

BANK- UND FINANZWIRTSCHAFT

Herausgegeben von Frieder Meyer-Bullendiek
und Markus Spiwoks

Band 7

Hendrik Engelhardt

Eine empirische Analyse zur Finanzierungspolitik neu gegründeter Unternehmen

PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

1 Einführung

In Zeiten zunehmender Globalisierung der Märkte und Wirtschaftsprozesse kommt der Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft im internationalen Vergleich entscheidende Bedeutung zu. Die Bundesrepublik Deutschland versucht durch die Verlagerung der deutschen Wirtschaft von einer Produktions- zu einer Dienstleistungsgesellschaft und durch die Erschließung neuer Märkte ihre standortbedingten Nachteile mit Produkt- und Dienstleistungsinnovationen zu kompensieren. Dies ist mit einem grundlegenden Strukturwandel innerhalb des existierenden Unternehmensbestands verbunden. Deutschland weist jedoch eine sehr niedrige Unternehmensdynamik auf, d.h. sowohl die Zahl der Gründungen als auch die Zahl der Schließungen in Relation zum Unternehmensbestand ist im internationalen Vergleich hochentwickelter Länder unterdurchschnittlich.¹ Deutschland befindet sich insbesondere in den forschungs- und wissensintensiven Wirtschaftszweigen mit einer Gründungsrate von etwa 3 % deutlich im unteren Bereich.² In der forschungsintensiven Industrie haben neben Deutschland auch die anderen großen Volkswirtschaften rückläufige Gründungszahlen. Nirgendwo war dieser Rückgang jedoch so stark wie in Deutschland.³ Dennoch entwickelte sich der Unternehmensbestand günstiger als in den anderen Ländern, da der niedrigen Gründungsdynamik auch eine verhältnismäßig niedrige Schließungsdynamik gegenüberstand.

Ausreichend zur Verfügung stehende finanzielle Mittel stellen eine grundlegende Voraussetzung zur Realisierung von Innovationsaktivitäten dar. Die finanziellen Startressourcen neu gegründeter Unternehmen sind ein wesentlicher Einflussfaktor der betrieblichen Erfolgs- und Überlebenschancen.⁴ Um vermeidbaren, häufig aus Marktversagen resultierenden Fehlentwicklungen in der Gründungsphase entgegenzuwirken und das Wachstums- und Innovationspotenzial von Gründungen bestmöglich auszunutzen, betreiben viele Volkswirtschaften insbesondere in Westeuropa eine aktive Gründungs- und Mittelstandsförderungspolitik. In diesem Zusammenhang hat die Bundesregierung für Investitio-

¹ Vgl. Expertenkommission Forschung und Innovation (2008), S. 98. Dem Vergleich liegen neben Deutschland die Gründungsaktivitäten folgender Länder zugrunde: Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien, USA.

² Die Gründungsrate bezeichnet den Anteil neu gegründeter Unternehmen am gesamten Unternehmensbestand.

³ Vgl. Expertenkommission Forschung und Innovation (2008), S. 98.

⁴ Vgl. Brüderl/Preisendörfer/Ziegler (2007), S. 170.

nen in Forschung, Entwicklung und Innovation im Zeitraum von 2006 bis 2009 € 6,5 Mrd. zur Verfügung gestellt.⁵ Als breitenwirksame Maßnahme sollen in 2009 und 2010 zusätzliche Mittel in Höhe von € 900 Mio. über das Zentrale Innovationsprogramm Mittelstand (ZIM) zur Verfügung gestellt werden.⁶ Trotz dieser High-Tech-Strategie ist die gesamtwirtschaftliche Forschungs- und Entwicklungs-Intensität (F&E-Intensität) in Deutschland bisher noch nicht merklich gestiegen.⁷ In diesem Zusammenhang wurde 2008 das Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungsgesellschaften (MoRaKG) verabschiedet.⁸ Ziel war es, Anreize für die Bereitstellung von Eigenkapital an junge, nicht börsennotierte Unternehmen zu setzen. Hierdurch sollen der Markteintritt neu gegründeter Unternehmen gefördert und der technologische Wandel forciert werden.

Zum optimalen Einsatz öffentlicher Steuerungsmaßnahmen sind aussagekräftige Informationsinstrumente notwendig, die eine detaillierte Analyse von Gründungen, Gründungsplanungen und den dabei auftretenden Schwierigkeiten ermöglichen. Mit dem seit 2000 in jährlichem Abstand erhobenen KfW Gründungsmonitor und den gleichnamigen Publikationen stellt die KfW Bankengruppe eine solche Informationsquelle zur Verfügung. Es wird weiterhin sowohl in der Literatur als auch in der Praxis die Meinung vertreten, dass neu gegründete und junge Unternehmen nur unzureichend mit Kapital versorgt werden. Das Finanzierungsverhalten und die Finanzierungsprobleme von neu gegründeten, kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) in Deutschland sind seit mehr als drei Jahrzehnten Gegenstand der Forschung.⁹ Die Forschungsergebnisse zeigen im Wesentlichen, dass die Finanzierung von KMU durch die Eigenkapitalschwäche, schlechte Ertragslage und fehlenden Kapitalmarktzugang ein bedeutendes Problem darstellt. Die Finanzierungspolitik von KMU korreliert zum einen mit bestimmten Unternehmensmerkmalen wie der Unternehmensgröße, der Branchenzugehörigkeit und der Rechtsform. Zum anderen sind jedoch auch die jeweilige Unternehmenssituation und die persönlichen Merkmale des Unter-

⁵ Vgl. Bundesministerium für Bildung und Forschung (2006), S. 5.

⁶ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2009a) und Expertenkommission Forschung und Innovation (2009), S. 18.

⁷ Vgl. Expertenkommission Forschung und Innovation (2009), S. 22. Für Deutschland betragen die Ausgaben für F&E im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (F&E-Intensität) in 2006 noch 2,5 %. In 2007 stagnierte die F&E-Intensität bei diesem Wert. Intendiert war für 2007 eine Steigerung auf 2,7 %.

⁸ Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 2.2.3.

⁹ Vgl. z.B. Oelschläger (1971), Kann (1978), Heinrich (1979), Geiser (1979), Mortsiefer/Reske/Steiner (1980), Dunkel/Edinger (1982), Geiser (1983), Kann (1988), Moraw (1990), Schulte (1999), Geiseler (1999), Szyperski/Nathusius (1999) und Schulte (2007).

nehmers zu berücksichtigen wie die individuellen Ziele, das Alter bzw. die Berufserfahrung, die Qualifikation sowie gewisse Risikoeinstellungsmerkmale. Aufgrund der scheinbar mangelnden Kapitalausstattung sind junge Unternehmen dadurch nicht in der Lage, ihre Wachstumspotenziale voll zu entfalten. Die finanzwirtschaftliche Forschung vernachlässigt weithin die Frage, wie die Finanzierungssituation neu gegründeter Unternehmen umfassend verbessert werden kann. Stattdessen konzentriert sich die Forschung hauptsächlich auf den spezifischen Unternehmenstypus des etablierten, oftmals börsennotierten Unternehmens mit einfachem Zugang zum Kapitalmarkt. Für neu gegründete Unternehmen, deren Situation und Charakteristika sich aufgrund ihres starken Wachstums schnell verändern, ist dieses Verständnis heute noch deutlich geringer ausgeprägt. Es zeigt sich, dass selbst die Ergebnisse der KMU-Forschung nur eingeschränkt auf neu gegründete Unternehmen anwendbar sind.¹⁰ Die individuelle Betrachtung eines neu gegründeten Unternehmens scheint zu keiner risikoadäquaten Rendite zu führen und von zu geringer Bedeutung zu sein, obwohl diese bei wirtschaftlichem Erfolg zur Verbesserung des Wohlstands der Volkswirtschaft beitragen kann.¹¹ Gründungsvorhaben konnten nach einer Studie des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., Berlin, (BVK) über einen Zeitraum von 10 Jahren nur eine negative Rendite auf das eingesetzte Kapital in Höhe von -0,5% vorweisen.

An diesem Punkt setzt die vorliegende Arbeit an und analysiert die Finanzierungsbeziehungen zwischen neu gegründeten Unternehmen (Kapitalnehmern) und den vielfältigen Investoren (Kapitalgebern), welche den Unternehmen Kapital in Form von Beteiligungen (Eigenkapital) oder Krediten (Fremdkapital) zur Verfügung stellen. Die Entscheidungsbefugnis über die wirtschaftlichen Aktivitäten des Unternehmens obliegt dabei grundsätzlich den Eigenkapitalgebern. Diejenige Person oder Personengruppe, die letztlich die Verfügungsgewalt über das Unternehmensvermögen hat, verwendet diese Mittel als Kapitalnehmer, um Investitionen durchzuführen. Diese Personen werden im Folgenden als Unternehmensgründer bzw. Unternehmer bezeichnet.

Die Ergebnisse der Arbeit können für (potenzielle) Unternehmensgründer, Banken, Kapitalbeteiligungsgesellschaften sowie öffentliche Fördereinrichtungen bei der Gestaltung künftiger Finanzierungsentscheidungen von Nutzen sein. Unternehmensgründer werden in die Lage versetzt, beurteilen zu können, wie sie ihre unternehmerischen Ziele durch eine Anpassung der Finanzierung an ihre jeweilige Entwicklungsphase und unternehmens- sowie unternehmensspezifischen Charakteristika erreichen können. Kapitalgeber können ihr Verständnis für Finanzierungsentscheidungen in ihren Portfoliounternehmen schärfen und

¹⁰ Vgl. Schulte (2007), S. 203.

¹¹ Vgl. BVK (2005), S. 62.

rationaler bewerten. Öffentliche Fördereinrichtungen können auf Basis der in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse ihre Fördermaßnahmen ebenfalls gezielter auf die Verbesserung der Finanzierungssituation neu gegründeter Unternehmen ausrichten.

1.1 Zielsetzung und Methodologie

Auf Basis entscheidungstheoretisch fundierter Finanzierungstheorien werden die Einflussfaktoren auf die unternehmerische Finanzierungsentscheidung neu gegründeter Unternehmen eingegrenzt. Dabei werden folgende Aspekte im Rahmen dieser Arbeit diskutiert:

- Die Zielsetzungen von Unternehmensgründern und Kapitalgebern
- Die Gestaltung der Finanzierungstitel und der Finanzierungsbeziehungen aus Sicht der traditionellen, klassischen und neoklassischen sowie der neoinstitutionellen Finanzierungstheorie
- Der empirisch beobachtbare Marktzusammenhang, in den die Finanzierungsbeziehungen eingebettet sind

Die Herausforderung des theoretischen Teils der Arbeit besteht in der Integration der Aussagen teils komplementärer, aber auch teils konkurrierender theoretischer Modelle aus der Perspektive der spezifischen Eigenschaften von Unternehmensgründungen. Zu diesem Zweck werden zunächst die grundlegenden Kapitalstrukturtheorien für etablierte Unternehmen umfassend diskutiert. Die Erörterung der Kapitalstrukturtheorie beschränkt sich auf statische und inkrementell dynamische Modelle. Diese Modelle sind dadurch charakterisiert, dass die Entscheidung des optimalen Verhältnisses von Eigen- und Fremdkapital auf Basis der Existenz des Zusammenspiels bestimmter Kapitalstrukturdeterminanten zu einem bestimmten Zeitpunkt getroffen wird. Es sind die folgenden Gruppen von Determinanten zu differenzieren:

- Kosten für die Überlassung von Eigen- und Fremdkapital
- Ertragsteuern und Insolvenzkosten
- Transaktionskosten
- Principal-Agent-Konflikte

Die hieraus resultierenden Erkenntnisse werden mit den Charakteristika neu gegründeter Unternehmen angereichert. Hierzu werden neu gegründete Unternehmen in Abgrenzung zu etablierten Unternehmen zunächst klar definiert und die gründungsspezifischen Anforderungen und Charakteristika von Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumenten erörtert.

Die theoretisch hergeleiteten Hypothesen werden empirisch mittels einer im Frühjahr 2009 deutschlandweit durchgeführten Befragung neu gegründeter Un-

ternehmen auf ihre Gültigkeit überprüft. Die untersuchten Kapitalstrukturdeterminanten sind das Unternehmensalter, der Sicherungswert des Unternehmensvermögens, die Wachstumsabsichten des Unternehmensgründers, die Unternehmensgröße, die Eigentümerstruktur, das Humankapital des Unternehmensgründers, die Erfolgsaussichten des neu gegründeten Unternehmens, die Haftung des Unternehmensgründers und die Liquidität des neu gegründeten Unternehmens. Die empirische Untersuchung umfasst 259 neu gegründete Unternehmen, welche ihren Hauptsitz in Deutschland haben. Diese Unternehmen haben ihre Geschäftstätigkeit zwischen 2004 und 2009 aufgenommen und weisen einen Finanzierungsbedarf auf, der mindestens € 5 Tsd. beträgt. Der Analyse liegt ein über alle Unternehmen investiertes Kapital von € 106,0 Mio. zugrunde. Die Datengrundlage basiert auf einer anonym durchgeführten schriftlichen Befragung der Geschäftsführung. Es wurden insgesamt 6.179 Unternehmen angeschrieben. Die Überprüfung der Hypothesen, welche einen Zusammenhang zwischen den vorgestellten Kapitalstrukturdeterminanten und der Kapitalstruktur unterstellen, erfolgt mittels zwei unterschiedlicher Ansätze der multivariaten Regressionsanalyse. Es handelt sich dabei um eine statische Querschnittsanalyse, welche in einem ersten Schritt den Zusammenhang der Kapitalstrukturdeterminanten mit der Fremdkapitalquote schätzt. Es handelt sich bei der Fremdkapitalquote um eine aggregierte Kennzahl. Um ein tieferes Verständnis für einen Anstieg oder Rückgang der Fremdkapitalquote gewinnen zu können, wird deshalb in einem zweiten Schritt auf die einzelnen Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumente abgestellt und deren Zusammenhang mit den genannten Kapitalstrukturdeterminanten untersucht.

1.2 Gang der Untersuchung

Das folgende Kapitel 2 befasst sich mit den für diese Arbeit wesentlichen Begriffen „Unternehmensgründung“ und „Finanzierung“. Die Unternehmensgründung wird mittels des Lebenszykluskonzepts theoretisch beschrieben. Die wesentlichen in Deutschland bestehenden Rechtsformen zur Umsetzung eines Gründungsprojekts werden hinsichtlich ihrer Charakteristika verglichen. Darauf folgt ein Überblick über das deutsche Gründungsgeschehen. Kapitel 2 stellt darüber hinaus die wesentlichen Charakteristika der für die Finanzierung von Unternehmensgründungen geeigneten Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumente dar. Abschließend folgt eine Darstellung des Risikokapitalmarkts für die Finanzierung von Gründungsvorhaben.

Im Anschluss werden in Kapitel 3 die theoretischen Grundlagen für diese Arbeit dargestellt. Die Argumentation dieser Arbeit stützt sich auf die traditionellen, klassischen und neoklassischen Finanzierungstheorien sowie die finanzierungsrelevanten neoinstitutionalistischen Ansätze. Die Ansätze werden kri-

tisch hinterfragt auf ihre Eignung zur Erklärung des Finanzierungsverhaltens neu gegründeter Unternehmen. Kapitel 3 schließt ab mit einer Darstellung ausgewählter Finanzierungsmodelle neu gegründeter Unternehmen, welche sich auf die unternehmerische Entscheidung der Auswahl externer Finanzierungsmittel konzentrieren.

Kapitel 4 stellt den empirischen Teil dieser Arbeit dar. Es werden ökonomisch fundierte Studien diskutiert, welche die Zusammenhänge zwischen verschiedenen theoretisch begründbaren Kapitalstrukturdeterminanten und der Finanzierungsstruktur neu gegründeter Unternehmen analysieren. Darauf folgt in Kapitel 4 eine Verdichtung der Erkenntnisse der vorangegangenen Finanzierungstheoretischen Diskussion in empirisch überprüfbare Hypothesen über die Determinanten der Finanzierungspolitik neu gegründeter Unternehmen. Um die Gültigkeit der Hypothesen zu stützen, wurden insgesamt 6.179 neu gegründete Unternehmen zu ihrer Finanzierungsstruktur befragt. Es konnten 259 auswertbare Datensätze gewonnen werden. Diese werden in Kapitel 4 sowohl deskriptiv dargestellt als auch mittels multivariater linearer und logistischer Regression analysiert.

Die sowohl aus der theoretischen Diskussion als auch aus der empirischen Analyse gewonnenen Erkenntnisse werden in Kapitel 5 zusammengefasst.