite von Investitionen, Einfluß nehmen.

Die Umsetzung solcher Überlegungen in konkrete Anhaltspunkte für die Abschätzung von Kapitalkostensätzen stellt die Praxis sicher schon allein deshalb vor äußerst schwierige Probleme, weil nun nicht mehr allein auf objektiv beobachtbare Marktdaten abgestellt werden kann. *Strategische Kapitalkostensätze* müssen das Ergebnis einer umfassenden Analyse der Ertrags-Risiko-Wirkungen einer Investition auf die Gesamtsituation des Unternehmens und deren Einfluß auf die Erwartungen und Reaktionen der an der Entwicklung des Unternehmensvermögens interessierten Eigen- und Fremdkapitalgeber sein.

Literaturhinweise

- Barnea, Amir|Haugen, Robert A.|Senbet, Lemma W.*: Agency Problems and Financial Contracting, 1985.
Drukarczyk, Jochen: Finanzierungstheorie, München 1980.
Fama, Eugene F.: Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting under Uncertainty, Journal of Financial Economics, 1977, S. 3–24.
Hax, Herbert: Finanzierung, in: Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre Bd. 1, München 1984, S. 367–422.
Laux, Helmut: Kapitalkosten und Ertragsteuern, Köln u. a. 1969.
Myers, Stewart C.|Majluf, Nicholas S.: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, Journal of Financial Economics, 1984, S. 187–221.
Rudolph, Bernd: Kapitalkosten bei unsicheren Erwartungen, Berlin u. a. 1979.
Rudolph, Bernd: Zur Funktionsanalyse von Kreditsicherheiten, in: Die Bank 10/1985, S. 503–507.
Schmidt, Reinhard H.: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Wiesbaden 1983.
Schneider, Dieter: Investition und Finanzierung, Wiesbaden 1980.
Swoboda, Peter: Betriebliche Finanzierung, Würzburg u. a. 1981.
Wilhelm, Jochen: Finanztitelmärkte und Unternehmensfinanzierung, Berlin u. a. 1983.