ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Raettig, Lutz

Article

Die Wahl des Zeitpunktes von Eigenkapitalerhöhungen

Kredit und Kapital

Provided in Cooperation with:
Duncker & Humblot, Berlin

Suggested Citation: Raettig, Lutz (1969) : Die Wahl des Zeitpunktes von Eigenkapitalerhöhungen, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 2, Iss. 4, pp. 416-436, https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/292638

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Die Wahl des Zeitpunktes von Eigenkapitalerhöhungen

Von Lutz Raettig, Hamburg

I. Das „Timing" als Problem — II. Externe Bestimmungsfaktoren und Zeitpunkt von Kapitalerhöhungen — 1. Kapitalmarktverhältnisse — 2. Branchenindividuelle Verhältnisse — III. Interne Bestimmungsfaktoren und Zeitpunkt von Kapitalerhöhungen — 1. Investitionsplan — 2. Planung der Kapitalstruktur — IV. Ergebnis.

Das Eigenkapital dient in der Unternehmensfinanzierung einmal sowohl bei der Gründung als auch für den laufenden Geschäftsbetrieb, insbesondere für die Fremdfinanzierung, als Haftungsgrundlage. Zum anderen erfüllt es selbst eine Finanzierungsfunktion, indem es Teil der der Unternehmung zur Verfügung stehenden Finanzierungsinstrumente ist, deren Aufgabe darin besteht, die Deckung des aus dem unternehmerischen Umwandlungsprozeß resultierenden Kapitalbedarfs herbeizuführen.

I. Das „Timing" als Problem

Haftungs- und Finanzierungsfunktion erfordern vor allem in wachsenden Unternehmen eine ständige Anpassung des Eigenkapitalvolumens und der -struktur an sich wandelnde Gegebenheiten. Das bedeutet im Regelfall eine Erhöhung des eigenen Kapitals[1] zwecks Vergrößerung der Haftungsbasis und Finanzierung durchzuführender Investitionen. Dauernde Veränderungen der Verhältnisse auf den Finanzmittelmärkten führen dazu, daß sich die Unternehmensleitung im Zeitablauf ständig wechselnden günstigen und weniger günstigen Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung gegenübersieht. Sowohl Zinssätze für Fremdkapital als auch Kurse für Aktien bzw. „Preise" für Eigenkapital in Form anderer Beteiligungen als der Aktie weisen Schwankungen auf, die von der Unternehmung im Sinne einer kostenoptimalen Finanzierung[2] auszunut-

---

[1] Zum Zwecke einer deutlicheren Argumentation wird im folgenden überwiegend die Aktiengesellschaft betrachtet, da sich bei ihr neben Volumens- auch Strukturisierungsprobleme im Eigenkapitalbereich ergeben. Hinweise auf andere Rechtsformen erfolgen jeweils dort, wo es notwendig erscheint.

[2] Vgl. *Weston*, F. J. und *Brigham*, E. F., Managerial Finance, 2. Aufl., New

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zen sind. Auf diese Weise kann ein richtiges „Timing"[3] dazu beitragen, den Grad der Erreichung dieser Zielsetzung positiv zu beeinflussen.

Um den Erfolg der Kapitalerhöhung seitens der Unternehmensleitung sicherzustellen, bedarf es zweier Erfordernisse: Einmal muß gewährleistet sein, daß das gewünschte Geld in voller Höhe der Unternehmung zur Verfügung gestellt wird. Das läßt sich nur über einen erfolgreichen Absatz der Anteile am Markt erreichen, der wiederum abhängig ist von einer marktgerechten Ausstattung. Zum anderen will die Unternehmung das eigene Kapital zu den für sie günstigsten Konditionen beschaffen. Bei Aktiengesellschaften ergeben sich in der Hauptsache zwei Beeinflussungsgrößen, die in diesem Zusammenhang zu betrachten sind: Ausgaben, die bei der Emission (Emissions- und Placierungskosten) und in den Folgejahren (Dividenden und Gewinnsteuern) entstehen; und Einnahmen, die aus der Emission in die Unternehmung fließen (Ausgabekurs). Aus der Relation dieser beiden Größen ergibt sich das Kriterium für die Kostengünstigkeit der Emission junger Aktien, vereinfachend das „Dividende-Ausgabekurs-Verhältnis"[4]. Dieses ist zu minimieren.

Der Zeitpunktwahl liegen unternehmensexterne und -interne Gegebenheiten zugrunde. Das Aufzeigen dieser Bedingungen und ihres Einflusses auf die Wahl des Zeitpunktes einer Kapitalerhöhung sowie ihrer Berücksichtigung in der Finanzplanung der Unternehmung soll Ziel der vorliegenden Untersuchung sein.

II. Externe Bestimmungsfaktoren und Zeitpunkt von Kapitalerhöhungen

Bei den externen Bestimmungsfaktoren der Zeitpunktwahl sind insbesondere zwei von Bedeutung[5]:

York—London 1966, S. 764, die einen Ausspruch des Finance Committee Chairman der U. S. Steel, R. C. Tyson, zitieren: „Any time you are going to do these (financial, Verf.) things, you look at the cost of money."

[3] Vgl. *Silbermann*, C. E., The Fine Art of Raising Capital, in: Fortune, Vol. 54 (1956), July, S. 97: „... without a nice sense of timing a financial officer has always been able to loose money for his company quite easily".

[4] Der überaus komplexe und vielschichtige Problemkreis der Eigenkapitalkosten soll hier nicht angeschnitten werden. Bei der hier verwandten Begriffsbildung handelt es sich um eine reine Zweckdefinition, deren Anwendung im Rahmen des zu behandelnden Themas sinnvoll erscheint. Zu den Kosten des Eigenkapitals vgl. im einzelnen *Raettig*, Lutz, Qualitäten und Bestimmungsfaktoren der Finanzierung mit Eigenkapital, Diss. Hamburg 1969, S. 297 ff.

[5] *Hastings*, P. G., The Management of Business Finance, Princeton, N. J.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

1. Die Verhältnisse auf den Finanzmittelmärkten (Kapital- und Kreditmarkt). Sie werden geprägt von der Konjunkturentwicklung, der Notenbankpolitik sowie dem Verhalten der öffentlichen Hand besonders im Bereich der Ausgaben- und der Steuerpolitik.
2. Die branchenindividuellen Verhältnisse, die für die einzelne Unternehmung in der Regel den Charakter eines nicht oder nur wenig beeinflußbaren Datums haben (ausgenommen: Unternehmen, die als Branchenführer anzusehen sind).

1. Kapitalmarktverhältnisse

Die Kapitalmarktverhältnisse sind für die Unternehmung einmal aus der Entwicklung von Zinsniveau und Zinsstruktur, zum anderen — damit interdependent — aus der Aufnahmefähigkeit der Teilmärkte ersichtlich. Das gilt sowohl für Fremdkapital- als auch für Eigenkapitalmärkte, da beide Kapitalarten komplementäre und teilweise auch konkurrierende Finanzierungsformen sind und sich die Interessen der Kapitalanleger auf beide Märkte richten[6].

Sowohl der konjunkturelle Aufschwung als auch die Hochkonjunktur sind infolge hoher Gewinnerwartungen und der daraus resultierenden starken Nachfrage nach Finanzmitteln bei fehlender Geldmengenpolitik durch einen relativ starken Anstieg des Zinsniveaus gekennzeichnet. Dieser Anstieg wird unterstützt durch eine restriktive Notenbankpolitik, die sowohl auf die Kreditpreise als auch auf das Kreditvolumen[7] einwirkt, um einer Konjunkturüberhitzung entgegenzuwirken. Das bedeutet für die Fremdfinanzierung der Unternehmen vor allem

---

1966, S. 354 ff., nimmt eine Dreiteilung der Rahmenbedingungen der Finanzierungsentscheidung vor:

1. economic factors, 2. industry factors, 3. governmental factors — Federal Reserve Policy — Fiscal Policy.

In dieser Untersuchung werden die „economic" und „governmental factors" zusammen betrachtet, so daß sich eine Zweiteilung der externen Faktoren in Finanzmittelmarktverhältnisse und branchenindividuelle Verhältnisse ergibt.

[6] Das gilt vor allem für langfristiges Fremdkapital und für Eigenkapital, also für den Kapitalmarkt als Markt für grundsätzlich langfristige Finanzierungsmittel.

[7] Zur Notwendigkeit eines gekoppelten Einsatzes der Instrumente der Notenbank zwecks Belebung oder Hemmung der ökonomischen Aktivität und der Wirkungen auf die Finanzierung der Unternehmung vgl. *Lipfert*, H., Der Einfluß einer Rezession auf die Finanzierung der Unternehmung, in: Schriften zur Unternehmensführung, Hrsg.: H. Jacob, Bd. 1, Wiesbaden 1967, S. 2 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dann, wenn die Gewinnspanne aus den Investitionen merklich durch den Zinsanstieg getroffen wird, zum einen eine erhebliche Kostensteigerung, zum zweiten eine Einschränkung der Möglichkeiten der Finanzierung und schließlich unter Umständen für ertragsschwächere Unternehmen ein völliges Unterlassen der Investitionstätigkeiten und damit einen Verzicht auf Ausnutzung des „leverage effect" über die Fremdkapitalaufnahme. Für die Finanzierung mit Eigenkapital ergibt sich — zumindest im konjunkturellen Anstieg — folgende Situation: Die Unternehmen disponieren ebenso wie die Kapitalanleger auf der Basis hoher bzw. steigender Gewinnerwartungen. Die Anleger orientieren sich an den zukünftigen Erträgen der Unternehmung, die sie dazu bewegen, auf der Basis eines erhöhten bzw. sich ständig erhöhenden Kursniveaus noch als Nachfrager an den Aktienmarkt zu treten. Desgleichen wird sich tendenziell eine größere Nachfrage auf den Aktien- als auf den Rentenmarkt konzentrieren, so daß sich die Unternehmen einem gestiegenen Kapitalangebot für die Finanzierung mit Eigenkapital gegenübersehen. Das ermöglicht eine Emission neuer Aktien zu hohen Bezugskursen und in großem Volumen. Bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung des Dividendensatzes[8] sinkt das als Kostenkriterium heranzuziehende Verhältnis von

$$\frac{\text{Dividende}}{\text{Ausgabekurs}},$$

so daß sowohl unter dem Aspekt der Kostengünstigkeit als auch unter dem Gesichtspunkt des Absatzerfolges einer Aktienemission eine Erhöhung des eigenen Kapitals in der Zeit des konjunkturellen Aufschwungs bzw. der Hochkonjunktur angeraten erscheint.

Diese Aussage wird durch weitere Überlegungen gestützt: Zunächst bedeutet die Eigenkapitalerhöhung zu hohen Emissionskursen eine betragsmäßig erhebliche Ausweitung der haftenden Mittel bei gleichzeitig relativ geringem Anstieg des gewinnberechtigten Grundkapitals, denn das Agio ist in voller Höhe in die gesetzliche Rücklage einzustellen. Es werden also nicht nur die gegenwärtigen Kosten aufgrund der Ausnutzung vorteilhafter Kapitalmarktbedingungen gemindert, sondern zusätzlich werden die für die Zukunft erwarteten, aufgrund des Zwanges zur Dividendenstabilität bzw. Dividendenzahlung auch in gewinnschwachen Jahren anfallenden Ausgaben für Gewinnausschüttungen auf ein Min-

[8] Diese Annahme erscheint aufgrund der von einer Vielzahl deutscher Unternehmen verfolgten Politik stabiler Dividenden berechtigt.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

destmaß reduziert. Als Zusatzkriterium für die Vorteilhaftigkeit einer Kapitalerhöhung kann der Quotient

$$\frac{\text{gesetzliche Rücklagen}}{\text{Grundkapital}}$$

gelten, den es möglichst groß zu gestalten gilt. Weiter ist es bei ohnehin hohen Bezugskursen und hohem Kursniveau für die Unternehmung einfacher, das Bezugsrecht mit einem gewissen Wert auszustatten und so die Aktie im Bedarfsfall „leichter" zu machen, d. h. im Kursniveau zu senken, um vor allem die Marktgängigkeit zu sichern und den Absatzerfolg späterer Emissionen zu gewährleisten. Schließlich werden die Bemühungen um eine Senkung des Anteils der bei der Emission anfallenden Einmalausgaben am Gesamtemissionsbetrag durch die nur im Aufschwung bzw. in der Hochkonjunktur herrschende Möglichkeit eines hohen Ausgabevolumens junger Aktien ebenfalls unterstützt.

Durch eine Modifikation der vorhergehenden Aussagen kann ein genaueres Ergebnis im Hinblick auf das zu untersuchende Problem erreicht werden: Es wurde festgestellt, daß die Kursentwicklung am Aktienmarkt in hohem Maße von Zukunftserwartungen abhängig ist. Der Kursauftrieb hat für den Beginn eines wirtschaftlichen Aufschwunges uneingeschränkt Gültigkeit; er wird sich auch fortsetzen, wenn sich die Hochkonjunktur ihrem Höhepunkt nähert. Jedoch ist hier mit abnehmenden Zuwächsen zu rechnen. Nimmt man als Kriterium für den „peak" der Hochkonjunktur die Höhe der Gewinne, so läßt sich feststellen, daß aufgrund der Antizipation zukünftiger Entwicklungen durch die Börse das Kursniveau bereits seinen Höhepunkt überschritten hat, bevor die Unternehmensgewinne diesen erreichen[9].

Während das Kriterium

$$\frac{\text{Dividende}}{\text{Ausgabekurs}}$$

nicht in der Lage ist, diese speziellen Bewegungen einzufangen, da der Zähler dieses Quotienten weitgehend konstant ist, ist die „earnings-price ratio" geeignet, auch diesen Änderungen und den daraus resultierenden

[9] Vgl. auch *Weston*, J. F. und *Brigham*, E. F., Managerial Finance, a.a.O., S. 775.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Konsequenzen für die Unternehmensfinanzierung Ausdruck zu geben. Bis zu dem Zeitpukt, in dem das Verhältnis

$$\frac{\text{earnings}}{\text{price}}$$

sein Minimum erreicht, ist eine Eigenkapitalerhöhung für die Unternehmung günstig. Denn in diesem Zeitraum sind die Zuwächse des Kurses größer als die Zuwächse der Unternehmungsgewinne. Die günstigsten Bedingungen werden dann erzielt, wenn sich die Unternehmung im Hinblick auf die Emissionsausstattung an den zur Zeit des Minimalpunktes der „earnings-price ratio" herrschenden Verhältnissen orientiert. Jeder spätere Zeitpunkt ist gekennzeichnet durch einen sich zunächst fortsetzenden Anstieg der „earnings" und einen fortschreitenden Rückgang des Kurses, so daß sich der Quotient aus beiden Größen ständig wieder erhöht und die Kosten der Eigenfinanzierung ansteigen. Im Verhältnis zu den erzielten Gewinnen und der ausgeschütteten Dividende[10] kann das Unternehmen nur einen ungenügenden Ausgabekurs erzielen[11].

Schlägt die Konjunktur um, d. h. steuert der Boom in eine Rezession hinein, so ist die Anfangsperiode gekennzeichnet durch einen Rückgang der Gewinnerwartungen aufgrund des Kostendrucks insbesondere seitens der Fremdfinanzierung einerseits und der abnehmenden Absatzchancen für die erstellten Leistungen andererseits. Das führt zu Rückgängen der Aktienkurse und zu einer sinkenden Anlageneigung und Risikofreudigkeit der Kapitalanleger am Aktienmarkt. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit des Absatzerfolges einer Neuemission von Aktien. Um diesen

---

[10] Die „earnings-price ratio" wird lediglich für die beschriebene Phase des Aufschwungs als Kriterium herangezogen, um die „Feineinstellung" des Zeitpunktes einer Kapitalerhöhung deutlich zu machen. Jenseits des optimalen Zeitpunktes ist auch die „dividend-price ratio" in der Lage, eindeutige und genügend exakte Ergebnisse zu liefern. Ihre generelle Anwendung als Entscheidungskriterium liegt insbesondere in ihrer Aussagekraft in Zeiten der Rezession begründet, da sie eine Einbeziehung des Phänomens der Dividendenstabilität ermöglicht.

[11] Zum Schutz gegen ein plötzlich für die Kapitalanleger unattraktiv werdendes Bezugskursangebot junger Aktien aufgrund eines Kursverfalls der alten Aktien wird der Bezugskurs in der Regel unter dem Gegenwartskurs an der Börse festgesetzt, so daß eine Sicherheitsmarge zwischen beiden Notierungen gegeben ist. Vgl. auch *Sommerschuh*, D., Der Emissionskurs bei der Begebung junger Aktien industrieller Großunternehmungen, Diss. Nürnberg 1963, S. 25, und *Fischer*, O., Kapitalerhöhung — aber wann?, in: Der Volkswirt, 22. Jg. (1968), H. 49, S. 42.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dennoch sicherzustellen, bedarf es einer für den Anleger ausgesprochen attraktiven Ausstattung der jungen Aktien, was wiederum zu einer für die Unternehmung ungünstigen Höhe des Bezugskurses führt. Ein weiterer Kostendruck rührt von der (stabilen) Dividende her, so daß eine Aufnahme neuen Eigenkapitals für die Unternehmung in der Anfangsphase der Rezession nur unter für sie unvorteilhaften Bedingungen möglich ist.

Die Fremdkapitalmärkte sind durch ein hohes Zinsniveau und insbesondere für ertragsschwächere Unternehmen durch Beschränkungen in der Fremdmittelaufnahme aufgrund der den Banken und dem Kapitalmarkt aufgezwungenen Volumensbegrenzungen gekennzeichnet. In der späten Phase einer Rezession wird die Notenbank ihre restriktive durch eine expansive Politik ersetzen, um zu verhindern, daß die Rezession weiter in eine Depression einmündet. Das wird durch den kombinierten Einsatz des gesamten Instrumentariums erreicht, das sowohl auf Kreditpreis als auch Kreditvolumen einwirkt. Ziel ist eine allgemeine Senkung des Zinsniveaus, um den Kostendruck auf die Unternehmensfinanzierung zu mindern. Der Erfolg einer solchen Politik im Hinblick auf eine Belebung der Wirtschaft hängt entscheidend von den Gewinnerwartungen und der Investitionsneigung der Unternehmensleitungen ab. Da diese bei absehbarem Ende des Abschwungs eine positive Entwicklung nehmen werden, die sich auch auf die Kapitalanleger überträgt, ist bei Ausgang der Rezession mit einer ansteigenden Tendenz der Aktienkurse zu rechnen. Das führt zu einer Verbesserung der Rahmenbedingungen für eine Kapitalerhöhung sowohl hinsichtlich der Absatzchancen der Emission als auch im Bereich der Kosten der Eigenfinanzierung durch Senkung des Quotienten aus Dividende und Ausgabekurs. Da sich diese steigende Tendenz der Aktienkurse bei weitgehender Konstanz der Dividendensätze in die Hochkonjunktur hinein fortsetzt, ist es für die Unternehmung in dieser konjunkturellen Phase noch irrelevant, eine Kapitalerhöhung durchzuführen. Vielmehr muß wegen der sich im Zeitablauf noch verbessernden Möglichkeiten ein Attentismus in der Finanzierungspolitik der Unternehmung im Eigenkapitalbereich betrieben werden.

Damit ergibt sich für die Festlegung des Zeitpunktes einer Kapitalerhöhung im Rahmen der Finanzplanung folgende Konzeption:

1. Hinsichtlich der Absatzchancen und der Erfüllung des Kriteriums der Kostengünstigkeit muß der Zeitpunkt der Kapitalerhöhung in die Phase der Hochkonjunktur gelegt werden, und zwar in den Zeitraum

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

des tendenziellen Kursanstiegs. Dabei gelten als Kriterien sowohl das Verhältnis

$$\frac{\text{dividend}}{\text{price}}$$

als auch — zwecks „Feineinstellung" — die Relation

$$\frac{\text{earnings}}{\text{price.}}$$

Grenzen des Volumens der Emission ergeben sich durch die Aufnahmefähigkeit des Marktes, die wiederum determiniert ist durch die Sparneigung der Wirtschaftssubjekte[12].

2. In der Rezession sind weder am Anfang noch am Ende Kapitalerhöhungen einzuplanen. Am Anfang herrschen infolge der gesunkenen Gewinnerwartungen ungünstige Bedingungen, am Ende sind diese zwar verbessert, es ist jedoch mit einer weiteren Erholung des Aktienmarktes zu rechnen, so daß eine Politik des Attentismus betrieben werden sollte, um tatsächlich die aufgezeigte Optimalbedingung: Minimum der „earnings-price ratio" als Zeitpunkt für die Kapitalerhöhung zu erreichen bzw. sich diesem Optimalpunkt so weit wie möglich zu nähern.
3. Während die beiden angesprochenen Punkte insbesondere dem Bereich der längerfristigen Finanzplanung zuzuordnen sind, muß die genaue Festlegung des Zeitpunktes der Durchführung einer Aktienemission im Rahmen der kurzfristigen Finanzplanung erfolgen. Hier kann nur festgestellt werden, inwieweit innerhalb der Planperiode der Optimalpunkt erreicht werden wird oder nicht. Entsprechend sind dann die Durchführung der Kapitalerhöhung und insbesondere der daraus resultierende Einnahmenstrom und seine unter Umständen notwendig werdende zwischenzeitliche Verwendung bis zur endgültigen Ausgabe zu planen und zeitlich exakt zu fixieren[13]. Infolge der

---

[12] Vgl. dazu auch *Dannemann*, W., Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, in: Beiträge zur reinen und angewandten Wirtschaftstheorie, Hrsg.: E. Schneider, Bd. 4, Tübingen 1959, S. 71 ff.

[13] Bisher wird immer davon ausgegangen, daß seitens der Unternehmung grundsätzlich ein Kapitalbedarf besteht. Das bedeutet, daß sich jederzeit Verwendungsmöglichkeiten für das aufgenommene Kapital bieten, sei es in Investitionen, sei es in der Rückzahlung kostenungünstiger Fremdmittel oder sei es in der zwischenzeitlichen Anlage in Wertpapieren bis zur endgültigen Verwendung im Vermögensumschichtungsprozeß.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kompliziertheit des Verfahrens der Kapitalerhöhung — es bestehen zahlreiche gesetzliche Formvorschriften, deren Einhaltung einen erheblichen Zeitaufwand erfordert — ist zu beachten, daß die Flexibilität dieser Finanzierungsform im Regelfall (Ausnahme: genehmigtes Kapital) begrenzt ist.

4. Hinsichtlich der Fremdfinanzierung ergibt sich, daß zwecks Minimierung der Finanzierungskosten bei Berücksichtigung aus der Fremdfinanzierung resultierender Risiken die Konjunkturphasen so ausgenutzt werden müssen, daß immer dann, wenn das Zinsniveau gesunken ist, Fremdkapital aufgenommen wird. Und zwar in einer Höhe, daß dann, wenn das Zinsniveau wieder gestiegen ist, aufgrund längerfistiger Kontrakte mit Banken und Kapitalmarktteilnehmern immer noch kostengünstige Mittel zur Deckung des Kapitalbedarfs zur Verfügung stehen. Fremdmittel langfristiger Art sind insbesondere gegen Mitte bis Ende einer Rezession aufzunehmen, da Zinsniveau und Aufnahmevolumen der Märkte infolge der expansiven Notenbankpolitik für die Fremdfinanzierung günstig sind. Mit fortschreitender Dauer der Hochkonjunktur sind langfristige Mittel nur in gerfristiger Kontrakte mit Banken und Kapitalmarktteilnehmern im-Fremdmittel infolge ihrer Kostenungünstigkeit volumensmäßig gering zu halten.

Nach der Behandlung der Auswirkungen der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Notenbankpolitik auf die Finanzmittelmärkte in ihrer Bedeutung für die Wahl des Zeitpunktes einer Eigenkapitalerhöhung soll nun die Ausgaben- und Steuerpolitik der öffentlichen Hand als weiterer Bestimmungsfaktor untersucht werden. Diese wirkt sich direkt überwiegend auf die Verfassung der Fremdkapitalmärkte aus; indirekte Auswirkungen ergeben sich aufgrund der Interdependenz der Teilmärkte auch für den Aktienmarkt, denn beide treten gegenüber privaten und institutionellen Anlegern als Kapitalanlagemärkte in Konkurrenz zueinander. Geschieht seitens der öffentlichen Hand zwecks Deckung der Ausgaben eine Kreditaufnahme hohen Ausmaßes, so können sich die Unternehmen der Situation gegenübergestellt sehen, daß ihnen Mittel aus den Fremdkapitalmärkten nicht oder nur in ungenügendem Ausmaß bzw. zu unannehmbaren Konditionen zur Verfügung gestellt werden. Ersteres war in der Bundesrepublik eindeutig der Fall, als der Rentenmarkt unter dem Druck öffentlicher Kreditaufnahmen zusammenbrach. Unter derartigen Verhältnissen bleibt den Unternehmen nichts anderes übrig, als entweder auf den Kreditmarkt oder auf den Markt für Eigenkapital

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auszuweichen. Befindet sich auch der Kreditmarkt — was anzunehmen ist — in einer starken Anspannung, so steht lediglich der Aktienmarkt als Finanzierungsquelle offen. Die vorher genannten Bedingungen für die Wahl des Zeitpunktes einer Kapitalerhöhung können hier durch Kreditaufnahmen der öffentlichen Hand außer Kraft gesetzt werden. Die Unternehmung wird zu einer Finanzierung mit Eigenkapital gezwungen, obwohl dies im Hinblick auf zukünftige Entwicklungen häufig nicht ratsam und im Sinne einer konstengünstigen Finanzierung nicht sinnvoll erscheinen mag. Die Unternehmensleitung muß sich bei der Finanzplanung auch dieser Möglichkeit bewußt werden und sie entsprechend einplanen, insbesondere da die öffentliche Hand durchaus in der Lage ist, beispielsweise eine Politik des leichten Geldes der Notenbank durch die dauernde und volumensmäßig umfangreiche Inanspruchnahme des Kapitalmarktes zu unterminieren, so daß die vorher erwartete Zinsniveausenkung kompensiert wird und eine (kostengünstige) Ausdehnung des Fremdkapitalvolumens der Unternehmung, d. h. ein umfangreiches „trading on the equity", nicht möglich bzw. sinnvoll ist.

Des weiteren kann der Fiskus durch steuerliche Maßnahmen Einfluß auf die Anlageentscheidung der Kapitalanleger nehmen. So lassen sich beispielsweise aus der Doppelbesteuerung der (Eigen-)Kapitalerträge (bei der Unternehmung durch die Körperschaftsteuer und beim Anleger durch die Einkommensteuer) schlagkräftige Argumente finden, die beweisen, daß die Finanzierung mit Eigenkapital steuerlich diskriminiert wird.

Die ohne Einbeziehung der Ausgaben- und Steuerpolitik der öffentlichen Hand erarbeitete Strategie des Timing von Kapitalerhöhungen muß also in entsprechender Weise modifiziert bzw. völlig geändert werden. Eine generelle Aussage läßt sich nicht treffen. Als Bedingung kann lediglich formuliert werden: Die Unternehmung muß sich dem Aktienmarkt, d. h. den Kapitalanlegern gegenüber so verhalten, daß der Erfolg einer Kapitalerhöhung in Zeiten starker Anspannung der Fremdkapitalmärkte nicht gefährdet wird. Die Konditionen der Kapitalerhöhung müssen so beschaffen sein, daß eine Aktienanlage eine Konkurrenz anderer Kapitalanlagen auf anderen Märkten nicht zu scheuen braucht.

2. *Branchenindividuelle Verhältnisse*

Branchenunterschiede resultieren aus verschieden strukturierten und ablaufenden Vermögensumschichtungsprozessen. Daraus erwachsen je nach Geschäftszweig spezifische Anforderungen an die Finanzierung, ins-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

besondere an die Kapitalstruktur als Momentaufnahme der sich ständig vollziehenden Versorgung der Unternehmung mit Finanzierungsmitteln.

Bei *Banken* spielt das Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme eine erhebliche Rolle, da es vielfach, besonders im internationalen Geldgeschäft, als Qualitäts- bzw. Bonitätsnachweis dient. Weiter gilt es als Orientierungsgröße für die Anwendung einzelner Grundsätze des Bundesaufsichtsamtes. In Deutschland hat sich eine Norm herausgebildet, die das Eigenkapital auf ungefähr 5 % der Bilanzsumme fixiert. Da die Banken in der Regel in einem Prozeß eines ständigen Bilanzsummenwachstums begriffen sind, besteht bei ihnen ein Zwang, die eigenen Mittel laufend dem gestiegenen Bilanzvolumen anzupassen. Dies wird besonders deutlich, wenn man die Entwicklung des Eigenkapitals der Deutschen Bank AG in der Zeit von 1963—1967 verfolgt: Kapitalerhöhungen und Rücklagenzuweisungen aus dem Jahresüberschuß wurden immer genau in dem Maße vorgenommen, daß eine Relation von Eigenkapital zum Bilanzvolumen von ungefähr 1 zu 20 aufrechterhalten blieb. Hier gewinnt der überwiegend langfristige Aspekt der Festsetzung des Zeitpunktes der Eigenkapitalerhöhung praktisch schon deshalb keine Bedeutung, als er vom Wachstum der Bilanzsumme abhängt. Er ist also von einer unternehmensintern bestimmten Größe determiniert. Diese wiederum muß sich aus Standinggründen an den extern vorgegebenen Standards orientieren.

Darüber hinaus verfolgten die Banken in den vergangenen Jahren, von wenigen Ausnahmen abgesehen, konsequent eine Politik der Emission junger Aktien zu pari. Dies liegt darin begründet, daß man zwar den Nominalsatz der Dividende nicht ändern wollte, den Aktionären durch günstige Bezugsrechte jedoch weitere „Vorteile" zukommen lassen wollte.

Hier kann festgestellt werden, daß bei Banken die Wahl des Zeitpunktes einer Eigenkapitalerhöhung als spezifisches Problem bisher nicht bestand, da man von vornherein nicht auf eine optimale Ausnutzung der Börsensituation angewiesen und die Höhe der haftenden Mittel hinsichtlich einer Volumensänderung von der Bilanzsummenentwicklung determiniert war. Es ist jedoch aufgrund neuerer Verlautbarungen zu erwarten, daß sich insbesondere die Großbanken in Zukunft stärker an der Börsensituation bei Kapitalerhöhungen orientieren werden[14].

---

[14] Vgl. dazu den Bericht von der Hauptversammlung der Commerzbank AG., in: Blick durch die Wirtschaft, 3. 7. 1968, S. 5, der stellvertretend für alle Groß-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bei *Industrieunternehmen* sind wieder von Branche zu Branche unterschiedliche Kapitalzusammensetzungen zu beobachten, so daß generelle Aussagen in keinem Fall getroffen werden können. Es kann lediglich festgestellt werden, daß einmal die Geschwindigkeit des Geldumwandlungsprozesses entscheidenden Einfluß auf die Kapitalstruktur besitzt: Bei schnellem Kapitalumschlag kann eher mit kurzfristigen Fremdmitteln finanziert werden als bei langsamem Umschlag und damit verbundenem zeitlich später anfallenden Kapitalrückfluß. Gerade langfristiges Kapital jedoch erfordert infolge der zeitlichen Streckung des aktiven Kreditrisikos des Kreditgebers eine erhöhte Eigenkapitalbasis zwecks Schaffung „beleihungsfreien" Raumes bzw. zwecks Erhaltung einer gewissen Eigenkapitalquote an der Gesamtunternehmensfinanzierung. Diese hat sich für viele Branchen jeweils als Standard ausgeprägt, so daß sich die Unternehmen, um in einem Kapitalstrukturvergleich nicht schlechter als Konkurrenten abzuschneiden, daran orientieren müssen. Der Zeitpunkt der Kapitalerhöhung richtet sich so auch nach den Finanzstrukturverhältnissen der Konkurrenten und der Investitionspolitik, d. h. dem Investitionsplan der Unternehmung.

Einen weiteren Gesichtspunkt, der für die Wahl des Zeitpunktes der Kapitalerhöhung wesentlich ist, führt Hastings[15] an: die Geschwindigkeit des Unternehmenswachstums. Wächst eine Unternehmung langsam, so braucht sie nur selten an den Kapitalmarkt heranzutreten, so daß die Zeitspanne, innerhalb derer sie das Kapital (Eigenkapital) aufnehmen kann, relativ groß ist. Das bedeutet die Möglichkeit einer Ausnutzung sich vollziehender Marktschwankungen. Handelt es sich dagegen um eine Unternehmung, die einen schnell wachsenden Kapitalbedarf aufweist, so ist häufiger Kapital aufzunehmen, so daß die Orientierung an Marktschwankungen nur eine untergeordnete Rolle spielen kann. Ein Aufschieben der Beschaffung eigenen Kapitals in der Hoffnung auf eine Verbilligung ist häufig nicht möglich und birgt die Gefahr finanzieller Engpässe in sich.

Damit kann als Ergebnis dieses Abschnittes festgestellt werden, daß der Zeitpunktwahl einer Kapitalerhöhung ein unterschiedlich weiter Spielraum bleibt, der durch Branchengegebenheiten, insbesondere durch die Eigenart des Umwandlungsprozesses und die Wachstumsgeschwindigkeit der Unternehmung determiniert wird.

---

banken genannt sei, da ihre Auffassungen über die zukünftige Politik bei Kapitalerhöhungen weitgehend identisch sind.

[15] Vgl. *Hastings*, P. G., The Management of Business Finance, a.a.O., S. 357.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

III. Interne Bestimmungsfaktoren und Zeitpunkt von Kapitalerhöhungen

Während die externen Bestimmungsfaktoren weitgehend unbeeinflußbar sind, ist es der Unternehmung möglich, auf interne Bestimmungsfaktoren im Sinne spezifischer Zielsetzungen einzuwirken. Als derartige Bereiche ergeben sich für diese Untersuchung die Gestaltung des Investitionsplanes und die Beeinflussung des Finanzierungsbereiches, insbesondere der Kapitalstruktur, die neben externen auch internen Bedürfnissen anzupassen ist.

1. Investitionsplan

Das Endziel jeder Unternehmung ist die Erwirtschaftung eines Gewinnes. Am Anfang der Entscheidung über die Art und Weise der unternehmerischen Betätigung steht die Bestimmung, was (welches Produkt), mit welchen Mitteln (Produktionsfaktoren) und in welchen Mengen (Produktionsmengen) erstellt werden kann und muß, um ein gewünschtes Einkommen (Gewinn) zu erzielen. Dabei ergeben sich gerade aus den Produktionsverfahren Daten, die technisch vorgegeben sind und nur in begrenztem Maße einer Einflußnahme des Unternehmers unterliegen. So ist auch der Investitionsplan weitgehend, wenn man sich für ein bestimmtes Verfahren entschieden hat, von diesen technischen Daten determiniert, sowohl was die Produktionsanlagen selbst angeht, als auch die Menge der zu beschaffenden Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, um eine optimale Ausnutzung der Anlagen zu erreichen. Infolgedessen stellt der Investitionsplan eine für den Finanzbereich vorgegebene Größe dar, die an ihn einen Kapitalbedarf ganz bestimmter Höhe und festgelegter zeitlicher Verteilung heranträgt. Dieser Kapitalbedarf ist nach dem Kriterium der Kostengünstigkeit unter Beachtung aller finanzierungswirtschaftlicher Risiken zu decken, d. h. die Geldversorgung des Umwandlungsprozesses ist betrags-, risiko- und zeitadäquat sicherzustellen. Die Finanzierung hat sich also einmal nach der Art des Umwandlungsprozesses und den damit verbundenen Risiken zu richten, zum anderen hat sie die Risiken, die aus den einzelnen Finanzierungsformen resultieren, in ihre Überlegungen einzubeziehen und die Auswahl der Finanzierungsinstrumente schließlich an dem Kriterium der Kostengünstigkeit unter Einbeziehung des Zeitaspektes zu orientieren.

Für die Finanzplanung ergeben sich, wenn man ihr den sich aus dem Investitionsplan ergebenden Kapitalbedarf vorgibt, zwei Pole, zwischen

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

denen sie zu operieren hat. Einmal muß zu den Zeiten, zu denen Kapital benötigt wird, dieses vorhanden sein (Festlegung des Zeitpunktes der Kapitalerhöhung/-aufnahme nach ausschließlich zeitlichen Gesichtspunkten), zum zweiten hat sie die Zeitpunkte der Kapitalaufnahme nach dem Gesichtspunkt der Kostengünstigkeit, d. h. unter Berücksichtigung der sich aus zeitlichen Verschiebungen ergebenden Rentabilitätsvor- bzw. Nachteile[16], zu bestimmen. Diese beiden zeitlichen Dispositionen müssen kostenoptimal miteinander verbunden werden.

Es ist zu fragen, zu welchen Zeitpunkten im Regelfall die Investitionen durchgeführt werden. Da die Investitionsneigung der Unternehmer in erster Linie abhängig ist von ihren Gewinnerwartungen, kann tendenziell festgestellt werden, daß gegen Ende einer Rezession bzw. am Anfang eines Aufschwunges ein erhöhter Kapitalbedarf insbesondere aus Erweiterungs- und Neuinvestitionen an die Unternehmung herangetragen wird. Dieser Kapitalbedarf wird sich infolge der Fortsetzung der Investitionsbereitschaft über eine lange Zeit in der Hochkonjunktur laufend neu und in unterschiedlichen, jedoch relativ großen Beträgen stellen. Erst wenn die Gewinnerwartungen zurückgehen, wird diese Investitionstätigkeit in der Regel schlagartig aufhören. Insbesondere von Neu- und Erweiterungsinvestitionen werden keine Impulse mehr ausgehen; vielmehr resultiert ein neuer Kapitalbedarf lediglich aus notwendig werdenden Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen und — wenn die Hochkonjunktur in eine Rezession oder gar Depression umschlägt — aus größeren Veränderungen sowohl der Geschwindigkeit als auch des Volumens des Vermögensumschichtungsprozesses.

Als Ergebnis für die Wahl des Zeitpunktes einer Kapitalerhöhung bei Berücksichtigung des aus dem Investitionsplan resultierenden Kapitalbedarfs kann festgestellt werden:

1. Die Zeitpunkte eines erhöhten Kapitalbedarfs liegen infolge der hohen Gewinnerwartungen am Ende der Rezession sowie in der Zeit des wirtschaftlichen Aufschwungs. In den Anfangszeiten der Rezession sowie in der Periode einer auslaufenden Hochkonjunktur ist der Kapitalbedarf geprägt durch Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen sowie einen rezessionsinduzierten Geldbedarf. Letzterer entsteht aus Änderungen der Kapitalbindung, zum Beispiel aus der durch Absatzstockungen hervorgerufenen verzögerten Freisetzung

[16] Vgl. dazu *Stützel*, W., Liquidität, in: HdSW, 6. Band, Stuttgart—Tübingen—Göttingen 1959, S. 626, und *Albach*, H., Investition und Liquidität, Wiesbaden 1962, S. 253.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

von Finanzmitteln aus Absatzlägern. Das Ausmaß insbesondere der Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen ist generell nicht bestimmbar; während im Normalfall mit keinem zusätzlichen Kapitalbedarf zu rechnen ist, kann immer infolge plötzlichen Eintritts des technischen Fortschritts, der häufig größere Produktionseinheiten erfordert, eine erhebliche Ausweitung des Finanzierungsvolumens notwendig werden. Unter dem Gesichtspunkt der Kostengünstigkeit und des Absatzerfolges einer Emission sind Eigenkapitalerhöhungen jedoch zu diesen Zeitpunkten nach Möglichkeit nicht vorzunehmen; es ist vielmehr auf andere Finanzmittelquellen auszuweichen. Die endgültige Entscheidung hängt davon ab, wie hoch einmal die Kosten einer anderweitigen Zwischenfinanzierung sind — sie werden tendenziell relativ hoch sein infolge der durch die restriktive Notenbankpolitik angestiegenen Fremdkapitalzinsen —, wie hoch zum anderen die Kostenersparnisse durch zeitliche Verschiebung der Kapitalerhöhung auf einen späteren Zeitpunkt sind; und schließlich, wie hoch der Kapitalbedarf absolut ist. Er richtet sich danach, inwieweit noch zeitlich früher und kostengünstig aufgenommenes Eigenkapital zur Finanzierung herangezogen werden kann.

2. Die unter dem Aspekt des Absatzerfolges und der Kostengünstigkeit bei Beachtung des Einflusses der externen Bestimmungsfaktoren festgelegten Zeitpunkte für die Durchführung einer Eigenkapitalerhöhung fallen langfristig mit den Zeitpunkten des Anfalls erhöhten Kapitalbedarfs zusammen, so daß sich eine zeitliche Kongruenz von Kapitalbedarf und Finanzmitteldeckung insbesondere unter Kostenaspekten ergibt. Eine Anpassung des längerfristigen Kapitaldeckungsplanes, der auf der Grundlage externer Bestimmungsfaktoren erstellt wurde, an den intern (durch den Investitionsplan) determinierten Kapitalbedarf in zeitlicher Hinsicht ist nicht notwendig. Stimmen die Zeitpunkte nicht genau überein, so muß mit Fremdkapital zwischenfinanziert werden, was — soweit es sich um Neu- oder Erweiterungsinvestitionen handelt — in der Regel mit relativ geringen Kosten angesichts des gegenüber vorherigen Konjunkturphasen gesunkenen Zinsniveaus verbunden ist.

3. Als Schlußaussage ergibt sich: Der Investitionsplan stellt seine Anforderungen an den Kapitalbedarf und damit zwangsläufig an den Finanzplan tendenziell in einem Rhythmus, der eine zeitliche Anpassung der vorher unter Beachtung der externen Bestimmungsfaktoren für optimal erachteten Zeitpunkte der Kapitalerhöhungen nicht

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

erfordert. In der Regel fallen hoher Kapitalbedarf und günstige Emissionsbedingungen für neues Eigenkapital zeitlich zusammen. Es ist darauf hinzuweisen, daß diese zeitliche Übereinstimmung nicht mathematisch exakt zu verstehen ist, sondern als innerhalb gewisser Toleranzgrenzen kongruent anzusehen ist. Stimmen die Zeitpunkte nicht genau überein, so muß mit Fremdkapital zwischenfinanziert werden.

Die bisherigen Ausführungen basierten auf der Prämisse, daß eine Zurechnung einzelner Finanzmittelquellen auf bestimmte Investitionsobjekte möglich und sinnvoll ist. Es wurde weiter unterstellt, daß eine Mischfinanzierung — Finanzierung eines Objektes mit Eigen- *und* Fremdkapital — nicht durchgeführt wird. Andernfalls wäre keine eindeutige zeitliche Verbindung zwischen dem aus Investitionen resultierenden Kapitalbedarf und seiner Deckung durch Eigenkapital herzustellen gewesen. Da die einzelne Investition aber nur Teil des gesamten unternehmerischen Umwandlungsprozesses ist und nicht von diesem isoliert werden kann, sollte man im Bereich der Finanzierung von einer gesamtunternehmensbezogenen Betrachtungsweise[17] ausgehen. Das bedeutet für die Finanzplanung, laufend eine Veränderungsbetrachtung anzustellen. Einerseits sind durch Investitionen und Desinvestitionen dauernd unterschiedliche Zustände der Kapitalbindung erreicht, andererseits ist wegen der Interdependenz der Mittelherkunft und der Mittelverwendung die Zusammensetzung der Finanzmittelquellen fortwährend diesen veränderten Zuständen anzupassen, um eine optimale Finanzierung im Sinne einer unter Kosten- und Risikoaspekten bestmöglichen Einstellung des Finanzierungsbereiches auf die Daten des Vermögensumschichtungsprozesses zu gewährleisten und im Zeitablauf aufrechtzuerhalten. Hier setzt die Planung der Kapitalstruktur ein.

2. *Planung der Kapitalstruktur*

Beziehungen zwischen Eigen- und Fremdkapital bestehen über die Kapitalstruktur der Unternehmung. Insbesondere die Wirkungen der Eigenkapitalausstattung auf das Fremdkapital sind zu beachten, da diese sowohl das Volumen aufgenommener fremder Mittel als auch ihre Ko-

[17] Dieser Begriff ist nicht zu verwechseln mit dem gleichlautenden Terminus, den Mülhaupt einem bestimmten Sachverhalt zuordnet. Vgl. *Mülhaupt*, L., Der Bindungsgedanke in der Finanzierungslehre unter besonderer Berücksichtigung der holländischen Finanzierungsliteratur, Wiesbaden 1966, S. 16 f.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stenbelastung mitbestimmen. So ist das Eigenkapital einmal absolute Voraussetzung zur Fremdkapitalaufnahme überhaupt. Dies liegt in seiner Haftungs- oder Garantiefunktion begründet, die dem Gläubiger eine Überdeckung seiner Forderungen gestattet. Zum anderen besitzt das Eigenkapital gewisse Finanzierungsqualitäten[18], die sich besonders im Liquiditätsbereich auswirken. Da dem Eigenkapital in der Regel kein Rückzahlungsanspruch gegenübersteht, kann von dieser Finanzmittelquelle kein Liquiditätsengpaß herrühren. So können lediglich die Geldabflüsse für Gewinnausschüttungen sowie Emissions- und Verwaltungskosten die Liquidität der Unternehmung beeinflussen.

Die Kapitalstruktur ist häufig Anhaltspunkt für die Bestimmung der Art und Weise der Finanzierung einer Unternehmung. Es gilt zwar als bewiesen, daß die dafür entwickelten traditionellen Finanzierungsregeln, die sich in horizontaler und vertikaler Richtung am Bilanzbild orientieren, theoretisch nicht haltbar sind[19], doch finden sie mangels geeigneter und eindeutigerer Maßstäbe seitens der Geldgeber immer noch Anwendung. Ihre Bedeutung liegt nicht in ihrem Gebrauch für die Unternehmensfinanzierung, sondern darin, Anhaltspunkt für die Beurteilung des Verhaltens der bzw. einiger Kapitalgeber zu sein[20]. Dieses ist wiederum sowohl von der Unternehmensleitung zwecks Feststellung ihrer Risikosituation im Finanzierungsbereich als auch von dritten Kapitalgebern zwecks Abschätzung insbesondere ihres aktiven Kreditrisikos zu beachten. Infolgedessen geschieht bei der Planung der Kapitalstruktur zumindest eine grobe Orientierung an derartigen Normen.

Zeitlich ist die Kapitalstruktur so zu planen, daß in den Zeitpunkten, in denen die Fremdkapitalaufnahme aufgrund eines niedrigen Zinsniveaus vorteilhaft ist, genügend Eigenkapital vorhanden ist, um für die notwendige Sicherung der Gläubiger zu sorgen. Bis zu dem Zeitpunkt dieser Fremdkapitalaufnahme muß die Kapitalstruktur durch eine „Überdekkung" an Eigenkapital gekennzeichnet sein, d. h. sie darf sich nicht in

---

[18] Eine Untersuchung einzelner Qualitäten des Eigenkapitals führt *Fischer*, O., Neuere Entwicklungen auf dem Gebiet der Kapitaltheorie, in: ZfbF, N. F., 21. Jg. (1969), S. 26 ff., durch.

[19] Vgl. *Härle*, D., Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Wiesbaden 1961, und *Lipfert*, H., Optimale Unternehmensfinanzierung, Frankfurt/Main 1967, S. 22 ff.

[20] Vgl. *Sroka*, K., Probleme der Messung der Fremdfinanzierungsrisiken und deren Bedeutung in der Theorie der finanziellen Führung, Diss. Frankfurt/Main 1966, S. 157.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einem Optimalpunkt[21] befinden, sondern lediglich in einem Optimalbereich. Dieser Bereich wird einmal determiniert durch die Kosten, die aus dem Eigenkapitalvolumenüberschluß resultieren, zum anderen durch den Kostenvorteil, der durch das zeitliche Vorziehen der Eigenkapitalerhöhung und den Attentismus hinsichtlich der Fremdmittelaufnahme entsteht. Für die Unternehmung kann es lebenswichtig sein, mit einer großen Eigenkapitaldecke in eine Rezession zu gehen, da sie von vielen Seiten einem erheblichen Druck ausgesetzt ist. Zum einen reichen infolge des stagnierenden oder zurückgehenden Absatzes die Umsatzerlöse nicht mehr aus, die laufende Finanzierung sicherzustellen. Weiter ist ein wachsender Kapitalbedarf zu decken, der seine Ursache in Rezessionsfolgen, zum Beispiel einer vermehrten Lagerdauer der Forderungen, hat. Schließlich sind die Fremdkapitalkosten sowohl quantitativer als auch qualitativer Art[22] infolge der restriktiven Notenbankpolitik hoch. Stehen genügend Eigenmittel zur Verfügung, so können diese zur Finanzierung des Kapitalbedarfs herangezogen werden, da sie gewissermaßen „auf Vorrat" aufgenommen wurden. Sie bilden weiter die Basis für Fremdkapitalaufnahmen in Situationen, in denen andere Unternehmen schon keine Fremdmittel mehr erhalten.

Sowohl Finanzierungs- als auch Haftungsfunktion des Eigenkapitals können in derartigen Phasen dazu beitragen, daß das Unternehmen insbesondere nicht von der Gefahr der Illiquidität bedroht wird.

Damit läßt sich als Ergebnis des Abschnittes über die Wahl des Zeitpunktes einer Eigenkapitalerhöhung im Rahmen der Planung der Kapitalstruktur formulieren: Die langfristige Planung der Kapitalstruktur hat sich sowohl an der Entwicklung externer Bestimmungsfaktoren, insbesondere der Kapitalmarkt- und Branchenverhältnisse, als auch am Investitionsplan zu orientieren. Sie ist so zu gestalten, daß zu den Zeiten, zu denen aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus eine Aufnahme von Fremdmitteln besonders günstig ist, genügend Eigenkapital als Deckungs- bzw. Kapitalstruktur-„reserve" vorhanden ist. Das ist insbesondere des-

---

[21] Zur Ermittlung des optimalen Verhältnisses von Fremdkapital und Eigenkapital sei verwiesen auf die (unterschiedlichen) Ansätze von *Lipfert*, H., Optimale Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 35 ff.; *Dean*, J., Capital Budgeting, 7th printing, New York und London 1964, S. 62 ff., und *Schwartz*, E., Theory of the Capital Structure of the Firm, in: The Journal of Finance, Vol. 14 (1959), S. 18 ff.

[22] Zu diesen Begriffen vgl. *Lipfert*, H., Optimale Unternehmensfinanzierung, a.a.O., S. 38 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

halb wichtig, als gerade am Ende der Rezession zum einen noch der aus der rezessiven Phase herrührende Kapitalbedarf der Unternehmung gegenübersteht (rezessionsinduzierter Kapitalbedarf), zum anderen der Beginn der Hochkonjunktur umfangreiche Investitionen und damit verbundenen Kapitalbedarf (wachstumsinduzierter Kapitalbedarf) hervorruft. Für die Kapitalerhöhungspolitik im Eigenkapitalbereich bedeutet das, daß die langfristige Finanzplanung darauf hinwirken muß, in Zeiten günstiger Marktverhältnisse für Eigenkapital Kapitalstruktur-„überdeckungen" herbeizuführen. Das Eigenkapital muß in der Kapitalstruktur also eine über das — von dem Faktor „Zeit" isolierten — unter Kostengesichtspunkten für notwendig erachtete Maß hinausgehende Höhe aufweisen. Das ist einmal aus den oben angegebenen Gründen für eine Fremdfinanzierung in der Anfangsphase der Hochkonjunktur notwendig, zum zweiten dienen die „auf Vorrat" aufgenommenen Eigenmittel zum Teil der Deckung des rezessionsinduzierten Kapitalbedarfs am Beginn einer Rezession[23]. Gerade in dieser Phase sind Fremdkapitalaufnahmen infolge des stark angestiegenen Zinsniveaus kostenungünstig.

Wie weit die Überdeckungen in der Kapitalstruktur gehen sollen, richtet sich nach einem Vergleich der Vorteile, die sich aus dem erhöhten Volumen ziehen lassen, mit den Nachteilen, die aus dieser „überdimensionierten" Aufnahme erwachsen. Es erscheint wahrscheinlich, daß sich unter den zur Diskussion stehenden zeitlichen Aspekten die Kapitalstruktur nur innerhalb eines Optimalbereiches bewegen kann, nicht oder nur temporär in einem Optimalpunkt verharren wird.

IV. Ergebnis

Eine Integration der Ergebnisse aus der Berücksichtigung externer und interner Bestimmungsfaktoren bei der Wahl des Zeitpunktes von Eigenkapitalerhöhungen führt zu folgendem Gesamtergebnis:

1. Eine isolierte Betrachtung der Kapitalmarktverhältnisse unter Einbeziehung der Notenbankpolitik legt mögliche Zeitpunkte der Kapitalerhöhung eindeutig auf die Periode des Aufschwunges. Die Ausstattung hat sich an den Bedingungen zu orientieren, die zu einer Minimierung der „dividend-price ratio" bzw. „earnings-price ratio" führen, da dann das Unternehmen im Verhältnis zu dem ausgeschütteten bzw. erwirtschafteten Gewinn den höchsten Ausgabekurs erzielt.

[23] Zur Darstellung des aus der Rezession erwachsenden zusätzlichen Kapitalbedarfs vgl. *Lipfert*, H., Der Einfluß einer Rezession auf die Finanzierung der Unternehmung, a.a.O., S. 19 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

2. Diese Überlegungen müssen modifiziert werden um Daten, die sich aus der Ausgaben- und Steuerpolitik der öffentlichen Hand ergeben. Genaue oder auch nur tendenzielle Aussagen sind hier nicht möglich.

3. Die Einbeziehung der branchenindividuellen Verhältnisse hat gezeigt, daß nicht in allen Geschäftszweigen eine Orientierung der Zeitpunktwahl an den obenstehenden externen Gegebenheiten erfolgt. Andere in der Besonderheit der einzelnen Branche liegende Faktoren wirken stärker, woraus sich eine zeitliche Unabhängigkeit der Politik der Kapitalerhöhungen von konjunkturellen Wechsellagen und der Ausgaben- und Steuerpolitik der öffentlichen Hand ergibt. Als Beispiel wurden die Banken angeführt.

4. Eine Einbeziehung des Investitionsplans hat gezeigt, daß tendenziell ein zeitlicher Zusammenfall von Investitionsausgaben insbesondere aus Erweiterungs- und Neuinvestitionen und günstigen Kapitalmarktverhältnissen für Erhöhungen des eigenen Kapitals besteht. Ob dann tatsächlich eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird, hängt von der Höhe des augenblicklichen und des zukünftigen Kapitalbedarfs ab, da nur eine Emission relativ hoher Beträge dem Kriterium der Kostengünstigkeit genügen kann. Andernfalls wird sie durch den Druck der relativ hohen fixen Kosten bei der Begebung für die Unternehmung unattraktiv. Weiter spielt hier das Moment der Kapitalstrukturplanung eine erhebliche Rolle, da es sich als sinnvoll erweist, Eigenkapital-„überdeckungen" vorzunehmen, um genügend Raum für Fremdfinanzierung zu besitzen, wenn das Fremdkapital im Vergleich zum Eigenkapital eine günstigere Finanzierungsquelle darstellt bzw. das Eigenkapital für weitere Fremdkapitalaufnahmen absolute Notwendigkeit darstellt. Das schließt nicht aus, daß eine Kapitalerhöhung zu Zeitpunkten vorgenommen werden kann, in denen auch Fremdkapital zu günstigen Bedingungen aufgenommen werden könnte, da die Eigenkapitalaufnahme dennoch relativ günstiger sein kann, wenn die Ausnutzung einer Hausse-Periode mit hohen Emissionskursen möglich ist.

Schließlich muß darauf hingewiesen werden, daß exakte und eindeutige Aussagen über die Wahl des Zeitpunktes einer Eigenkapitalerhöhung nicht zu treffen sind, da einmal das Phänomen der Unsicherheit sowohl die externen als auch die internen Bestimmungsfaktoren beherrscht, zum anderen die Berücksichtigung von Zeitpunktverschiebungskosten zu gewissen zeitlichen Differenzierungen führen kann. Es konnte lediglich aufgezeigt werden, welche Einflußgrößen überhaupt für eine

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Entscheidung über die Erhöhung des eigenen Kapitals relevant werden und wie diese der kurz- und längerfristigen Finanzplanung als Anhaltspunkte dienlich gemacht werden können. Als oberster Grundsatz hat auch hier die Planflexibilität zu gelten, die sich einmal in einer Elastizität im Hinblick auf die volumensmäßige Ausnutzung unterschiedlicher Finanzierungsquellen und zum anderen in der Wahl besonders flexibler Finanzierungsinstrumente manifestiert.

Daß dem Eigenkapital als Finanzierungsinstrument grundsätzlich ein wichtiger Platz zugewiesen werden sollte, ergibt sich zwangsläufig aus der finanzierungswirtschaftlichen Situation der deutschen Unternehmen. Aufgrund ihrer im internationalen Vergleich relativ geringen Eigenkapitalausstattung[24] sind sie besonders angehalten, ihre Kapitalstrukturen zugunsten des Eigenkapitals zu verbessern. Dies hat im Rahmen einer auch im Zeitablauf auf Kostenminimierung bedachten Finanzplanung, vor allem Planung von Eigenkapitalerhöhungen, zu geschehen.

[24] Vgl. die eingehenden Untersuchungen von *Lipfert*, H., Wandlungen von Kapitalstruktur und Finanzierungsformen deutscher Industrie-Aktiengesellschaften, in: Strukturwandlungen einer wachsenden Wirtschaft, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N. F., Bd. 30/2, Berlin 1964, S. 576 ff., in denen eine im internationalen Vergleich zu niedrige Ausstattung mit Eigenkapital deutscher Unternehmen festgestellt wird. Die Frage der niedrigen Eigenkapitalausstattung wird vor allem in der Wirtschaftspresse immer wieder aufgegriffen; vgl. aus jüngerer Zeit *Bleckel*, U., Wachstum und Stabilität erfordern mehr Eigenkapital, in: Die Welt, 17. 9. 1968, S. 19.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.2.4.416 | Generated on 2023-01-16 12:54:32
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/