

UNIVERSITÄT HOHENHEIM



Institut für Betriebswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen
Prof. Dr. Hans - Peter Burghof

HOHENHEIMER MASTER IN MANAGEMENT

Seminararbeit im Sommersemester 2010
im Schwerpunktfach Banking & Finance
zu dem Thema:

Capital Structure and Corporate Restructuring

Eingereicht am
17. Mai 2010

Abstract

Corporate Restructuring kann nach unterschiedlichen Kriterien systematisiert werden und hat eine Veränderung der Vermögens-, Kapital-, Kosten-, Governance– und/ oder der Organisationsstruktur zur Folge. Unternehmensrestrukturierungen können durch interne bzw. externe Impulse angeregt werden, die einerseits mit Wertsteigerungspotenzialen verbunden sind und gleichzeitig, aufgrund der Trennung von Eigentums- und Verfügungsrechten, zu Interessenkonflikten zwischen Aktionären und Managern führen. Diese Arbeit untersucht Governance Mechanismen, die im Zusammenhang mit der Kapitalstruktur stehen, mit dem Ziel herauszufinden, wie Manager motiviert werden können, eine Restrukturierung durchzuführen, die für den Eigentümer profitabel ist, jedoch nicht im Interesse des Managers steht. Im Ergebnis stellt die reine Eigenfinanzierung mit Übertragung der Kontrollrechte an Manager den optimalen Mechanismus nur dann dar, wenn die Informationskosten für Außenstehende zur Aufdeckung des Restrukturierungspotenzials sehr hoch sind. Wohingegen die Verschuldung höchstens in wirtschaftlich stabilen Zeiten ein geeigneter Mechanismus ist, in denen die Wahrscheinlichkeit für die Restrukturierung gering ist.

Inhaltsverzeichnis

ABSTRACT	II
INHALTSVERZEICHNIS	II
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	III
TABELLENVERZEICHNIS	IV
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	V
1 EINLEITUNG	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Ziel und Gang der Untersuchung	1
2 TRENNUNG VON EIGENTUM UND VERFÜGUNGSMACHT.....	2
2.1 Principal-Agent-Problematik.....	2
2.2 Corporate Governance Mechanismen.....	3
3 CORPORATE RESTRUCTURING.....	4
3.1 Begriffseinordnung.....	4
3.2 Theoretische Grundlagen und Empirische Ergebnisse.....	5
3.3 Motive, Stimuli und Auswirkungen.....	6
4 THEORETISCHE GRUNDLAGEN ZUR KAPITALSTRUKTUR.....	7
4.1 Modigliani/ Miller-Irrelevanztheorem.....	7
4.2 Trade-Off-Theorie	8
4.3 Agency-Theorie.....	9
4.4 Pecking Order Theorie	10
5 MODELL VON MAUG 1997	11
5.1 Modellbeschreibung.....	11
5.1.1 Alleinige Kontrolle durch den Manager	13
5.1.2 Verschuldung und Kontrolle durch Gläubiger.....	13
5.2 Kritische Würdigung des Modells	15
6 ZUSAMMENFASSUNG UND FAZIT.....	17
LITERATURVERZEICHNIS	19

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Modellphasen - MAUG 1997.....	11
--	----

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Theoretische Grundlagen zu Restrukturierung	5
Tabelle 2: Gegenüberstellung der Annahmen des Modells von MAUG	16

Abkürzungsverzeichnis

M&M	Modigliani und Miller
LBO	Leveraged Buyout
M&A	Mergers & Akquisition
MBO	Management Buyout

Parameterverzeichnis aus dem Modell von MAUG 1997

s	Zustand
$s = H$	Zustand mit hohem Ertrag
$s = M$	Zustand mit mittlerem Ertrag
$s = B$	Zustand mit schlechtem Ertrag
y_s	Ertrag im jeweiligen Zustand
L_s	Ertrag bei Restrukturierung
x_s	Ertrag bei Fortführung des Projekts
h	Spezifisches Humankapital
$\mu(y_s)$	Entlohnung der Manager in Abhängigkeit der Gewinne
$D(h)$	Nutzenrückgang bei Abbruch des Projekts/ Abfindungszahlung
$E(.)$	Erwartungsoperator
$P(l)$	Wahrscheinlichkeit der Projektschließung gemäß der Restrukturierungspolitik
I	Set der Zustände in den das Projekt geschlossen wird
τ	Wahrscheinlichkeit eine Information als Externer zu erhalten
$C(\tau)$	Kostenfunktion für die Informationen
h_E	vertraglich vereinbartes spezifisches Humankapital, bei reiner Eigenfinanzierung
h_D	vertraglich vereinbartes spezifisches Humankapital, bei teilweiser Fremdfinanzierung
μ	Entlohnung des Managers
F	Nominalwert der Schulden

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Über Jahrzehnte hinweg wurde ein hoher Diversifikationsgrad von Unternehmen als ein geeignetes Mittel zur Realisation von Skalenerträgen und Verbundvorteilen zur langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes betrachtet.¹ Bereits im Zuge der Merger-Welle der 1960er Jahre entstanden durch horizontale, vertikale, aber auch laterale Akquisitionen industrielle Konglomerate, die in verschiedenen Geschäftsbereichen aktiv waren.² Rasch wurde deutlich, dass diese Geschäftsmodelle die Erwartungen der Investoren nicht erfüllen konnten. Veränderungen an den Finanzmärkten führten zu Interessensdivergenzen zwischen den gut diversifizierten Investoren und anderen Interessengruppen wie bspw. den Managern sowie den Mitarbeitern. Vorgenannte Gruppen investieren in firmenspezifisches Humankapital, binden sich damit an das Unternehmen und streben daher eine Risikodiversifikation an, wohingegen Investoren ausschließlich finanziellen Renditen Beachtung schenken. Zudem wurde der Machtmissbrauch der Manager zunehmend bekannt und löste damit die Restrukturierungswelle in den 1980er aus.³ Ein weiterer Treiber hierfür war der damals an Bedeutung gewinnende Markt für Corporate Control, der Einfluss auf Entscheidungen des Managements nimmt.⁴ Aber nicht nur früher sondern gerade auch heute in Zeiten der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise sind Restrukturierungen notwendig, um Kosten zu senken, die Liquidität zu sichern oder verstärkt Wachstums- und Vertriebsinitiativen zu starten, um das Unternehmen erfolgreich aus der Krise zu steuern.⁵ Restrukturierungen können aber auch in wirtschaftlich guten Zeiten unternehmenswertsteigernde Instrumente darstellen. Der Anstoß für entsprechende Maßnahmen erfolgt nicht zwangsläufig durch die Geschäftsführung, sondern kann auch durch einen externen Governance Mechanismus initiiert werden. Die Problemstellung dieser Arbeit liegt darin herauszufinden, welche Strukturen verändert werden müssen, um Restrukturierungen, die nicht im unmittelbaren Interesse des Managements sind, anzustoßen.

1.2 Ziel und Gang der Untersuchung

Das Ziel dieser Arbeit besteht darin, Governance Strukturen, die im Zusammenhang mit der Kapitalstruktur stehen, zu identifizieren, mit deren Einsatz der Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Managern reduziert werden kann. Konkret geht es darum herauszufinden, welche Möglichkeiten eigenfinanzierte Unternehmen bzw. teilweise verschuldete Unterneh-

¹ Vgl. Martin / Sayrak (2003), S. 40ff

² Vgl. Achleitner / Wahl (2003), S. 1f

³ Vgl. Donaldson (1994), S. 8ff

⁴ Vgl. John et al. (1992), S. 911

⁵ Vgl. Roland Berger Strategy Consultants (2010), Studie S. 10ff

men haben, um Restrukturierungen anzustoßen. Im ersten Abschnitt dieser Arbeit werden Interessendivergenzen zwischen Eigentümern und Managern erläutert sowie Governance Mechanismen vorgestellt, mit deren Einsatz der Konflikt reduziert werden kann. Im zweiten Abschnitt folgen der Begriffsabgrenzung und den theoretischen Grundlagen, Motive, Impulse und Auswirkungen von Restrukturierungen. Anschließend ist im dritten Abschnitt ein Überblick über wichtige Kapitalstrukturtheorien vorzufinden. Den Einstieg liefert die Irrelevanzhypothese von MODIGLIANI und MILLER (M&M), welche die Irrelevanz einer optimalen Kapitalstruktur auf Basis breiter Annahmen postuliert. Danach folgt die Trade-Off-Theorie, die unter Beachtung von Steuern und Insolvenzkosten eine optimale Kapitalstruktur ermittelt. Die wichtigste Theorie für diese Arbeit ist die Agency-Theorie von JENSEN und MECKLING. Hierbei wird eine weitere Friktion von M&M vernachlässigt, sodass asymmetrische Informationsverteilung unterstellt und auf Basis der Agency-Kosten eine optimale Kapitalstruktur vorgeschlagen wird. Den Abschluss dieses Abschnitts bildet ein Behavioral Finance Ansatz, die Pecking Order Theorie. Sie erklärt die Hackordnung, nach der das Management die Finanzierungsquellen auswählt. Im Abschnitt fünf wird ein Teil des Modells von MAUG aus dem Jahre 1997 vorgestellt. Hierbei wird untersucht, mit welchen Mechanismen das Management zu einer Restrukturierung bewogen werden kann, die nicht in dessen Interesse steht. Nach der kritischen Würdigung des Modells schließt die Arbeit mit einer Zusammenfassung und dem Fazit.

2 Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht

2.1 Principal-Agent-Problematik

Bereits BERLE und MEANS thematisierten Anfang der 1930er Jahre das grundsätzlich bestehende Problem, das aus der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht am Unternehmen resultiert. Sie kamen zu dem Ergebnis, dass die Separation zu einer Benachteiligung der Aktionäre führe.⁶ Begründbar ist dies mit der asymmetrischen Informationsverteilung sowie dem damit einhergehenden Interessenkonflikt. Zwischen Eigentümern und Managern liegt eine Principal-Agent-Beziehung vor, da ein Auftraggeber einen Auftragnehmer mit einer Aufgabe betraut, ohne dass die beteiligten Parteien zwangsläufig die gleichen Ziele verfolgen und gleichzeitig über einen unterschiedlichen Informationsstand verfügen.⁷ Das Management erhält die Entscheidungsrechte, wohingegen die Eigentümer, als residuale Anspruchsberechtigte, alle Kontrollrechte innehaben.⁸ Kurz zusammengefasst entstehen Agency-Probleme durch unterschiedliche Verfügungsrechte über Vermögen und Kapital, unterschiedliche Anreizstrukturen sowie durch Informationsunvollkommenheiten zwischen Eigen-

⁶ Vgl. Berle / Means (1932), S. 121f

⁷ Vgl. Ross (1973), S. 134

⁸ Vgl. Fama / Jensen (1983), S. 322

tümern und Managern.⁹ Zur Reduzierung des Agency-Konflikts können Anreize gesetzt werden, der Principal kann kontrollieren oder es kann die Selbstbindung durch den Agent ausgehen. Die Kosten hierfür werden als Agency-Kosten bezeichnet.¹⁰ Im nächsten Abschnitt werden Mechanismen erläutert, deren Einsatz die Reduzierung des beschriebenen Konflikts zum Ziel hat.

2.2 Corporate Governance Mechanismen

*“Corporate governance deals with the agency problem: the separation of management and finance. The fundamental question of corporate governance is how to assure financiers that they get a return on their financial investment.”*¹¹ Demnach sind alle externen, also rechtlichen, institutionellen und marktbasieren sowie internen Corporate Governance Mechanismen zu subsumieren, mit deren Einsatz der bestehende Agency-Konflikt zu reduzieren versucht wird.¹² Im Rahmen dieser Arbeit ist die Beschreibung der Wirkungsweise der einzelnen Mechanismen nicht zielführend und wird daher unterlassen. Dennoch sollen die Marktmechanismen sowie die relevanten Aspekte der Kapitalstruktur kurz erläutert werden. Manager unterliegen zahlreichen Disziplinierungsmechanismen. FAMA (1980) betont die Wirkung des internen und externen Marktes für Managerarbeitsleistungen, der den Manager dazu bewegt, einerseits seinen Arbeitsplatz im Unternehmen und andererseits seinen Wert auf dem externen Arbeitsmarkt zu sichern.¹³ Desweiteren erfolgt eine Überwachung der Entscheidungsträger durch das Board of Directors.¹⁴ Auch der Wettbewerb auf den Produktmärkten führt zur Begrenzung des Handlungsspielraumes.¹⁵ Der Markt für Corporate Control stellt eine weitere Governance Struktur dar. Diesen beschreiben JENSEN und RUBACK (1983) mit *“as a market in which alternative managerial teams compete for the rights to manage corporate resources”*¹⁶. Demnach muss das gegenwärtige Management bei feindlicher Übernahme den Arbeitsplatzverlust fürchten.¹⁷ Insgesamt kann festgehalten werden, dass die beschriebenen Marktmechanismen den Handlungsspielraum des Managers einschränken, ihn aber nicht vollständig beseitigen können.¹⁸ Ein interner Mechanismus geht von der Kapitalstruktur aus. Einerseits, je konzentrierter das Eigentum ist, desto mehr Einfluss kann ein Großinvestor im Verhältnis zum Minderheitsaktionär nehmen.¹⁹ Andererseits verursachen Schulden einen regelmäßig zu zahlenden Kapitaldienst. Dadurch sinkt der zur Verfügung stehende Free

⁹ Vgl. Hilpisch (2005), S. 76ff

¹⁰ Vgl. Jensen / Meckling (1976), S. 308ff

¹¹ Shleifer / Vishny (1997), S. 773

¹² Vgl. Helmig (2003), S. 55

¹³ Vgl. Fama (1980), S. 288, 306

¹⁴ Vgl. Fama / Jensen (1983) S. 311

¹⁵ Vgl. Hart (1984), S. 366, 381

¹⁶ Jensen/ Ruback (1983), S. 6

¹⁷ Vgl. ebenda

¹⁸ Vgl. Shleifer / Vishny (1989), S. 123

¹⁹ Vgl. Hilpisch (2005), S. 212ff

Cash Flow und der Handlungsspielraum des Managements wird eingeschränkt.²⁰ Eine weitere Möglichkeit zur Angleichung der Interessen gewähren Anreizstrukturen z. B. in Form von variablen Vergütungsbestandteilen oder Mitarbeiterbeteiligungen.²¹

3 Corporate Restructuring

3.1 Begriffseinordnung

Die Restrukturierungswelle in den 1980er Jahren lieferte unbegrenztes Potenzial für die Forschung hinsichtlich unterschiedlicher Aspekte des Unternehmens sowie des Verhaltens des Managements.²² Dennoch hat sich bisher keine einheitliche Definition für den Begriff Restrukturierung durchgesetzt.²³ Die Ausdrücke Corporate Restructuring, Restrukturierung und Unternehmensrestrukturierung werden relativ breit eingesetzt, weshalb eine Klassifikation möglicher Restrukturierungsmaßnahmen notwendig erscheint. In der Literatur hat sich die von BOWMAN und SINGH vorgenommene Dreiteilung durchgesetzt, welche die Restrukturierungsmaßnahmen nach dem Restrukturierungsgegenstand unterscheidet. Je nach dem welche Struktur des Unternehmens verändert wird, erfolgt dies unter dem Begriff des Organizational, Portfolio oder dem Financial Restructuring.²⁴ Das Organizational Restructuring hat Veränderungen in der Organisationsstruktur wie bspw. Ausgabenkürzungen oder Umstrukturierungen der internen Prozessorganisation zum Ziel, sodass in diesem Zusammenhang auch von Management Restructuring gesprochen wird. Portfolio und Financial Restructuring sind dem Oberbegriff Ownership Restructuring unterzuordnen und bezeichnen Maßnahmen die zur Veränderung der Eigentumsverhältnisse sowie der damit einhergehenden Eigentums- und Kontrollrechte führen.²⁵ Der Begriff Portfolio Restructuring findet bei bedeutenden Veränderungen im Vermögen bzw. bei Modifikationen der Vielfalt der Geschäftsbereiche, in denen das Unternehmen tätig ist, Anwendung. Beispiele hierfür sind Desinvestitionen, Akquisitionen und Liquidationen. Unter Financial Restructuring ist die Veränderung der Kapitalstruktur zu verstehen. Hierzu zählen z. B. Aktienrückkäufe oder Leveraged- und Management Buyouts (LBO, MBO).²⁶ Ausschließlich aus Gründen der Vollständigkeit soll an dieser Stelle ergänzt werden, dass die oben vorgestellte Dreiteilung gelegentlich um Personal Restructuring erweitert und somit eine Verfeinerung des Organizational Restructuring vorgenommen wird.²⁷

²⁰ Vgl. Jensen (1986), S. 323f

²¹ Vgl. Friedrich (2005), S. 31

²² Vgl. John et al. (1992), S. 910

²³ Vgl. Cappelle-Konijnberg (1995), S. 9

²⁴ Vgl. Bowman / Singh (1993), S. 6f

²⁵ Vgl. Achleitner / Wahl (2003), S. 9

²⁶ Vgl. Bowman / Singh (1993), S. 6f; Bowman et al. S. 34

²⁷ Vgl. Akitürk (2002), S. 22

3.2 Theoretische Grundlagen und Empirische Ergebnisse

In diesem Kapitel erfolgt eine kurze Darstellung einschlägiger Theorien, die auf Restrukturierungen anwendbar sind. In der Neuen Institutionenökonomik wird das Unternehmen als ein Nexus vertraglicher Beziehung zwischen zahlreichen unterschiedlichen Anspruchsgruppen (Stakeholdern) verstanden, welche differenziert informiert sind und / oder unterschiedliche Interessen verfolgen.²⁸ Demnach steht die Restrukturierung für Veränderung von Vertragsbeziehungen mit verschiedenen Stakeholdern.²⁹

Theorie	Research Paper	Einschlägige Konzepte für Restrukturierungen
Anreizsysteme / Monitoring Kosten	Alchian und Demsetz (1972) Jensen und Meckling (1976)	Die Restrukturierung kann das Monitoring verbessern
Informationen / Signalling	Myers und Majluf (1984) Nanda (1991)	Die Restrukturierung kann Signale an den Markt abgeben
Transaktionskosten	Coase (1937) Williamson (1975) Klein, Crawford, Alchian (1978)	Restrukturierungen stellen eine Reaktion auf veränderte Transaktionskosten dar

Tabelle 1: Theoretische Grundlagen zu Restrukturierung³⁰

ALCHIAN und DEMSETZ (1972) kamen zu dem Ergebnis, dass das Wesen eines Unternehmens die Teamarbeit ist, die zu einem höheren Output aus dem Firmenvermögen als bei getrennter Verwendung der Vermögensgegenstände führt. Hierbei ist das Monitoring durch die Aktionäre sowie die Bewertung der Leistung des Managements entscheidend.³¹ JENSEN und MECKLING (1976) präsentieren ein Modell, welches die Wechselbeziehungen zwischen Managern, Eigentümern und Kreditgebern untersucht. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die optimale Kapitalstruktur von den Agency-Kosten abhängt. Der Aufsatz von MYERS und MAJLUF (1984) lieferte die theoretische Begründung dafür, dass Kapitalstrukturentscheidungen und somit das Financial Restructuring, Signale über den Marktwert abgeben.³² NANDA (1991) kam zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung eines Equity Carve-Outs³³ implizit positive Signale über den Marktwert der Muttergesellschaft aussendet.³⁴ Insgesamt kann aus den vorgestellten Theorien abgeleitet werden, dass durch Veränderungen der Anreizstrukturen, Monitoring bzw. durch die Veröffentlichung von Informationen eine wertschaffende Restrukturierung erzielbar ist.³⁵

²⁸ Vgl. Jensen / Meckling (1976), S. 310ff

²⁹ Vgl. Gilson (2001), S. 1

³⁰ in Anlehnung an Weston (2004), S. 296

³¹ Vgl. Alchian / Demsetz (1972), S. 794f

³² Vgl. Myers / Majluf (1984), 219f

³³ Equity Carve-Outs sind (Teil-)Veräußerung einer Tochtergesellschaft über die Börse

³⁴ Vgl. Nanda (1991), S. 1717

³⁵ Vgl. Weston (2004), S. 295ff

Die empirische Studie³⁶ von BOWMAN et al. aus dem Jahr 1999 untersuchte die materiellen Auswirkungen von Restrukturierungen. Im Aufsatz „When does Restructuring Improve Economic Performance“ kamen sie zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Performance-Veränderung nach einer Maßnahme des Portfolio bzw. Financial Restructuring zu 86% positiv ist, jedoch im Falle des Organizational Restructuring nur gering positiv oder sogar negativ ausfällt. Da sich die Arbeit v. a. auf Veränderungen in der Kapitalstruktur bezieht, werden nur detailliertere Resultate für das Financial Restructuring vorgestellt. Das sehr positive Ergebnis hierfür begründeten BOWMAN et al. damit, dass ein Großteil der Maßnahmen MBOs und LBOs waren, welche deutlich stärkere Ergebnisveränderungen als andere Maßnahmen dieser Kategorie nach sich ziehen. Sie nennen drei unterschiedliche Argumentationslinien, welche die verbesserte Performance erklären. Erstens: Durch die hohe Unternehmensverschuldung verbleibt dem Management nur ein geringerer Teil des Cashflows, den es gemäß Jensen´s Free Cash Flow Hypothese³⁷ „verschwenden“ könnte. Zweitens: Aufgrund des Informationsvorsprungs des Managements gegenüber externen Investoren bzw. Aktienanalysten über den wahren Unternehmenswert werden sie als Erste von einer Unterbewertung des Unternehmens Kenntnis erlangen, sodass sie ein MBO anstreben. Die dritte Argumentation geht in die Richtung, dass es sich lediglich um einen reinen Vermögenstransfer von Fremdkapitalgebern auf die Aktionäre handelt.³⁸

3.3 Motive, Stimuli und Auswirkungen

Der Impuls für eine Unternehmensrestrukturierung kann unfreiwillig durch staatliche Institutionen oder freiwillig erfolgen, sodass der Stimulus unternehmensintern (Management/ Konzernleitung) oder unternehmensextern (z.B. Übernahmedrohungen) ausgehen kann.³⁹ Die Maßnahmen des Corporate Restructuring werden nicht vornehmlich zur Unternehmenssanierung eingesetzt. Sie können dem allgemeinen Zwecke der Leistungssteigerung dienen.⁴⁰ Die Performance eines Unternehmens wird durch die Vermögens-, Kapital-, Kosten-, Governance- und der Organisationsstruktur bestimmt. Die Veränderung einer oder mehrerer dieser Strukturen stellt das Resultat der Restrukturierung dar.⁴¹ Die Konsequenzen der Restrukturierung können als eine Abfolge von positiven bzw. negativen Effekten bezeichnet werden, die im Falle der Portfolio Restructuring bspw. in einer verstärkten Fokussierung der Strategie oder der größeren Nutzung von Skalenerträgen vorzufinden sind. Im Falle des Financial Restructuring könnte ein solcher Nebeneffekt die stärkere Konzentration auf den

³⁶ Die Studie basiert auf 52 anderen Untersuchungen, sodass die vorgestellten Ergebnisse auf Daten von rd. 5.000 Unternehmen beruhen

³⁷ Vgl. Jensen (1986), S. 323f

³⁸ Vgl. Bowman et al. (1999), S. 40

³⁹ Vgl. Weiher (1996), S. 11

⁴⁰ Vgl. Vance (2009), S. 3

⁴¹ Vgl. Cappelle-Konijnenberg (1995), S. 8

Cash Flow oder eine Veränderung der Anreizstruktur für Manager sein. Im Zuge des Organizational Restructuring ist eine größere Zufriedenheit der Mitarbeiter, eine gesteigerte Effizienz oder eine verbesserte Kommunikation denkbar.⁴² Hieraus lässt sich erkennen, dass Restrukturierungen nicht nur eine Veränderung des Shareholder Values zum Ziel haben, sondern im Sinne mehrerer Stakeholder stehen kann.

4 Theoretische Grundlagen zur Kapitalstruktur

Unter der Kapitalstruktur eines Unternehmens ist das Finanzierungsverhältnis Fremd- zu Eigenkapital zu verstehen.⁴³ Deren Gestaltung stellt ein bedeutendes Element der strategischen Finanzpolitik dar. Aus der Kapitalstruktur lässt sich einerseits die Art und Weise der Finanzierung ablesen, aber auch die Verteilung der zu erwartenden Wertschaffung durch das finanzierte Unternehmen und der Eigentumsrechte sowie die Corporate Control. Bei einer reinen Eigenkapitalfinanzierung erfolgt die Unternehmenskontrolle ausschließlich durch die Eigentümer, wohingegen mit zunehmendem Verschuldungsgrad, z. B. verursacht durch Bankkredite, eine Verschiebung der rechtlichen Einflussmöglichkeiten zu Gunsten der Kreditgeber erfolgt. Im Gegensatz dazu, bezweckt die Corporate Governance Probleme die durch die Trennung von Eigentums- und Verfügungsrechten am Unternehmen entstehen, zu reduzieren. Je verdünnter die Eigentumsrechte sind, desto wichtiger sind funktionierende Governance Mechanismen, um die resultierenden Schwierigkeiten aus der Principal-Agent-Beziehung (siehe Abschnitt 2.1) zwischen Eigentümern und dem Management zu reduzieren.⁴⁴ In den nachfolgenden Abschnitten werden einige Finanzierungstheorien zur Kapitalstruktur vorgestellt. Ausgangspunkt dafür stellt die bedeutende Arbeit von Franco MODIGLIANI und Merton MILLER aus dem Jahre 1958 dar, die bis heute die wissenschaftliche Literatur geprägt hat.⁴⁵

4.1 Modigliani/ Miller-Irrelevanztheorem

MODIGLIANI und MILLER (M&M) haben in ihrem wegweisenden Aufsatz von 1958 Kapitalstrukturentscheidungen innerhalb einer Kapitalgesellschaft untersucht. Unter den Annahmen eines vollständigen und vollkommenen Kapitalmarktes, symmetrischer Informationsverteilung und der Annahme, dass keine Insolvenzkosten bzw. keine Steuern anfallen, kamen sie zu dem Ergebnis, dass der Marktwert des Unternehmens unabhängig von der Kapitalstruktur ist. Theorem eins und zwei besagen, dass der Unternehmenswert ausschließlich durch die erwarteten Rückflüsse bestimmt wird. Denn die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten sind konstant und somit unabhängig vom Verschuldungsgrad und entsprechen demzufolge

⁴² Vgl. Bowman et al. (1999), S. 34f

⁴³ Vgl. Wosnitza (1995), S. 6; Volkart (2005), S. 564

⁴⁴ Vgl. Volkart (2005), S. 564ff

⁴⁵ Vgl. Thabe (2007), S. 160

dem Eigenkapitalkostensatz bei vollständiger Eigenfinanzierung (diese wachsen linear mit dem Verschuldungsgrad). Theorem drei konstatiert, dass Investitionsentscheidungen unabhängig von der Finanzierungsart sind und begründet dies mit den konstanten durchschnittlichen Kapitalkosten.⁴⁶ Die stärkste Kritik an den M&M-Theoremen betrifft die Annahmen, denn in der Realität sind Steuern sowie Transaktions- und Insolvenzkosten existent. Empirisch ist nachweisbar, dass gravierende Unterschiede in der Kapitalstruktur zwischen verschiedenen Branchen vorhanden sind. Deshalb ist darauf zu schließen, dass die Kapitalstruktur nicht irrelevant ist.⁴⁷ An die Arbeit von M&M knüpfen zahlreiche Untersuchungen an, die danach eingeordnet werden können, welche der Friktionen sie aufweichen, um damit die Irrelevanzhypothese der Kapitalstruktur für den Unternehmenswert zu widerlegen.⁴⁸ M&M machten den Anfang und korrigierten ihr ursprüngliches Resultat bereits 1963 indem sie die Betrachtung der Körperschaftssteuer veränderten, sodass die durchschnittlichen Kapitalkosten nicht mehr eine lineare, sondern eine degressiv fallende Funktion des Verschuldungsgrades sind.⁴⁹ Somit verstärkt sich ihre extreme Erkenntnis, dass die optimale Finanzierung zur Maximierung des Unternehmenswertes eine reine Fremdfinanzierung darstelle.^{50 51} Diese Erkenntnis ist in der Realität nicht umsetzbar, da die Nachteile der Fremdfinanzierung im Modell keine Berücksichtigung finden.

4.2 Trade-Off-Theorie

Ein Makel der mit einem hohen Fremdkapitalanteil einhergeht, liegt in der steigenden Insolvenzwahrscheinlichkeit und den damit verbundenen, in der Realität vorhandenen, direkten und indirekten Insolvenzkosten. Bankruptcy Costs (Direkte Kosten) stellen neben den eigentlichen Konkurskosten auch die bereits vorher anfallenden Beratungs-, Restrukturierungs- und Rechtskosten. Financial Distress Costs (Indirekte Kosten) führen dazu, dass das Unternehmen Umsatzeinbußen, zerbrechende Geschäftsbeziehungen oder auch Reputations- und Vertrauensverlust erleidet.⁵² KRAUS und LITZENBERGER haben in ihrem Modell von 1973 gleichzeitig die Steuerersparnisse durch die Fremdfinanzierung und Insolvenzkosten integriert. Mit steigender Verschuldung entstehen größere Steuervorteile, demgegenüber stehen die erwarteten Insolvenzkosten, die mit wachsender Ausfallwahrscheinlichkeit zunehmen. Ein inneres Optimum für die Kapitalstruktur ist an dem Punkt vorhanden, an welchem die Grenzinsolvenzkosten mit den Grenzsteuererträgen übereinstimmen. Eine Auswei-

⁴⁶ Vgl. Modigliani / Miller (1958), S. 265ff

⁴⁷ Vgl. Volkart (2005), S. 564f

⁴⁸ Vgl. Thabe (2007), S. 160

⁴⁹ Vgl. Modigliani / Miller (1963), S. 433ff

⁵⁰ Vgl. ebenda

⁵¹ Der Zweig der Literatur der zusätzlich die private Besteuerung der Investoren berücksichtigt, wird an dieser Stelle nicht weiter verfolgt, sondern es wird auf den richtungsweisenden Aufsatz „Debt and Taxes“ von Miller (1977) als Einstieg in die Thematik verwiesen.

⁵² Vgl. Volkart (2005), S. 604

tung der Verschuldung würde den Steuervorteil überkompensieren und sich somit negativ auf den Unternehmenswert auswirken.⁵³ Gegen diese These des inneren Optimums wurden in der Literatur empirische und theoretische Einwände erhoben.⁵⁴ Ein wichtiges Argument gegen den Einbezug der Insolvenzkosten lieferten HAUGEN und SENBET. Insolvenzkosten sind durch Verhandlungen zwischen Schuldern und Gläubigern zu Gunsten aller Beteiligten vermeidbar, sodass die Unternehmensfortführung gegenüber einer Zerschlagung allseits präferiert wird. Rational handelnde Akteure vermeiden eine kostenpflichtige Insolvenz. Demnach fehlt es einer fundierten Grundlage, die Insolvenzkosten als Gegengewicht zu den Steuervorteilen bei der Frage nach der optimalen Kapitalstruktur zu berücksichtigen. Dieses Ergebnis ist unter dem Blickwinkel der Annahme symmetrischer Informationsverteilung entstanden.⁵⁵ Im nachfolgenden wird die Agency-Theorie erläutert, die eine wichtige neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie darstellt.

4.3 Agency-Theorie

In der wissenschaftlichen Literatur entstanden zahlreiche Agency-theoretische Aufsätze, die sich mit unterschiedlichen Aspekten der Kapitalstrukturproblematik auseinandersetzen. Der Zweig der finanzwirtschaftlichen Agency-Theorien beginnt bei JENSEN und MECKLING (1976).⁵⁶ Sie definieren das Verhältnis zwischen externen Kapitalgebern (Principal) und dem geschäftsführenden Management (Agent) als eine Principal-Agent-Beziehung, in der die beteiligten Parteien ihre eigene Wohlstandsmaximierung anstreben. Auf der Suche nach einer Theorie für die optimale Kapitalstruktur entdecken sie ein Unterinvestitionsproblem und die Agency-Kosten. Ihr Aufsatz ist dreistufig aufgebaut. Der erste Teil untersucht die Auswirkungen eines Teilverkaufs des Unternehmens, welches sich anfänglich zu 100% im Vermögen des Geschäftsführers befindet. Der sog. Manager-owner bezweckt die Maximierung seines monetären Vermögens sowie des nicht-monetären Konsums aus der Geschäftsführung (zu Lasten des Unternehmenswertes). Bei Emission stimmrechtsloser Vorzugsaktien würde ein rationaler Manager seinen nicht-monetären „Konsum“ (Streben nach Macht, Ruhm, Prestige) erhöhen, sodass sein Gesamtnutzen steigt. Allerdings antizipieren die Kapitalmarktteilnehmer dieses ineffiziente Verhalten, sodass der Preis den sie zu zahlen bereit sind, unterhalb dem Marktwert des Unternehmens liegt. Der vorgenannte Principal-Agent-Konflikt ist um so kleiner, je höher die Beteiligung des Managers am Unternehmen ist. Anschließend wird der im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung bestehende Agency-Konflikt zwischen Aktionären und Kapitalgebern untersucht. Unter der Annahme, dass Manager ausschließlich im Interesse der Eigenkapitalgeber agieren, entsteht ein Risikoanreizproblem (Risk-Shifting-

⁵³ Vgl. Kraus / Litzenberger (1973), S. 911ff

⁵⁴ Ein Überblick hierüber ist bei Wosnitza (1995), S. 49ff vorzufinden

⁵⁵ Vgl. Haugen/ Senbet (1978), S. 384, 392

⁵⁶ Vgl. Wosnitza (1995), S.22

Hypothese). Manager haben mit zunehmender Verschuldung den Anreiz, in riskantere Projekte zu investieren, auch wenn die Erfolgswahrscheinlichkeit gering ist. Die beschränkte Haftung der Aktionäre ermöglicht den Genuß des Projektertrags im guten Zustand, wohingegen ein Scheitern v. a. zu Lasten der Kreditgeber geht. Aus der Fremdfinanzierung kann ebenfalls ein Unterinvestitionsproblem entstehen. Manager, die im Auftrag der Eigenkapitalgeber agieren, lehnen möglicherweise Projekte mit positiven Kapitalwerten ab, sofern die erwarteten Erträge für die Fremdkapitalgeber über denen der Aktionäre liegen (Incentive Problem), sodass Agency-Kosten des Fremdkapitals entstehen. Im dritten Abschnitt verwenden JENSEN und MECKLING die gewonnenen Erkenntnisse über die Agency-Kosten für eine Theorie der optimalen Kapitalstruktur. Sie unterstellen mit steigender externer Eigen- bzw. Fremd-Finanzierung einen progressiven Verlauf der jeweiligen AC-Kosten und einer insgesamt konvex verlaufender Kostenfunktion. Der Eigentümer-Manager wird sich bei un-terstellter Rationalität für die Kapitalstruktur mit den geringsten Gesamt-Agency-Kosten entscheiden.⁵⁷

4.4 Pecking Order Theorie

Veränderungen der Kapitalstruktur können dazu genutzt werden, um Signale an den Kapitalmarkt zu senden. Das Modell von ROSS (1977) zeigt, dass steigende Verschuldung ein positives Signal auf den Aktienkurs verursacht. Mit der Aufnahme von Fremdkapital signalisieren die besser informierten Manager glaubhaft, dass sie gute Zukunftsaussichten erwarten, andernfalls würden sie ihren Arbeitsplatz riskieren.⁵⁸ MYERS und MAJLUF (1984) begründen theoretisch, weshalb Märkte auf eine Neuemission negativ reagieren. Sie argumentieren damit, dass Manager junge Aktien emittieren, sofern das Unternehmen überbewertet ist. Im Falle der Unterbewertung ziehen sie die Fremdfinanzierung vor, sonst entstünden Opportunitätskosten.⁵⁹ Aus den Problemen mit asymmetrischen Informationen und dem vorgenanntem Financial Signalling, ist die Pecking Order Theorie als Behavioral Finance Ansatz entstanden, welcher besagt, dass Unternehmen die Finanzierungsquellen, entgegen der Theorie einer optimalen Kapitalstruktur, in einer Rangfolge auswählen, die auf dem einfachsten und kostengünstigsten Zugang beruht. Demnach wählen sie zuerst die Innenfinanzierung anschließend die kostengünstige Fremdfinanzierung und erst zum Schluss emittieren sie neues Eigenkapital.⁶⁰

⁵⁷ Vgl. Jensen / Meckling (1976), S. 308ff

⁵⁸ Vgl. Ross (1977), S. 27ff

⁵⁹ Vgl. Myers / Majluf (1984), S. 219f

⁶⁰ Vgl. Friedrich (2005), S. 33f

5 Modell von MAUG 1997

Dieses Modell untersucht, durch welche internen und externen Kontrollmechanismen bzw. Anreizsysteme das Management dazu bewegt werden kann, eine für die Eigentümer profitable Restrukturierung durchzuführen, obwohl diese nicht im Interesse des Managements steht. Das Management investiert in firmenspezifisches Humankapital, welches im Falle der Restrukturierung wertlos wird. Ex-ante-Anreize zur Investition in das Humankapital sind für den Erfolg des Projekts entscheidend. Die Wirkung von Incentives ist gefährdet, wenn implizite langfristige Verträge, bei künftigen Restrukturierungen, gebrochen werden können, wie dies bspw. im Falle der Kontrolle durch Gläubiger eintritt.⁶¹

5.1 Modellbeschreibung⁶²

In der Vergangenheit wurde ein Projekt gestartet, welches zustandsabhängige Auszahlung in Höhe von y_s liefert, wobei s einen der drei Zustände H , M und B (hoch / mittel / schlecht) bezeichnet, die mit unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten eintreten. Die Vermögenswerte des Projekts sind profitabler einsetzbar, wobei diese Information erst nach Eintreten des Zustands bekannt wird. Zur Generierung der Erträge ist eine umfassende Restrukturierung erforderlich, die einerseits eine Vermögensumschichtung mit sich bringt und andererseits die Zuordnung des Vermögens zu einem neuen Management verlangt. Die Entscheidung über die Restrukturierung wird als eine Wahl zwischen Abbruch bzw. Fortführung des Projekts/Vorhabens bezeichnet. Die Erträge aus der Restrukturierung, werden mit L_s abgekürzt wohingegen die Erlöse bei Fortbestand x_s betragen. Die Firma wird von Managern geführt, die Investitionen in allgemeines oder firmenspezifisches Humankapital tätigen. Hierzu wird angenommen, dass die Summe der Investition ins Humankapital (allgemeines und spezifisches) feststeht, jedoch der Grad der Spezifität wählbar ist. Der zeitliche Ablauf ist wie in Abb. 1 dargestellt.

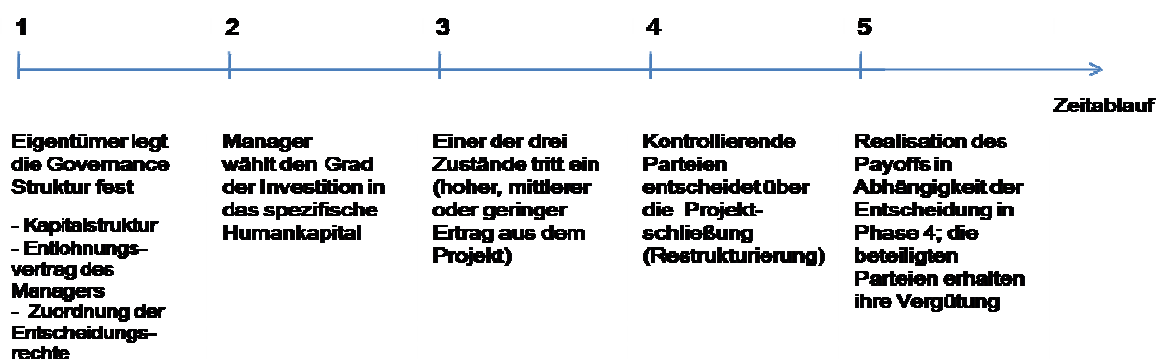


Abbildung 1: Modellphasen - MAUG 1997⁶³

⁶¹ Vgl. Maug (1997), S. 166ff

⁶² Vgl. ebenda

⁶³ in Anlehnung an Maug (1997), S. 119

In der Untersuchung wird weiterhin unterstellt, dass bei Kapitalbedarf eine Fremdfinanzierung notwendig wird und die Kontrolle delegiert werden muss. Desweiteren ist das spezifische Humankapital h vertraglich festlegbar. Dies führt zu einer Differenz zwischen dem ex ante Ziel der Eigentümer und der ex post Perspektive, in der Außenstehende einen Anreiz haben, implizite Verträge zu brechen.

Annahme 1 (Technologie): Die Gewinne die durch das begonnene Projekt erreicht werden, hängen von der Spezifität des Humankapitals und von der Entscheidung über den Abbruch des Projekts ab. Mit steigender Investition in das spezifische Humankapital steigt die Wahrscheinlichkeit das höhere erwartete Gewinne eintreten.

Manager sind risikoneutral. Sie verhandeln Verträge mit den originären Eigentümern über ihre gewinnabhängige Entlohnung. Hierdurch wird bereits ein Anreiz zur Investition in firmenspezifisches Humankapital geschaffen. Nachteilig ist jedoch zu berücksichtigen, dass intensive Investitionen in vorgenanntes Kapital zur Reduktion des Wertes der Managerarbeitsleistung auf dem externen Arbeitsmarkt führen. Im Falle der Restrukturierung erleidet der Manager einen Nutzenrückgang $D(h)$, der in seiner Zielfunktion berücksichtigt wird. Er maximiert seinen Erwartungsnutzen, der sich aus der Summe der erwarteten Entlohnung abzüglich des Nutzenrückgangs bei unterstellter Restrukturierungspolitik errechnet. ($U^M = E(\mu(y_s)) - P(I)^{64} D(h)$).

Annahme 2 definiert die unterschiedlichen Zustände:

- | | | | |
|-------|-------------|------------------------|---|
| (i) | Zustand H | $L_H - x_H < 0$ | Restrukturierung ist nicht sinnvoll |
| (ii) | Zustand M | $D(0) > L_H - x_H > 0$ | Restrukturierungsgewinn reicht nicht, um den Nutzenrückgang der Manager auszugleichen |
| (iii) | Zustand B | $0 < D(1) < L_H - x_H$ | Aktionär und Manager streben die Projektschließung an |

Die Bedingungen (i) – (iii) stellen die drei relevanten Situationen dar und klassifizieren den Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Managern. Außenstehende werden eine Restrukturierung nur bei finanziellem Gewinn ($L - x > 0$) anstreben, auch wenn dieser Unterschied relativ gering ist. Sie brechen implizite Verträge ohne Ausgleichszahlungen an den Manager zu leisten. Rationale Manager schützen sich, indem sie geringere Investitionen in das spezifische Humankapital vornehmen, um sich die Chancen auf dem Arbeitsmarkt offen zu halten. Diese Haltung wird das Projekt jedoch weniger erfolgreich machen.

⁶⁴ $P(I)$ = Wahrscheinlichkeit für den Abbruch des Projekts unter der Politik I und I steht für die Menge an Zuständen, in denen die Restrukturierung erfolgt (z. B. $I = \{B, M\}$ dann ist $P(I) = (1 - p_H)$ und benennt die Wahrscheinlichkeit für die Projektschließung im Zustand M und B).

These 1 (First-best): Bei symmetrischer Informationsverteilung ist das Projekt nur im Zustand B zu liquidieren. Sämtliche Erträge fließen dem Eigentümer zu.

Eine weitere Annahme, die für das restliche Modell gilt, unterstellt asymmetrische Informationsverteilung und besagt, dass nur Manager das Restrukturierungspotenzial ($L_s - x_s$) kostenlos erkennen. Außenstehende erwerben Informationen mit einer Wahrscheinlichkeit von τ . Die Kosten dafür gehen über die Kostenfunktion $C(\tau)$ in das Modell ein.

5.1.1 Alleinige Kontrolle durch den Manager

Das Unternehmen ist vollständig eigenfinanziert. Manager sind durch explizite Verträge geschützt, in denen sie den Grad der Spezifität des Humankapitals vereinbaren (h_E). Hierfür erhalten sie die alleinigen Kontrollrechte über die Verwendung des Vermögens, sodass die Eigentümer die Gewinne aus der Restrukturierung nur realisieren können, sofern der Manager ein Vergütungssystem hat, das ihm den Anreiz bietet, das Projekt im schlechten Zustand B zu schließen. Die Vergütung $\mu(y_s)$ ist gewinnabhängig.

These 2: Der optimale Entlohnungsvertrag gewährt im besten Zustand H eine Bonuszahlung und im Zustand B bei Restrukturierung eine Abfindungszahlung. Jedoch führt die asymmetrische Informationsverteilung zur Unterinvestition $h_E < h^*$.

Für den Zustand $s=M$ gilt die Annahme, dass die Restrukturierung nicht sinnvoll ist, sofern in diesem Zustand eine zusätzliche Zahlung $D(h)$ an den Manager notwendig wäre. Das Unterinvestitionsproblem entsteht dadurch, dass die Eigentümer im Zustand H nicht bereit sind, den gesamten Gewinn, der durch die spezifischen Investitionen ins Humankapital entsteht, an den Manager weiterzuleiten, sodass $\mu(x_h) < (x_H - x_M)$ und somit $h_E < h^*$ ist.

Der Interessenkonflikt kann teilweise durch eine von h abhängige Vergütung, einer Bonuszahlung im Zustand H und einer Abfindungszahlung im Zustand B abgeschwächt werden.

5.1.2 Verschuldung und Kontrolle durch Gläubiger

Bereits in der ersten Phase wird die Kapitalstruktur von dem Eigentümer ausgewählt. Gläubiger erhalten die Kontrollrechte, sobald die Gewinne unter den Nominalwert der Schulden F sinken. Angenommen für F gilt: $x_B < F < x_M$, dann bedeutet dies, dass das Unternehmen im Zustand B insolvent ist und der Gläubiger die Kontrolle über die Vermögenswerte übernimmt, während die Firma im Zustand M weiterhin solvent bleibt und der Manager die Kontrollrechte behält. Wenn der Ertrag aus der Restrukturierung größer als der Ertrag bei Fortführung des Projekts ($L_s - x_s > 0$) ist, werden die Gläubiger immer liquidieren, um ihre Forderungen geltend

zu machen. Sie berücksichtigen nur den finanziellen Gewinn und keine Zahlungen, die aus dem impliziten Vertrag an den Manager zu leisten wären. Die Kontrolle des Gläubigers hängt von seinem Informationsstand ab. Er erhält die Informationen über das Restrukturierungspotenzial nicht kostenlos, daher wälzt er die ihm entstehenden Kosten auf den Eigentümer ab, sodass das Fremdkapital zu Lasten des Projektertrages eingesetzt wird.

These 3⁶⁵:

1. Für den Eigentümer können ex ante zwei Verschuldungspolitiken optimal sein; entweder erfolgt die Restrukturierung nur im Zustand $s=B$ oder sie erfolgt in einem der beiden Zustände $s=M$ oder $s=B$.

Sofern der Eigentümer im Zustand $s=M$ einen positiven Nettogewinn erzielt, kann die Verschuldungspolitik $l=(M, B)$ optimal sein, d. h. er wählt die Schulden so hoch, dass $F > x_M$. Der Nettogewinn ermittelt sich aus dem Restrukturierungsertrag $p_M(L_M - x_M)$ abzüglich dem Effizienzverlust $p'_H(h)(x_H - x_M) \Delta h$ der durch die höhere Wahrscheinlichkeit für die Projektschließung erwartet werden kann. Die Verschuldung führt somit zu einer ex ante ineffizienten Restrukturierungspolitik, da die Schulden den tradeoff zwischen dem payoff des Eigentümers und der Managerrendite darstellen.

2. Bei ausreichend geringen Informationskosten $C(\tau)$ gewährt die Verschuldung dem Eigentümer höhere Gewinne als die reine Kontrolle durch das Management. Das Unterinvestitionsproblem $h_D < h^*$ ist weiterhin gegeben.

Die Verschuldung führt dazu, dass der Manager eine geringere Rente erhält, sodass dem Eigentümer ein größerer Anteil vom Ertrag verbleibt (Umverteilungsargument). Dies fördert zusätzlich die Unterinvestition in das spezifische Humankapital.

3. Im Gegensatz dazu, bei ausreichend hohen Kosten der Informationsbeschaffung $C(\tau)$, ist die Eigenfinanzierung in Kombination mit der reinen Kontrolle durch den Manager der Finanzierung mit Fremdkapital vorzuziehen.

Bei reiner Eigenfinanzierung erhält der Manager im Falle der Restrukturierung eine Zusatzzahlung. Bei der Kontrolle durch Gläubiger ist diese Zahlung nicht mehr notwendig, da der Gläubiger den impliziten Vertrag bricht.

Betrachten man einen Entlohnungsvertrag der dem Manager die gleiche *erwartete* Zahlung wie unter 5.1.1. bietet, wobei im guten Zustand eine höhere Bonuszahlung anstelle der Zah-

⁶⁵ Im ausführlichen Modell ist dies die These 6

lung bei Restrukturierung gewährt wird. Sollte der Manager unverändert das gleiche Niveau an Investitionen in das Humankapital wählen, würden Allokation und Gewinne des Eigentümers unverändert bleiben. Durch die Verbesserung der Anreize entscheidet er sich für ein höheres Investitionsniveau in spezifisches Humankapital, was zu einer besseren Allokation führt. Die Verschuldung verursacht zusätzliche Kosten. Sofern sie zu hoch sind, ist die Verschuldung nachteilig.

Zusammenfassende Ergebnisse:

Die Verschuldung kann eine second-best Lösung darstellen, welche zu höheren Erträgen für die Eigentümer führt, als dies bei reiner Eigenfinanzierung und unbeschränkter Kontrolle durch den Manager möglich ist. Dies ergibt sich durch die ex ante ineffiziente Restrukturierungspolitik. Das Ergebnis ist jedoch nur erzielbar, sofern die Informationskosten der Gläubiger geringer als die Ausgleichszahlung an den Manager sind. Der Einsatz der Verschuldung als Disziplinierungsmechanismus ist wahrscheinlich nur optimal, wenn das Unternehmen sich in einer wirtschaftlich stabilen Lage befindet und die Wahrscheinlichkeit für die Restrukturierungen klein ist.

5.2 Kritische Würdigung des Modells

In Abschnitt 2.1 dieser Arbeit wurde bereits dargelegt, dass die Ursachen für die Probleme der Trennung von Eigentum und Verfügungsrechten in den unterschiedlichen Verfügungsrechten, unterschiedlichen Anreizstrukturen sowie den Informationsasymmetrien zwischen Eigentümern und Managern, begründet sind. Die Verfügungsrechte entstehen aus den unvollständigen vertraglichen Vereinbarungen und führen in nichtgeregelten Zuständen zu Handlungsspielräumen die nicht im Sinne des Eigentümers sind. Die asymmetrische Informationsverteilung erweitert die Entscheidungsfreiheit grundsätzlich auf alle Zustände, da die Handlungen nicht vollständig kontrollierbar sind. Die verschiedenen Anreize beruhen im Grundgedanken darauf, dass der Manager für seine Arbeitsleistung eine fixe Entlohnung erhält und dem Eigentümer der residuale Erfolg zusteht und er das vollständige Unternehmerisiko trägt. Die verschiedenen Annahmen die MAUG im Modell berücksichtigt hat, sind in Tabelle 2 dargestellt.

	Reine Kontrolle durch Manager	Kontrolle durch Gläubiger
Kapitalstruktur	rein eigenfinanziert	eigen- und fremdfinanziert
Verfügungsrechte	Manager verfügt über sämtliche Kontrollrechte bis zur Restrukturierung	Manager verfügt über sämtliche Kontrollrechte, solange das Unternehmen solvent ist, bei Insolvenz übernehmen die Gläubiger die Kontrollrechte
Anreizstrukturen	gewinnabhängige Vergütung gemäß explizitem Vertrag, Risiko des Arbeitsplatzverlustes im Falle der Restrukturierung	gewinnabhängige Vergütung die geringer ausfällt, als bei reiner Eigenfinanzierung, da die Kontrolle disziplinierend wirkt
Informationsasymmetrien	Nur der Manager hat kostenlos die Information hinsichtlich dem Restrukturierungspotenzial, für den Eigentümer ist die Restrukturierung ex ante optimal, jedoch nicht für den Manager	Nur der Manager hat kostenlos die Information hinsichtlich dem Restrukturierungspotenzial, für den Eigentümer ist die Restrukturierung ex ante optimal, jedoch nicht für den Manager

Tabelle 2: Gegenüberstellung der Annahmen des Modells von MAUG

Die Würdigung des Modells erfolgt durch den Vergleich zu den Erkenntnissen des Modells von JENSEN und MECKLING (1976) sowie der Free Cash Flow Hypothese von JENSEN (1986).

Zunächst steht die reine Kontrolle durch den Manager im Fokus. MAUG löst das Anreizproblem mit einem gewinnabhängigen, expliziten Vergütungsvertrag, mit Bonus- und Abfindungszahlung, sodass der Manager im schlechten Zustand *B* die Restrukturierung durchführt und im guten Zustand belohnt wird. Der rationale Manager antizipiert die Restrukturierung und reduziert zum Selbstschutz die Investition in das spezifische Humankapital, sodass ein Unterinvestitionsproblem entsteht. Der von MAUG eingesetzte erfolgsabhängige Vergütungsvertrag wird in verschiedenen wissenschaftlichen Untersuchungen als Vorschlag zur Reduzierung des Agency-Konflikts verwendet. Zu beachten hierbei ist jedoch, dass der Handlungsspielraum des Managers nicht beschränkt wird, sondern lediglich versucht, die Interessendivergenzen zu verkleinern⁶⁶, sodass das Management freiwillig eine Restrukturierung vorantreibt. Gegebene Annahme unterstellt, können Eigentümer keinen Einfluss mehr auf die Restrukturierungsentscheidung nach Abschluss des Vergütungsvertrags nehmen. JENSEN und MECKLING (1976) untersuchen im ersten Teil ihrer Arbeit die Auswirkungen die aufkommen, wenn ein Manager nicht mehr Alleineigentümer, aber dennoch reine Eigenfinanzierung gegeben, ist. Sie argumentieren nicht mit einem gewinnabhängigen Vergütungsvertrag, sondern mit einer Beteiligung des Managements am Eigenkapital. Sie kommen ebenfalls zu dem Ergebnis, dass sich der Manager weniger für den Projekterfolg einsetzt, da er nicht mehr alle Früchte erntet. Je höher die Beteiligung und somit der Anreiz, desto geringer der Interessenkonflikt.

⁶⁶ Vgl. Hilpisch (2005), S. 215f

Durch das Integrieren der Verschuldung verändert MAUG die Anreizstrukturen im Modell. Er berücksichtigt die Free Cash Flow Hypothese von JENSEN (1986) zur Begrenzung des Handlungsspielraums des Managers. Nicht durch den Kapitaldienst, sondern durch die Informationskosten, die der Gläubiger auf den Eigentümer überwälzt, sinkt der Ertrag im jeweiligen Zustand, sodass die Gefahr der Restrukturierung steigt. Um denselben Ertrag x_s wie bei Eigenfinanzierung zu erzielen, muss der Manager die Spezifität in das Humankapital steigern. Der Entlohnungsvertrag gewährt für diesen Fall keine Ausgleichszahlung, sondern eine höhere Bonuszahlung für den guten Zustand H . Den Tradeoff für die Kapitalstruktur stellen die Kosten der Verschuldung vs. der Vergütung des Managers dar, sodass in Anlehnung an die Agency-Theorie die Agency-Kosten das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital bestimmen. Die Verschuldung kann, gegenüber der first-best Lösung, zu einer ex ante ineffizienten Restrukturierungspolitik für den Zustand M führen. Hervorzuheben ist an dieser Stelle, dass die Kontrollrechte nur im Falle der Insolvenz auf den Gläubiger übergehen. Für den Manager führt die Insolvenz jedoch zu Reputationsschäden auf dem Arbeitsmarkt, die gemäß FAMA (1980) seinen Marktwert senken und seine Karrierechancen erheblich beeinträchtigen.⁶⁷ Dieser Aspekt findet im Modell keinen Einklang. Allerdings sollte unterstellt werden, dass der rationale Manager die bestehende Insolvenzgefahr und die damit einhergehenden Reputationsschäden bei der Vertragsverhandlung berücksichtigt, sodass er zu einer geringeren Entlohnung bereit sein dürfte, um in das firmenspezifische Humankapital zu investieren.

6 Zusammenfassung und Fazit

Gerade in Zeiten der globalen Wirtschaftskrise sind Unternehmen angehalten, profitabler zu werden und Kosten zu senken. Die Leistung eines Unternehmens wird durch die Vermögens-, Kapital-, Kosten-, Governance- und der Organisationsstruktur bestimmt. Die Veränderung einer oder mehrerer dieser Strukturen stellt das Resultat der Restrukturierung dar. Restrukturierungsmaßnahmen wie z. B. Desinvestitionen, Vermögensveräußerungen oder Buyouts sind geeignete Instrumente zur Performance-Verbesserung. Allerdings sind Restrukturierungen nicht zwangsläufig im Interesse des Managers. Die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht führt zu Interessenkonflikten, die Umstrukturierungen behindern können. Manager sind risikoavers und maximieren ihren eigenen Nutzen. Sie investieren in firmenspezifisches Humankapital und verwenden den Free Cash Flow zur Diversifikation. Desinvestitionen führen dazu, dass ein Teil ihres Humankapitals wertlos wird. Umgestaltungen der Kapitalstruktur können zur Beschränkung ihres Handlungsspielraums führen. Sofern Manager die Kontrollrechte innehaben und keine Disziplinierungsmaßnahmen wirken, werden Restrukturierungsimpulse nicht freiwillig von Managern ausgehen. Deshalb wurden Governance Strukturen untersucht, die die Interessendivergenzen zu reduzieren versuchen. Denk-

⁶⁷ Vgl. Fama (1980), S. 297f

bar sind interne aber auch externe Mechanismen wie z. B. die anreizorientierte Vergütung, der Markt für Corporate Control oder der Markt für Managerarbeitsleistung. Governance Mechanismen, die im Zusammenhang mit der Kapitalstruktur eines Unternehmens stehen, sind einerseits die Konzentration des Eigenkapitals und andererseits das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital. Je konzentrierter das Eigenkapital, desto eher können die Eigentümer ihre Interessen umsetzen. Fremdkapital wirkt durch die Reduzierung des Free Cash Flows disziplinierend. Die Wahl der Kapitalstruktur ist jedoch nicht trivial. Es gibt zahlreiche wissenschaftliche Aufsätze zu dem Thema, von denen einige in dieser Arbeit vorgestellt wurden. Die Pecking Order Theorie besagt, dass Unternehmen erst Innenfinanzierung, dann Fremdfinanzierung und erst abschliessend Eigenkapital emittieren. Darüber hinaus ist das positive Signal, das durch die Neuemission von Fremdkapital in die Überlegungen über die Finanzierungsquelle zu integrieren. Fremdkapital hat viele Vorteile, jedoch steigt mit zunehmender Verschuldung das Ausfallrisiko und somit die Kosten des Fremdkapitals. Die wichtigsten Erkenntnisse für diese Arbeit liefert die Agency-Theorie, nach der die optimale Kapitalstruktur durch das Minimum der Gesamt-Agency-Kosten definiert ist. Das Modell von MAUG versucht den im Zusammenhang mit der Restrukturierung stehenden Principal-Agent-Konflikt durch den Einsatz alternativer Governance-Strukturen zu lösen. Bei reiner Eigenfinanzierung kommt er zu der Erkenntnis, dass der Manager durch einen ergebnisabhängigen Vergütungsvertrag im Interesse des Unternehmens motiviert werden kann. Allerdings entscheidet der Manager selbständig, ob er die Restrukturierung durchführt. Dieser Mechanismus ist nur optimal, wenn die Informationskosten sehr hoch sind. Sofern ein Unternehmen teilweise durch Fremdkapital finanziert ist, übernimmt der Gläubiger erst im Falle der Insolvenz die Kontrollrechte und entscheidet über die Restrukturierung. Die Verschuldung kann zu höheren Erträgen für den Eigentümer führen, sofern die Kosten der Verschuldung geringer als die vom Manager erwartete Vergütung sind. Eingriffe durch Gläubiger sind wahrscheinlich optimale Mechanismen, wenn die Wahrscheinlichkeit für die Restrukturierungen klein ist. Dies ist etwa der Fall, sofern sich das Unternehmen in einer wirtschaftlich stabilen Lage befindet. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten stellt die zusätzliche Verschuldung nicht den geeigneten Mechanismus dar. Dies unterstützt die Auffassung, dass die Reorganisation im Insolvenzfall eher als die Ausnahme als die Regel gesehen wird.⁶⁸ Die Prognose steht im Einklang mit den Ergebnissen von JOHN et al. (1992). Sie besagen, dass die meisten Restrukturierungen die auf Leistungsrückgänge folgen freiwillig und intern initiiert sind, anstatt dass sie durch Druck von Außenstehenden erzwungen werden.⁶⁹

⁶⁸ Vgl. Maug (1997), S. 136

⁶⁹ Vgl. John et al. (1997), S. 891; Maug (1997), S. 136f

Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin/ Wahl, Simon (2003): Corporate Restructuring in Deutschland - Eine Analyse der Möglichkeiten und Grenzen der Übertragbarkeit US-amerikanischer Konzepte wertsteigernder Unternehmensrestrukturierungen auf Deutschland, München

Akitürk, Deniz C (2002): Restrukturierung und Neubesetzung des Vorstands: eine empirische Studie der Jahre 1991 – 1997, Dissertation Passau

Alchian, Armen A./ Demsetz, Harold (1972): Production, Information Cost, and Economic Organization, in: American Economic Review, Vol. 62, No. 5, S. 777 - 795

Berle, Adolph A./ Means, Gardiner C. (1932): The Modern Corporation and Private Property, New York

Bowman, Edward H./ Singh, Harbir (1993): Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm, in: Strategic Management Journal, Vol. 14, S. 5 - 14

Bowman, Edward H./ Singh, Harbir/ Useem, Michael/ Bhadury, Raja (1999): When Does Restructuring Improve Economic Performance?, in: California Management Review, Vol. 41, No. 2, S. 33 - 54

Cappelle-Konijnenberg, Josien van (1995): Restructuring, firm performance and control mechanisms. Working Paper at the Department of Business Administration, Tilburg University, The Netherlands

Donaldson, Gordon (1994): Corporate Restructuring – Managing the Change Process from Within, Boston

Fama, Eugen F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, Vol. 88, No. 2, S. 288 - 307

Fama, Eugen F./ Jensen, Michael C. (1983): Separation of Ownership and Control, in: Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2, S. 301 - 325

Friedrich, Benjamin (2005): The Theory of Capital Structure – How Theory Meets Practice in the German Market, Stuttgart

Gilson, Stuart C. (2001): *Creating Value through Corporate restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, New York u. a.

Hart, Oliver D. (1984): *The Market as an Incentive Scheme*, in: *The Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2, S. 366 - 382

Haugen, Robert A./ Senbet, Lemma W (1978): *The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure*, in: *Journal of Finance*, Vol. 33, No.2, S. 383 - 393

Helmis, Sven (2003): *Die Regulierung von Unternehmensübernahmen aus ökonomischer Sicht – eine Analyse des Übernahmerechts vor dem Hintergrund der institutionellen Rahmenbedingung in Deutschland*, Köln

Hilpisch, Yves (2005): *Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung – Grundlagen der Finanzierung, Wertorientierung und Corporate Finance*, Wiesbaden

Jensen, Michael C. (1986): *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in: *American Economic Review*, Vol. 76, S. 323 - 329

Jensen, Michael C./ Meckling, William H. (1976): *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305 - 360

Jensen, Michael/ Ruback, Richard S. (1983): *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1 - 4, S. 5 - 50

John, Kose/ Lang, Larry H / Netter, Jeffry (1992): *The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline*, in: *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 3, S. 891 - 917

Kraus, Alan/ Litzenberger, Robert H. (1973): *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, in: *Journal of Finance*, Vol. 28, No.4, S. 911 - 922

Maug, Ernst (1997): *Boards of directors and capital structure: Alternative forms of corporate restructuring*, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3, S. 113 - 139

Martin, John D./ Sayrak, Akin (2003): *Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature*, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, S. 37 - 57

Modigliani, Franco/ Miller Merton H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, No. 3, S. 261 - 297

Modigliani, Franco/ Miller Merton H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: American Economic Review, Vol. 53, No. 3, S. 433 - 443

Myers, Stewart C./ Majluf, Nicholas N. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have, in: Journal of Financial Economics, Vol. 13, No.2, S. 187 - 221

Nanda, Vikram (1991): On the Good News in Equity Carve-Outs in: Journal of Finance, Vol. 46, No. 5, S. 1717 - 1737

Ross, Stephan, A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: American Economic Review, Vol. 63, No. 2, S. 134 - 139

Roland Berger Strategy Consultants (2010): Restrukturierungsstudie Deutschland 2010, http://www.rolandberger.com/company/press/releases/Roland_Berger_Studie_zu_Restrukturierung_de.html, Stand: 15.04.2010, Abruf: 28.04.2010

Ross, Stephan A. (1977): The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, in: Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, S. 23 - 40

Shleifer, Andrei/ Vishny, Robert W. (1989): Management Entrenchment - The Case of Manager-Specific Investments, in: Journal of Financial Economics, Vol. 25, No. 1, S. 123 - 139

Shleifer, Andrei/ Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, S. 737 - 783

Thabe, Tim (2007), Bewertung von Kreditrisiko bei unvollständiger Information, Zahlungsunfähigkeit, optimaler Kapitalstruktur und Agencykosten, Dissertation, Wiesbaden

Vance David E. (2009): Corporate Restructuring – From Cause Analysis to Execution, Berlin Heidelberg

Volkart, Rudolf(2005), Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 2. Auflage, Zürich

Weier, Gabriele C. (1996): Das situative Desinvestitionsmodell – Entwicklung eines Instrumentariums zur Entflechtung diversifizierter Unternehmen, Dissertation, St. Gallen

Weston, Fred J./ Mitchell, Mark L./ Mulherin Harold J. (2004): Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4. Auflage, Upper Saddle River

Wosnitza, Michael (1995): Kapitalstrukturentscheidungen in der Publikumsgesellschaft – Ein informationsökonomischer Ansatz, Wiesbaden