

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

Capital Structure and Corporate Restructuring

Seminararbeit zur Veranstaltung
„Corporate Restructuring“
im Sommersemester 2010

Eingereicht am 20.05.2010

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abkürzungsverzeichnis	II
1. Einleitung	1
2. Grundlagen der Kapitalstruktur	1
2.1 Fremdkapital und Eigenkapital als alternative Finanzierungsformen	1
2.2 Theorien zur Optimalen Kapitalstruktur	2
2.2.1 Irrelevanz der Kapitalstruktur	2
2.2.2 Static Tradeoff Theorie	4
2.2.3 Pecking Order Theorie	4
2.3 Würdigung	5
3. Entscheidungen über die Kapitalstruktur und mögliche Restrukturierungen	6
3.1 Agency Theorie basierte Modelle der Kapitalstruktur	6
3.1.1 Jensen und Meckling (1976)	7
3.1.2 Harris und Raviv (1990)	8
3.1.3 Zusammenfassung	10
3.2 Eigenschaften der Verbindlichkeiten und ihre empirische Evidenz	11
3.2.1 Kahl (2002)	11
3.2.2 Roberts und Sufi (2009)	13
3.2.3 Würdigung	13
4. Schlussbetrachtung	14
Literaturverzeichnis	III

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere(r, s) Ansicht
Abs.	Absatz
AktG	Aktiengesetz
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heißt
etc.	et cetera
HGB	Handelsgesetzbuch
i.H.v.	in Höhe von
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
No.	Number (dt.: Ausgabe)
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission (US-amerik. Börsen- und Wertpapieraufsicht)
sog.	sogenannte(r, s)
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume (dt.: Jahrgang)
z.B.	zum Beispiel

1. Einleitung

Die vorliegende Arbeit gibt einen Überblick die verschiedenen Möglichkeiten, die Kapitalstruktur eines Unternehmens zu bestimmen und auszugestalten. Dabei stellt sich die Frage, welche Mittel für eine Strukturierung zur Verfügung stehen und in welchem Verhältnis diese Mittel eingesetzt werden können. Da auf dem Gebiet der optimalen Kapitalstruktur sehr viele Arbeiten vorliegen, werden ausgehend von den grundlegenden Erkenntnissen von Modigliani und Miller (1958) zwei weitere zentrale Theorien dargestellt.¹ Da ein Unternehmen aus einer Vielzahl von Personen und interdependenten Handlungsweisen besteht, stellt sich die Frage, wer über die Ausgestaltung der Kapitalstruktur letztendlich entscheidet. Dabei können Interessenkonflikte bestehen, zu deren Lösung bestimmte Anreizmechanismen gesetzt werden können. Diese Anreizmechanismen können eine Restrukturierung auslösen. Grundsätzlich kann eine Restrukturierung auf drei Arten erfolgen: erstens durch eine Restrukturierung der finanziellen Mittel, die auch eine Änderung der Kapitalstruktur umfasst, zweitens eine Restrukturierung von Geschäftseinheiten, wie z.B. die Aufgabe von bestimmten Geschäftseinheiten und die Konzentration auf das Kerngeschäft und drittens eine operative Restrukturierung, die eine grundlegende Reorganisation bedeutet.² Da eine Verschuldung Auswirkungen auf die Kapitalstruktur hat, konzentriert sich die vorliegende Arbeit auf finanzielle Restrukturierungsmöglichkeiten. Ausgehend von zwei Agency Theorie basierten Modellen werden die Eigenschaften der verschiedenen Schuldtitel und die Handlungsmöglichkeiten der einzelnen Akteure, in diesem Fall der Manager und der Gläubiger, dargestellt. Dabei wird untersucht, wer in welcher Weise eine Restrukturierung durchführt und wie deren Folgen sind. Dies wird auch empirisch bestätigt.

2. Grundlagen der Kapitalstruktur

2.1 Fremdkapital und Eigenkapital als alternative Finanzierungsformen

Ein Unternehmen finanziert sich grundsätzlich über Eigen- und Fremdkapital. Die Wahl der Höhe hängt dabei von den Kosten ab, die beide Kapitalarten mit sich bringen. Angenommen,

1 Vgl. Myers (2001), S.81.

2 Vgl. Gibbs (1993), S. 51.

ein Unternehmen möchte seine Kosten minimieren, dann wird es eine Kombination wählen, die mit den geringsten Kosten verbunden ist. Der Grund für diese Kombination ist, dass meist gesellschaftsrechtliche Regelungen bestehen, die eine Mindesthöhe für das Eigenkapital vorsehen.³ Die Relation von Fremdkapital zu Eigenkapital ergibt die Kapitalstruktur eines Unternehmens. Die Finanzierungskosten bzw. Kapitalkosten können dabei über den gewichteten Durchschnitt (Weighted Average Cost of Capital, WACC) berechnet werden:

$$WACC = r_A = r_D D/V + r_E E/V$$

Somit stellt r_A die erwartete Rendite eines Portfolios aus sämtlichen Finanzierungstiteln eines Unternehmens dar, wenn r_D und r_E die geforderten Renditen der Fremd- bzw. Eigenkapitalgeber jeweils bezogen auf deren Anteil in Höhe von D bzw. E in Relation zum gesamten Unternehmenswert V darstellen.

2.2 Theorien zur Optimalen Kapitalstruktur

2.2.1 Irrelevanz der Kapitalstruktur

Die wohl grundlegende Arbeit zur Theorie der optimalen Kapitalstruktur stammt von Modigliani und Miller. Sie stellten das sog. Irrelevanztheorem der Kapitalstruktur auf, das besagt, dass die Kapitalstruktur keine Auswirkungen auf Finanzierungsentscheidungen des Unternehmens habe, vorausgesetzt, es liegt ein konstanter, sicherer Zahlungsstrom vor und die Finanzierungstitel werden auf einem perfekten Markt gehandelt.⁴ Dieses Theorem stellen Modigliani und Miller in mehreren Thesen dar. In ihrer ersten These unterstellen die Autoren, dass der Marktwert eines Unternehmens V sich aus der Addition des Marktwertes des Fremdkapitals D und des Marktwertes des Eigenkapitals E ergebe, $V = (E + D)$. Dies setzt allerdings voraus, dass die Vermögensgegenstände und die sich daraus ergebenden Wachstumsmöglichkeiten konstant gehalten werden. Dann ist der Marktwert eines Unternehmens unabhängig von deren Kapitalstruktur. Die erste These besagt aber auch, dass

3 Vgl. im deutschen Gesellschaftsrecht bspw. § 7 AktG, der ein Grundkapital i.H.v. mindestens 50.000€ für eine Aktiengesellschaft vorschreibt. Dieses Grundkapital wird handelsrechtlich als Gezeichnetes Kapital unter dem Posten Eigenkapital auf der Passivseite einer Bilanz ausgewiesen (vgl. § 266 Abs. 3 HGB).

4 Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 268. Diese Annahmen wurden von Modigliani und Miller nicht weiter ausgeführt, allerdings liegen Arbeiten vor, die diese Annahmen präzisieren und zeigen, dass das Irrelevanztheorem durchaus zutrifft, vgl. z.B. Fama (1978).

die Kapitalkosten konstant und unabhängig von der Kapitalstruktur sind.⁵ Betrachtet man nun nochmal die Formel für die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten $WACC$ ⁶, deren Variablen die Kosten für Eigen- bzw. Fremdkapital darstellen, so können diese auch als Diskontfaktor für Kapitalinvestitionen betrachtet werden. Da die Kapitalkosten von Modigliani und Miller jedoch als konstant angesehen werden, müssen noch die unterschiedlichen Ansprüche der Kapitalgeber berücksichtigt werden. So haben Fremdkapitalgeber einen bevorzugten Anspruch auf die Erträge und Vermögensgegenstände eines Unternehmens im Unterschied zu den Eigenkapitalgebern, denen lediglich ein Restbetragsanspruch zusteht. Dadurch sind die Fremdkapitalkosten in der Regel geringer als die Eigenkapitalkosten:

$$r_E = r_A + (r_A - r_D)D/E$$

Dies bedeutet, dass die Eigenkapitalkosten r_E mit zunehmendem Verschuldungsgrad zu Marktpreisen D/E steigen. Die Steigerungsrate hängt dabei wiederum von der Höhe der Differenz aus den gesamten Kapitalkosten r_A und den Fremdkapitalkosten r_D ab. Diese Gleichung ist Modigliani und Millers zweite These.⁷ Diese These erklärt, warum jeglicher Versuch, „billiges“ Fremdkapital durch „teures“ Eigenkapital zu ersetzen, fehlschlägt.

Modigliani und Miller haben ihr Modell 1963 dahingehend erweitert, dass die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen für die Fremdfinanzierung anerkannt wird. Mit zunehmender Fremdfinanzierung steigt der Wert des Unternehmens um den Betrag, der mit der steuerlichen Begünstigung einhergeht. Allerdings würde dies implizieren, dass ein Unternehmen sich nahezu ausschließlich fremdfinanzieren sollte. Dieses Resultat ist allerdings gegenläufig zu ihrem 1958 aufgestellten Irrelevanztheorem. Daher relativieren Modigliani und Miller ihr Ergebnis, indem sie darauf hinweisen, dass eine fast ausschließliche Fremdfinanzierung nicht die Ziel-Kapitalstruktur eines jeden Unternehmens zu jeder Zeit sei. Vielmehr sei die Höhe der Fremdfinanzierung Beschränkungen z.B. von seiten der Kreditgeber unterworfen.⁸

5 Vgl. Modigliani/ Miller (1958), S. 268f.

6 s. 2.1

7 Vgl. Modigliani/ Miller (1958), S. 271.

8 Vgl. Modigliani/ Miller (1963), S. 442.

2.2.2 Static Tradeoff Theorie

Die Static Tradeoff Theorie besagt, dass ein Unternehmen die Wahl zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung so treffen wird, dass Vorteile und Kosten der Verschuldung sich gegenseitig aufwiegen. Vorteile der Verschuldung entstehen z.B. durch ein sog. Tax Shield. Dabei können die Kosten der Fremdfinanzierung (also die Zinsen) von der Steuerschuld abgezogen werden, so dass dieses Tax Shield einen Wert für das Unternehmen darstellt. Nachteile der Fremdfinanzierung ergeben sich aus Kosten, die mit einer Überschuldung bzw. Insolvenz verbunden sind. Sind die Vorteile und die Nachteile im Gleichgewicht, so hat das Unternehmen seine optimale Kapitalstruktur erreicht.⁹ Bezüglich des Finanzierungsverhaltens eines Unternehmens lässt sich noch Folgendes festhalten: je profitabler ein Unternehmen ist, umso eher wird es einen Vorteil aus dem Tax Shield ziehen können, da es eher in der Lage ist, seinen Kapitaleinsatz zu erbringen. Folglich sinken seine Kosten im Falle einer finanziellen Notlage und daher wird es einen höheren Verschuldungsgrad haben, als ein Unternehmen, das weniger profitabel arbeitet.¹⁰

2.2.3 Pecking Order Theorie

Gemäß der Pecking Order Theorie bevorzugen Unternehmen die Innenfinanzierung gegenüber der Außenfinanzierung. Angenommen, der Manager besitzt gegenüber den Investoren einen Informationsvorsprung, so entstehen Kosten durch adverse Selektion.¹¹ Diese Kosten bringen das Verhältnis der Vor- und Nachteile einer gewählten Finanzierungsstruktur aus dem Gleichgewicht, so dass der Manager eher Kapital durch Innenfinanzierung, z.B. durch Gewinnthesaurierung, statt durch risikofreie Fremdfinanzierungstitel wählen wird. Diese wiederum zieht der Manager risikobehafteten Finanzierungstiteln und Eigenkapital vor. Wegen der Informationsasymmetrie können Investoren den Wert eines Investitionsprojekts nicht richtig beurteilen und werden es eher unterbewerten. Nur das Management ist in der Lage, den Wert der Investition angemessen zu beurteilen. Wegen der Unterbewertung der Investoren wird das Management darauf

9 Vgl. Myers (1984), S. 577.

10 Vgl. Myers (1984), S. 580f., m.w.N.

11 Vgl. Akerlof (1970), S. 490f., der am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes das Konzept der adversen Selektion erläutert.

verzichten, neues Eigenkapital, z.B. Aktien, zu emittieren, um so den Marktwert des Unternehmens zu steigern. Die Präferenzordnung spiegelt dabei die Kapitalkosten wider.¹²

2.3 Würdigung

Die Arbeit von Modigliani und Miller gilt als Grundstein der modernen Theorie der Kapitalstruktur und ist weitgehend anerkannt.¹³ Ihr folgten mehrere Arbeiten, die das Irrelevanztheorem zumindest in der Theorie bestätigten. Ein empirischer Beleg ist mit dem Hinweis auf die in der Realität herrschenden komplexen Sachverhalte bis heute nicht erbracht.¹⁴

Vergleicht man die Static Tradeoff Theorie mit der Pecking Order Theorie, so lässt sich festhalten, dass die Static Tradeoff Theorie ein Ziel-Anpassungsmodell ist.¹⁵ Dabei gibt das Unternehmen einen Ziel-Verschuldungsgrad vor, dem es sich nach und nach annähert. Die Pecking Order Theorie hingegen stellt auf die kumulative Fremdfinanzierung ab. Sie unterstellt, dass vom jährlichen Cash Flow Investitionen und Ausschüttungen abgezogen werden. Entsteht ein Defizit, so wird dieses fremdfinanziert, andernfalls erfolgt eine Rückzahlung, um den Anteil der Fremdfinanzierung zurückzuzahlen. Shyam-Sunder und Myers haben 1999 beide Theorien empirisch getestet. Dabei umfasst ihre Stichprobe 157 Unternehmen im Zeitraum 1971 bis 1989. Mit ihren Ergebnissen konnten sie sowohl die Static Tradeoff Theorie als auch die Pecking Order Theorie stützen.¹⁶

Rajan und Zingales haben ebenfalls versucht, die theoretischen Modelle zu testen. Dabei haben sie die Bilanzen von US-amerikanischen und Unternehmen der G-7 Mitgliedsstaaten verglichen. Zu ihrer eigenen Überraschung konnten sie feststellen, dass unabhängig vom Land mit den jeweils spezifischen nationalen Bilanzierungsregeln und Steuersystemen die Kapitalstrukturen relativ ähnlich waren. Allerdings haben es Rajan und Zingales nicht geschafft, ihre Ergebnisse mit entsprechenden Theorien der Kapitalstruktur in Verbindung zu bringen.¹⁷

12 Vgl. Myers (1984), S. 581 – 585; Myers/ Majluf (1984), S. 189 – 198.

13 Vgl. Harris/ Raviv (1991), S. 297.

14 Vgl. Myers (2001), S. 86.

15 Vgl. Taggart, Jr. (1977), S. 1484; Jalilvand/ Harris (1984), S. 133 – 135.

16 Vgl. Shyam-Sunder/ Myers (1999), S. 242, a.A. Chirinko/ Singha (2000).

17 Vgl. Rajan/ Zingales (1995), S. 1458.

3. Entscheidungen über die Kapitalstruktur und mögliche Restrukturierungen

3.1 Agency Theorie basierte Modelle der Kapitalstruktur

In den bisherigen Modellen wurde implizit unterstellt, das Unternehmen sei eigentümergeführt oder der Manager handle im Interesse der Eigen- bzw. Fremdkapitalgeber im Sinne eines „Unternehmers“. Dieses Verständnis folgt der Sichtweise, dass ein Unternehmen aus einer Vielzahl von vertraglichen Verbindungen zwischen Produktionsfaktoren besteht. Damit wird ein Unternehmen als ein Team gesehen, dessen Mitglieder im Eigeninteresse handeln, allerdings wissen sie auch, dass sie ihre Ziele bis zu einem gewissen Grad nur erreichen können, wenn ihr Team im Wettbewerb mit anderen Teams übersteht.¹⁸ In großen Unternehmen mit einer breit gestreuten Eigentümerstruktur sinken jedoch sowohl das Interesse als auch die Möglichkeit eines operativen Einflusses, so dass die Eigentümer als Prinzipal die Manager als Agenten weitgehend unabhängig agieren lassen. Hierdurch entstehen Agency-Kosten, denn die Manager folgen eher ihren eigenen Interessen, z.B. da sie in höherem Maße von dem Unternehmen abhängig sind als die Eigentümer, die sich mit verschiedenen Unternehmensbeteiligungen diversifizieren können. Im Zentrum steht dabei der Free Cash Flow. Zwar stehen überschüssige Erträge den Eigentümern zu, allerdings kann das Management diese auch einbehalten und zur Finanzierung verschiedener Projekte verwenden. Würden sie das nicht machen, so müssten die Projekte fremdfinanziert werden. Eine Fremdfinanzierung führt jedoch zu verringerten zukünftigen Erträgen, da hieraus eine Rückführung der Schulden stattfindet, und somit zu einem geringeren Handlungsspielraum für die Manager. Folglich haben die Manager einen Anreiz, überschüssige Erträge einzubehalten und das Unternehmen weiter zu vergrößern, auch über die optimale Größe hinaus, da dies wiederum ihren Machtbereich vergrößert.¹⁹ Eine solche Überinvestition führt zu Ineffizienzen, die insbesondere im Verbund mit einem hohen Free Cash Flow ein feindliches Übernahmeangebot begünstigen.²⁰

18 Vgl. Alchian/ Demsetz (1972), S. 779 – 783; Jensen/ Meckling (1976), S. 310f.

19 Vgl. Jensen (1986), S. 323.

20 Vgl. Gibbs (1993), S. 51.

3.1.1 Jensen und Meckling (1976)²¹

Das Modell von Jensen und Meckling stellt den Ausgangspunkt der Forschung auf dem Gebiet der durch Agency Kosten bestimmten Kapitalstruktur dar.²²

Jensen und Meckling gehen von zwei Konfliktsituationen aus: zum einen zwischen Eigentümern und Managern und zum anderen zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern.

Konflikte zwischen Eigentümern und Managern entstehen, da Manager zu weniger als 100% einen Restbetragsanspruch haben. Folglich sind sie nicht in vollem Umfang am Gewinn beteiligt, den sie durch gewinnsteigernde Maßnahmen herbeigeführt und ausgeweitet haben; im Gegenteil zeichnen sie für die ergriffenen Maßnahmen voll verantwortlich. Somit könnte für sie ein Anreiz bestehen, weniger Anstrengung in die Gewinnsteigerung des Unternehmens zu investieren und stattdessen Ressourcen für ihren persönlichen Konsum „on the job“ zu verwenden (bspw. ein eigener Firmenjet, größere Räumlichkeiten, teure Möbel, Empire-Bildung, etc.). Für den Verzicht auf solche Maßnahmen wird er nur unterproportional am Gewinn beteiligt. Somit neigt der Manager dazu, nicht den maximalen Unternehmenswert zu erreichen. Diese Ineffizienz lässt sich jedoch mit einer Beteiligung des Managers am Eigenkapital verringern. Hält man seinen absoluten Anteil konstant und steigert den Anteil der Fremdfinanzierung, so erhöht sich sein relativer Anteil wodurch ein Verlust der Effizienz durch den Eigentümer-Manager-Konflikt gemildert werden kann. Da Fremdfinanzierungstitel das Unternehmen zu künftigen Zahlungen verpflichten, mindern sie den den Managern zur Verfügung stehenden Free Cash Flow, was in gleicher Weise dazu beiträgt, dass die Manager weniger ihren eigenen Interessen folgen. Diese Wirkung stellt für Jensen einen Vorteil der Fremdfinanzierung dar.²³

Ein anderer Konflikt ergibt sich zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern. Eigenkapitalgeber haben dabei einen Anreiz, suboptimal zu investieren. Angenommen, ein fremdfinanziertes Projekt wirft einen hohen Ertrag ab, so steht den Fremdkapitalgebern lediglich ein Fixbetragsanspruch zu, darüber hinaus gehende Gewinne fließen vollumfänglich den Eigenkapitalgebern zu. Falls das Projekt jedoch scheitern sollte, geht dies zu Lasten der Gläubiger, wenn die Haftung der Schuldner begrenzt ist. Folglich haben die Eigenkapitalgeber einen Anreiz, in

21 Vgl. Jensen/ Meckling (1976), S. 305 – 360.

22 Vgl. Harris/ Raviv (1991), S. 300.

23 Vgl. Jensen (1986), S. 325.

riskante Projekte zu investieren, selbst wenn diese den Unternehmenswert mindern. Diese Investitionen führen zu einem Wertverlust der Schuldtitel, die den Verlust an Eigenkapital mehr als ausgleichen. Allerdings kann sich die Situation ändern, wenn die Gläubiger das Verhalten der Schuldner zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bzw. der Emission der Schuldtitel korrekt antizipieren. In diesem Fall würden die Eigenkapitalgeber weniger Fremdkapital erhalten. Somit werden die Kosten, die wegen der Höhe des Fremdkapitals einen Anreiz bieten, in wertmindernde Projekte zu investieren, von den Eigenkapitalgebern verursacht. Dieser Substitutionseffekt stellt die Agency Kosten der Fremdfinanzierung dar.

Jensen und Meckling argumentieren nun, dass eine optimale Kapitalstruktur dadurch erreicht werden kann, indem die Vorteile mit den Agency Kosten der Fremdfinanzierung abgewogen werden. Als Anwendungsbeispiele führen sie etwa an, dass bei der Begebung einer Anleihe Punkte eingehalten werden müssen, die den Substitutionseffekt einschränken bzw. verhindern, z.B. dass Mindestanforderungen an die Zinszahlung eingehalten werden, keine Investitionen in neue, nicht zum Kerngeschäft zählende Bereiche getätigt werden, etc. Zum anderen weisen Jensen und Meckling darauf hin, dass Sektoren, bei denen der Substitutionseffekt beschränkt ist, höhere Verschuldungsquoten ausweisen und umgekehrt. Somit bietet ihr Modell einen Erklärungsansatz für die hohe Verschuldung regulierter, öffentlicher Unternehmen wie etwa Energieversorger, Banken sowie Unternehmen in reifen Industriezweigen mit geringen Wachstumsmöglichkeiten. Außerdem erklären Jensen und Meckling, dass Unternehmen mit nur einem geringen oder gar negativen Wachstum und hohen Erträgen höher verschuldet sein sollten. Die hohen Erträge in Kombination mit schlechten Investitionsmöglichkeiten würden sonst Manager dazu verleiten, ihren Konsum „on the job“ zu befriedigen, Empire zu bilden, etc. Steigende Verschuldung reduziert den Free Cash Flow und erhöht die Beteiligung des Managers am Eigenkapital des Unternehmens.

3.1.2 Harris und Raviv (1990)²⁴

Harris und Raviv greifen das Modell von Jensen und Meckling (1976) auf, beziehen sich jedoch lediglich auf den Konflikt zwischen Investoren und Managern. Dieser Konflikt entsteht, da beide Parteien eine unterschiedliche Auffassung über die Durchführung von

²⁴ Vgl. Harris/ Raviv (1990), S. 321 – 349.

Investitionsprojekten haben. Es wird unterstellt, dass Manager stets ein Unternehmen fortführen möchten, selbst wenn die Investoren eine Liquidation bevorzugen. Eine Lösung dieses Konflikts über vertragliche Regelungen bezogen auf den Cash Flow bzw. auf die Investitionsmöglichkeiten besteht nicht. Allerdings haben die Investoren (in diesem Modell die Fremdkapitalgeber) die Möglichkeit, eine Liquidation zu erzwingen, wenn der Cash Flow einen kritischen Wert unterschreitet. Machen sie von dieser Möglichkeit Gebrauch, dann entstehen dabei für die Investoren Kosten für die Informationsproduktion. Somit findet ein Tradeoff zwischen dem Entschluss zur Liquidation und den Kosten der Informationsproduktion statt. Dieser Tradeoff spiegelt sich in der Kapitalstruktur wider. Ein höherer Verschuldungsgrad erleichtert dabei die Entscheidungsfindung, da dieser die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsverzugs oder eines Zahlungsausfalls erhöht. Sind Zahlungsschwierigkeiten hingegen nicht ersichtlich, so wird unterstellt, dass die Manager das Unternehmen nicht liquidieren werden, selbst wenn die Vermögensgegenstände in einem anderen Umweltzustand einen höheren Wert hätten (und somit auch das gesamte Unternehmen als Summe seiner Vermögensgegenstände). Im Falle eines Zahlungsverzugs werden die Investoren ihre Entscheidung das Unternehmen zu liquidieren überprüfen, wozu sie Ressourcen des Unternehmens aufwenden. Haben die Investoren eine optimale Entscheidung zur Liquidation auf Basis ihrer Informationen getroffen, so können sie sich besser stellen als wenn der Manager das Unternehmen fortgeführt hätte (was den Unternehmenswert weiter gemindert hätte). Je häufiger sich ein Zahlungsverzug oder -ausfall abzeichnet, umso kostspieliger wird jedoch der Aufwand werden, der für die Untersuchung der finanziellen Situation des Unternehmens notwendig ist. Das Modell von Harris und Raviv besagt somit, dass ein Unternehmen mit einem höheren Liquidationswert, z.B. wegen werthaltiger Vermögensgegenstände oder mit geringeren Kosten für die Informationsproduktion, einen höheren Grad an Verbindlichkeiten aufweist. Dadurch erhöht sich zwar die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsverzugs oder eines Zahlungsausfalls, dennoch ist der Unternehmenswert höher als der ähnlicher Unternehmen mit einem geringeren Liquidationswert oder höheren Kosten der Informationsproduktion. Der Grund hierfür ist, dass der höhere Verschuldungsgrad mit zunehmendem Liquidationswert eine Liquidation als die beste Strategie erscheinen lässt, denn er dient als Signal. Auf ähnliche Weise steigt der Liquidationswert mit abnehmenden Kosten der Informationsproduktion, woraus ein höherer Grad an Verbindlichkeiten resultiert. Dadurch nimmt die Wahrschein-

lichkeit eines Zahlungsverzugs oder eines Zahlungsausfalls zu. Außerdem kann das Modell erklären, ob ein Unternehmen im Insolvenzfall restrukturiert oder liquidiert wird. Harris und Raviv zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit der Restrukturierung mit dem Liquidationswert abnimmt und unabhängig von Kosten der Informationsproduktion ist. Sie belegen auch, dass der Verschuldungsgrad in Relation zum Unternehmensgewinn, zur Wahrscheinlichkeit der finanziellen Notlage, der Verzinsung sowie zur Wahrscheinlichkeit der Reorganisation, unabhängig von der Unternehmensgröße ist. Zusammengefasst bedeutet dies, dass eine höhere Verschuldung mit einem steigenden Unternehmenswert einhergeht, der Verschuldungsgrad in Relation zum Unternehmensgewinn höher sein wird und im Falle eines Zahlungsverzugs oder Zahlungsausfalls die Wahrscheinlichkeit der Restrukturierung abnimmt.

3.1.3 Zusammenfassung

Beide Modelle lassen sich der Agency Theorie zuordnen.

Jensen und Meckling (1976) sagen, dass die Höhe der Verschuldung von dem Grad der Regulierung des Interessenkonflikts zwischen Eigentümern und Managern und dem Free Cash Flow²⁵ abhängt. Eine negative Korrelation ergibt sich zur Höhe der Wachstumsmöglichkeiten. Außerdem können Covenants besonders riskante Investitionsprojekte verhindern.

Harris und Raviv (1990) stellen einen Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und dem Unternehmenswert, der Wahrscheinlichkeit des Zahlungsverzugs bzw. Zahlungsausfalls und dem Liquidationswert, her. Zwischen der Höhe der Zinszahlungen, den Kosten der Informationsproduktion über die Zukunft des Unternehmens und der Wahrscheinlichkeit der Restrukturierung in Folge eines Zahlungsausfalls besteht ein negativer Zusammenhang mit der Verschuldung. Das Ergebnis, dass der Unternehmenswert positiv mit der Verschuldung zusammenhängt, liegt darin begründet, dass beide endogene Variablen sind, die in derselben Richtung exogenen Faktoren folgen. Deshalb wird der Unternehmenswert mit zunehmender Verschuldung steigen und vice versa.

25 Vgl. Jensen (1986), S. 324.

3.2 Eigenschaften der Verbindlichkeiten und ihre empirische Evidenz

Grundsätzlich stehen einem Unternehmen mehrere Möglichkeiten zur Verfügung, sich frisches Kapital zu beschaffen: erstens aus Eigenkapitalerhöhungen, z.B. durch Emission neuer Aktien, zweitens über ein Bankdarlehen und drittens durch die Emission von Anleihen. Da die nachfolgenden Ausführungen sich auf Fremdkapitalgeber beziehen, bleibt eine weitere Betrachtung von Maßnahmen zur Erhöhung des Eigenkapitals außer Betracht.

Ein Vorteil der Bankfinanzierung besteht in guten Wiederverhandlungsmöglichkeiten, die selbst bei finanziellen Schwierigkeiten einem Unternehmen ermöglichen können, diese Phase zu überstehen. Allerdings fallen dabei Kosten für die Intermediation an, da Banken selbst Kapitalkosten zu leisten haben.

Möchte ein Unternehmen diese Kosten der Intermediation umgehen, so besteht die Möglichkeit der Emission einer Anleihe. Hier besteht allerdings kaum die Möglichkeit der Wiederverhandlung, so dass das Unternehmen zu einer Liquidation gezwungen werden kann.

Während riskantere Firmen eine Bankfinanzierung anderen Finanzierungsarten vorziehen, wird von weniger riskanten Firmen eine Anleiheemission bevorzugt. Firmen, die sich nicht eindeutig zuordnen lassen, wählen eine gemischte Finanzierung aus Eigenkapital- und Fremdkapitalmitteln in Form von Anleihen.²⁶

Da die folgenden Modelle sich nicht auf eine bestimmte Art des Fremdkapitals festlegen, wird eine Differenzierung vernachlässigt und stattdessen allgemein von Gläubigern gesprochen werden.

3.2.1 Kahl (2002)²⁷

Kahl untersucht in seiner Arbeit die langfristigen Folgen einer finanziellen Notlage eines Unternehmens. Dabei unterstellt er im Gegenteil zu vorherigen Arbeiten, dass Gläubiger keine vollkommenen Informationen über die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit eines Unternehmens haben. Er geht davon aus, dass sie über die zukünftige Entwicklung unsicher sind. Eine finanzielle Notlage ist somit kein uneingeschränkt geeigneter Indikator, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens zu beurteilen. Gerät ein Unternehmen in eine

26 Vgl. Bolton/ Freixas (2000), S. 326.

27 Vgl. Kahl (2002), S. 135 – 168.

finanzielle Notlage, so müssen die Gläubiger unterscheiden, ob das Unternehmen grundsätzlich über eine ausreichende wirtschaftliche Leistungsfähigkeit verfügt, d.h. ob das Geschäftsmodell grundsätzlich geeignet ist, am Markt zu bestehen, oder ob das Unternehmen besser liquidiert werden sollte. Dabei haben die Gläubiger ein Interesse, ihre Ansprüche dem Unternehmen gegenüber zu wahren, so dass sie im Zweifelsfall ihre Entscheidung vertagen und warten, bis sie ausreichend Informationen vorliegen. Dies impliziert kurzfristig hohe Rückzahlungsforderungen und durch die Aufrechterhaltung ihrer Ansprüche wird auch der Verschuldungsgrad des Unternehmens hoch bleiben. Verbessert sich die wirtschaftliche Lage des Unternehmens nicht, so wird es in einer späteren Periode Insolvenz anmelden. Im Gegensatz zu vorhergehenden Arbeiten haben die Gläubiger so die Möglichkeit, eine geordnete Insolvenz herbeizuführen und müssen nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt eine alles-oder-nichts Entscheidung treffen.²⁸ Dadurch entsteht allerdings ein Zielkonflikt: einerseits führt das Lernen über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit über mehrere Perioden zu einer effizienten Entscheidung der Gläubiger, andererseits ist eine schnelle finanzielle Erholung des Unternehmens geboten, damit es wieder lohnende Investitionsprojekte angehen kann. Eine schnelle Erholung könnte dadurch herbeigeführt werden, dass die Gläubiger ihre Ansprüche in Eigenkapital wandeln. Allerdings wird in diesem Fall unterstellt, dass die Gläubiger dadurch die Möglichkeit des Lernens sowie eine Liquidation zu einem späteren Zeitpunkt verlieren. Da in diesem Fall ihre Entscheidung nicht effizient sein kann, ist nur eine kontrollierte Liquidation für die Gläubiger effizient. Die Gläubiger können an einer wirtschaftlichen Erholung des Unternehmens partizipieren, was für sie einen höheren Ertrag als den Liquidationserlös bedeutet, zudem begrenzen sie ihr downside risk, indem sie zu jeder Zeit das Unternehmen liquidieren können. Die damit einhergehende Beschränkung der Investitionsmöglichkeiten eines Unternehmens in neue Projekte ist für Kahl ein notwendiges Nebenprodukt im Prozess der effizienten Entscheidungsfindung. Das Restrukturierungspotential liegt allein in der Hand der Gläubiger.

Das Modell von Kahl kann erklären, weshalb Unternehmen mit einer erheblich verringerten Schuldenquote ihre Investitionsausgaben erheblich steigern, wohingegen Unternehmen, die ihre Verbindlichkeiten lediglich neu strukturieren und nachverhandeln, eine weiterhin hohe Verschuldungsquote aufweisen und sich schlechter entwickeln als ihre schuldenreduzierten

28 Vgl. Bulow/ Shoven (1978), S. 441.

Wettbewerber.

3.2.2 Roberts und Sufi (2009)²⁹

Roberts und Sufi untersuchen empirisch, ob ein Zusammenhang zwischen Anreizkonflikten gemäß Jensen und Meckling (1976) zwischen Managern und Gläubigern einerseits und der Unternehmensfinanzierungspolitik andererseits besteht. Diese Frage versuchen sie zu lösen, indem sie die Unternehmensfinanzierungspolitik in Folge einer Verletzung von Covenants untersuchen. Covenants können einen Interessenkonflikt zwischen Managern und Gläubigern mildern, denn sie geben den Gläubigern die Möglichkeit, ein Darlehen sofort fällig zu stellen bzw. weitere Zahlungen einzustellen, was sich auf die Finanzierungspolitik des Unternehmens auswirkt, eine Verletzung tritt relativ häufig auf, führen aber nur selten zu einem Zahlungsausfall oder einer Insolvenz.³⁰ In ihrer Untersuchung beziehen sich Roberts und Sufi auf bei der SEC gemeldeter Verletzungen von Covenants im Zeitraum von 1996 bis 2005. Dabei stellen sie fest, dass über ein Viertel der Unternehmen einmal die vereinbarten Covenants verletzen. Sie zeigen, dass sich in Folge einer Verletzung die Finanzierungspolitik eines Unternehmens dahingehend ändert, dass die Begebung neuer Schuldtitel einen erheblichen und nachhaltigen Rückgang verzeichnet. In Folge des Rückganges verbessert sich auch die Verschuldungsquote des Unternehmens. Außerdem wird die Finanzierungspolitik durch das Recht der Gläubiger, die Schuldtitel bei Aufnahme neuer Fremdfinanzierungstitel fällig zu stellen, eingeschränkt, was sich insbesondere dann deutlich zeigt, wenn alternative Maßnahmen zur Kapitalbeschaffung verhältnismäßig teuer oder eingeschränkt sind. Auch wenn sich die Konditionen, zu denen die bisherigen Gläubiger Kapital bereitgestellt haben, verschlechtern, wechselt das Unternehmen nur selten zu einem neuen Darlehensgeber.

3.2.3 Würdigung

Das Modell von Kahl knüpft an die Erkenntnisse von Harris und Raviv (1990) an, die ebenfalls die Informationsproduktion und Signalwirkung von Verbindlichkeiten untersucht haben. Bei ihnen lässt ein Zahlungsverzug oder ein Zahlungsausfall allerdings zwei

²⁹ Vgl. Roberts/ Sufi (2009), S. 1657 – 1695.

³⁰ Vgl. Smith/ Warner (1979), S. 159; Dichev/ Skinner (2002), S. 1109; Gopalakrishnan/ Parkash (1995), S. 24.

Rückschlüsse zu: zum einen bedeutet dies gegenwärtig geringe Erträge, zum anderen werden die Gläubiger zu Nachforschungen veranlasst, die mit Kosten verbunden sind. Im Gegensatz zu Kahl handelt es sich bei Harris und Raviv um ein Ein-Perioden-Modell, was ein Lernen in Bezug auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens und seine Investitionsmöglichkeiten nach einer wirtschaftlichen Notlage verhindert. Empirisch lässt sich durchaus zeigen, dass Unternehmen nach einer Restrukturierung eine relativ hohe Schuldenquote im Verhältnis zu ihren Wettbewerbern aufweisen, allerdings kann Kahl dies nicht völlig erklären. Kahl behauptet, dass Gläubiger in der kurzen Frist relativ hohe Rückzahlungen verlangen, allerdings zeigt sich, dass in Folge einer Restrukturierung insbesondere die langfristigen Verbindlichkeiten einen großen Teil der verbliebenen Schulden ausmachen.³¹

Roberts und Sufi knüpfen hingegen an das Modell von Jensen und Meckling (1976) an, indem sie empirisch untersuchen, inwiefern Anreize geschaffen werden können, dass das Management im Interesse der Investoren (in diesem Fall der Fremdkapitalgeber) handelt. Dies geschieht maßgeblich dadurch, dass die Gläubiger mit bestimmten Rechten ausgestattet sind, die z.B. eine sofortige Fälligkeit nach sich ziehen. Dadurch wird auch die Finanzierungs politik des Unternehmens eingeschränkt. Obwohl sich in Folge einer Verletzung von Covenants die Bedingungen für die Überlassung des Fremdkapitals verschlechtern können, kommt es nur selten zu einem Wechsel zu einem anderen Darlehensgeber.

4. Schlussbetrachtung

Es zeigt sich, dass die Verschuldung den Gläubigern meist die Möglichkeit eröffnet, das Management in seinen Handlungsmöglichkeiten einzuschränken und so den Interessenkonflikt zu mildern. Die Entscheidungsmacht über eine Restrukturierung liegt bei den Gläubigern, die einerseits durch eine (vorläufige) Fortführung des Unternehmens einen höheren Rückzahlungsbetrag erhalten können, als wenn sie das Unternehmen sofort zur Liquidation zwingen würden und andererseits sich so die Möglichkeit erhalten, zu einem späteren Zeitpunkt eine Liquidation herbeizuführen. Dies erklärt, weshalb nach einer finanziellen Notlage die Unternehmen eine höhere Verschuldung im Verhältnis zu ihren Mitbewerbern aufweisen. Dadurch, dass Unternehmen in Folge einer finanziellen Notlage die

31 Vgl. Heron et al. (2009), S. 729.

Begebung neuer Schuldtitel nur zu einem unangemessen hohen Preis erbringen können, wechseln sie nur sehr selten zu neuen Fremdkapitalgebern. In Folge der rückläufigen Emission neuer Schuldtitel folgt über die Zeit auch eine Verringerung des Verschuldungsgrades, was ein Angleichen des Niveaus der Verschuldung bedeutet.

Es konnte ebenfalls dargestellt werden, dass eine alleinige und allgemeingültige Theorie der optimalen Kapitalstruktur nicht existiert und insbesondere zwischen empirischen Befunden und einer theoretischen Begründung kein Zusammenhang besteht.

Literaturverzeichnis

Akerlof, George A. (1970): The market for „lemons“: Quality uncertainty and the market mechanism, in: *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, S. 488 – 500.

Alchian, Armen A./ Demsetz, Harold (1972): Production, information costs, and economic organization, in: *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5, S. 777 – 795.

Bolton, Patrick/ Freixas, Xavier (2000): Equity, bonds, and bank debt: capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 108, No. 2, S. 324 – 351.

Bulow, Jeremy I./ Shoven, John B. (1978): The bankruptcy decision, *Bell Journal of Economics*, S. 437 – 456.

Chirinko, Robert S./ Singha, Anuja R. (2000): Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 3, S. 417 – 425.

Dichev, Ilia D./ Skinner, Douglas J. (2002): Large sample evidence on the debt covenant hypothesis, in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, S. 1091 – 1123.

Fama, Eugene F. (1978): The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders, in: *The American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, S. 272 – 284.

Gibbs, Philip A. (1993): Determinants of corporate restructuring: The relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 14, S. 51 – 68.

Gopalakrishnan, V./ Parkash, Mohinder (1995): Borrower and lender perceptions of accounting information in corporate lending agreements, in: *Accounting Horizons*, Vol. 9, S. 13 – 26.

Harris, Milton/ Raviv, Artur (1990): Capital Structure and the informational role of debt, in: *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2, S. 321 – 349.

Harris, Milton/ Raviv, Artur (1991): The theory of capital structure, in: *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, S. 297 – 355.

Heron, Randall A./ Lie, Erik/ Rodgers, Kimberly J. (2009): Financial restructuring in fresh-start Chapter 11 reorganizations, in: *Financial Management*, S. 727 – 745.

Jalilvand, Abolhassan/ Harris, Robert S. (1984): Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: An econometric study, in: *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 1, S. 127 – 145.

Jensen, Michael C. (1986): Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, in: *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, S. 323 – 329.

Jensen, Michael C./ Meckling, William H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, S. 305 – 360.

Kahl, Matthias (2002): Economic distress, financial distress, and dynamic liquidation, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, S. 135 – 168.

Modigliani, Franco/ Miller, Merton H. (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in: *The 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: *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, S. 433 – 443.

Myers, Stewart C. (1984): The capital structure puzzle, in: *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, S. 575 – 592.

Myers, Stewart C. (2001): Capital structure, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, S. 81 – 102.

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

Rajan, Raghuram G./ Zingales, Luigi (1995): What do we know about capital structure? Some evidence from international data, in: *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5, S. 1421 – 1460.

Roberts, Michael R./ Sufi, Amir (2009): Control rights and capital structure: An empirical investigation, in: *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4, S. 1657 – 1695.

Shyam-Sunder, Lakshmi/ Myers, Stewart C. (1999): Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 2, S. 219 – 244.

Smith, Clifford W./ Warner, Jerome B. (1979): On financial contracting: An analysis of bond covenants, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, S. 117 – 161.

Taggart, Robert A., Jr. (1977): A model of corporate financing decisions, in: *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 5, S. 1467 – 1484.