

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

DISSERTATION

Eigenkapitalausstattung und Finanzierungsverhalten großer mittelständischer Unternehmen in Deutschland – Theoretische Aspekte und empirische Analyse

Erstgutachter: Univ.-Prof. Dr. rer. pol. Christoph J. Börner

Zweitgutachter: Univ.-Prof. Dr. rer. pol. Raimund Schirmeister

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juni 2007

D 61

Eingereicht von: Diplom-Kaufmann Christoph Schulte
Droste-Hülshoff-Straße 8, 46282 Dorsten

Eingereicht am: 30. November 2005

II

2.2.3.2.3	Hochverzinsliche Anleihe.....	41
2.2.4	Finanzierung durch alternative Finanzinstrumente	42
2.2.4.1	Leasing	43
2.2.4.2	Factoring	47
2.2.4.3	Asset Backed Securities	48
2.2.4.4	Projektfinanzierung.....	50
2.2.5	Diskussion der Finanzinstrumente als Entscheidungsalternativen.....	52
3	Theoretischer Bezugsrahmen.....	56
3.1	Kapitalstrukturtheorien	57
3.1.1	Grundlagen	58
3.1.1.1	Einperiodiges Modell.....	58
3.1.1.2	Mehrperiodiges Modell.....	61
3.1.1.3	Präzisierung der Fragestellung.....	62
3.1.1.4	Einführung des Leverage-Effekts	63
3.1.2	Traditioneller Ansatz.....	66
3.1.3	Marktorientierter Ansatz	69
3.1.3.1	Das Irrelevanztheorem von MODIGLIANI/MILLER	70
3.1.3.1.1	Annahmen.....	70
3.1.3.1.2	Argumentation.....	71
3.1.3.2	Limitationsfaktoren.....	77
3.1.3.2.1	Steuern.....	77
3.1.3.2.2	Konkurskosten.....	80
3.1.3.2.3	Asymmetrische Informationen	82
3.1.3.3	Die statische Trade-off-Theorie.....	84
3.1.4	Informationsökonomische Ansätze	86
3.1.4.1	Risikoverschiebungstheorie	89
3.1.4.2	Unterinvestitionstheorie.....	91
3.1.4.3	Free-Cash-flow-Theorie.....	94
3.1.4.4	Signalhypothese	96
3.1.4.5	Pecking-Order-Modell	99
3.1.5	Sonstige Ansätze	106
3.2	Eignung des Pecking-Order-Modells zur Erklärung der Kapitalstruktur	107
3.3	Relevanter Forschungskontext zum Pecking-Order-Modell	109
3.3.1	Studie von BASKIN (1989).....	109
3.3.2	Studie von ALLEN (1993).....	109
3.3.3	Studie von RAJAN/ZINGALES (1995)	110
3.3.4	Studie von GHOSH/CAI (1999)	111
3.3.5	Studie von FAMA/FRENCH (2002)	111
3.3.6	Studie von ZOPPA/MCMAHON (2002).....	111
3.3.7	Studie von AUTORE/KOVACS (2004).....	112

III

3.3.8	Studie von BONTEMPI (2002)	112
3.3.9	Studie von BRUINSHOOFD/KOOL (2002)	113
3.3.10	Studie von DE HAAN/HINLOOPEN (2002)	113
3.3.11	Studie von SOGORB-MIRA/LOPEZ-GRACIA (2003)	114
3.3.12	Studie von BENITO (2003)	115
3.3.13	Studie von BROUNEN/DE JONG/KOEDIJK (2004)	115
4	Aufbau der empirischen Untersuchung	117
4.1	Formulierung der Forschungshypothesen	117
4.1.1	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Profitabilität	118
4.1.2	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Wachstum	119
4.1.3	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Tangibilität der Assets	120
4.1.4	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Unternehmensgröße	120
4.1.5	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Unternehmensalter	121
4.1.6	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Cash-Flow	122
4.1.7	Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Höhe der Investitionen	122
4.2	Vorgehen	123
4.2.1	Datenbasis „Unternehmertum Deutschland“	123
4.2.1.1	Hintergrund und Ziele der Initiative	124
4.2.1.2	Fokus und inhaltlicher Umfang der Untersuchung	124
4.2.1.3	Prozess und Zeitplan	126
4.2.1.4	Beteiligte Institutionen	127
4.2.2	Operationalisierung der Variablen	127
4.2.3	Methodik	130
4.2.3.1	Ausgangslage	130
4.2.3.2	Vorgehen zur Überprüfung der Forschungshypothesen	131
4.2.3.3	Kritische Punkte	132
4.3	Detaillierung der Stichprobe	132
4.3.1	Häufigkeiten nach Unternehmensgröße	133
4.3.2	Häufigkeiten nach Gesamtkapitalrendite	135
4.3.3	Häufigkeiten nach Unternehmenswachstum	136
4.3.4	Häufigkeiten nach Branchenzugehörigkeit	137
4.3.5	Häufigkeiten nach Rechtsform	139
4.3.6	Häufigkeiten nach Unternehmensalter	140

5	Ergebnisse der empirischen Untersuchung	141
5.1	Auswertung der Eigenkapitalquoten	141
5.1.1	Eigenkapitalquote der Gesamtstichprobe	141
5.1.2	Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße	142
5.1.3	Eigenkapitalquote nach Gesamtkapitalrendite	144
5.1.4	Eigenkapitalquote nach Unternehmenswachstum	146
5.1.5	Eigenkapitalquote nach Branchenzugehörigkeit	147
5.1.6	Eigenkapitalquote nach Rechtsform	148
5.1.7	Eigenkapitalquote nach Unternehmensalter	150
5.2	Überprüfung der Hypothesen	151
5.2.1	Profitabilität des Unternehmens	151
5.2.2	Wachstum	155
5.2.3	Unternehmensgröße	158
5.2.4	Unternehmensalter	165
5.2.5	Cash-Flow	168
5.3	Zusammenfassung der Ergebnisse	171
6	Schlussteil	174
6.1	Interpretation der Ergebnisse	175
6.2	Ausblick und weiterer Forschungsbedarf	177
7	Literaturverzeichnis	178

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Systematisierung Innenfinanzierung.....	9
Abbildung 2: Struktur und Entwicklung der Innenfinanzierung.....	14
Abbildung 3: Entwicklung Umlauf von Aktien inländischer Emittenten.....	16
Abbildung 4: Entwicklung Umlauf von Industrieobligationen.....	22
Abbildung 5: Systematisierung Bankkredite.....	24
Abbildung 6: Entwicklung Kreditvolumen an Unternehmen.....	28
Abbildung 7: Systematisierung Handelskredite.....	31
Abbildung 8: Struktur und Entwicklung des Leasing.....	46
Abbildung 9: Substruktur Darstellung Kapitalstrukturtheorien.....	57
Abbildung 10: Kapitalkostenverlauf beim traditionellen Ansatz.....	67
Abbildung 11: Kapitalkostenverlauf beim marktorientierten Ansatz.....	75
Abbildung 12: Vereinfachte Steuersystematik.....	78
Abbildung 13: Kapitalkostenverlauf im Trade-off-Ansatz.....	85
Abbildung 14: Überblick informationsökonomische Ansätze.....	88
Abbildung 15: Risikoverschiebungstheorie.....	90
Abbildung 16: Unterinvestitionstheorie.....	92
Abbildung 17: Pecking-Order-Modell.....	103
Abbildung 18: Übersicht Einflussfaktoren.....	118
Abbildung 19: Operationalisierung der Variablen.....	128
Abbildung 20: Rücklauf nach Umsatz.....	134
Abbildung 21: Rücklauf nach Anzahl Mitarbeiter.....	135
Abbildung 22: Rücklauf nach Gesamtkapitalrendite.....	136
Abbildung 23: Rücklauf nach Unternehmenswachstum.....	137
Abbildung 24: Rücklauf nach Branchenzugehörigkeit.....	138

VI

Abbildung 25: Rücklauf nach Rechtsform	139
Abbildung 26: Rücklauf nach Unternehmensalter	140
Abbildung 27: Datenblatt Gesamtstichprobe	142
Abbildung 28: Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße über Umsatz	143
Abbildung 29: Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter	144
Abbildung 30: Eigenkapitalquote nach Gesamtkapitalrendite	145
Abbildung 31: Eigenkapitalquote nach Unternehmenswachstum.....	146
Abbildung 32: Eigenkapitalquote nach Branche.....	147
Abbildung 33: Eigenkapitalquote nach Rechtsform	149
Abbildung 34: Eigenkapitalquote nach Unternehmensalter.....	150
Abbildung 35: Datenblatt Einflussfaktor Profitabilität über Gesamtkapitalrendite	153
Abbildung 36: Branchenfilter Einflussfaktor Profitabilität über Gesamtkapitalrendite	154
Abbildung 37: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Profitabilität des Unternehmens über Gesamtkapitalrendite	154
Abbildung 38: Datenblatt Einflussfaktor Wachstum	156
Abbildung 39: Branchenfilter Einflussfaktor Wachstum.....	157
Abbildung 40: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Wachstum	157
Abbildung 41: Datenblatt Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe.....	159
Abbildung 42: Datenblatt Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter.....	160
Abbildung 43: Branchenfilter Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe .	161
Abbildung 44: Branchenfilter Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter.....	162
Abbildung 45: Dichotomisierung Unternehmen nach Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe	163
Abbildung 46: Dichotomisierung Unternehmen nach Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter.....	164
Abbildung 47: Datenblatt Einflussfaktor Alter	166
Abbildung 48: Branchenfilter Einflussfaktor Alter.....	167

VII

Abbildung 49: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Alter	167
Abbildung 50: Datenblatt Einflussfaktor Cash-Flow	169
Abbildung 51: Branchenfilter Einflussfaktor Cash-Flow	170
Abbildung 52: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Cash-Flow.....	171
Abbildung 53: Übersicht Ergebnisse Hypothesentests	173

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AG	Aktiengesellschaften
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BörZulV	Börsenzulassungsverordnung
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Co.	Compagnie
d. h.	das heißt
EK	Eigenkapital
et al.	et alii
EU	Europäische Union
f.	folgende (Seite)
ff.	folgende (Seiten)
FK	Fremdkapital
FIBOR	Frankfurt Interbank Offered Rate
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GE	Geldeinheiten
ggf.	gegebenenfalls

IX

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GMU	große mittelständische Unternehmen
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinn
IMS	integrierte Managementsysteme
inkl.	inklusive
i. w. S.	im weiteren Sinn
IfM	Institut für Mittelstandsforschung Bonn
IPO	Initial Public Offering
Jg.	Jahrgang
k. A.	keine Angabe
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
LEMEX	Lehrstuhl für Mittelstand, Existenzgründung und Entrepreneurship
LIBOR	London Interbank Offered Rate
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden

Nr.	Nummer
OHG	offene Handelsgesellschaft
o. V.	ohne Verfasser
p a.	pro Jahr
PAngV	Preisangabenverordnung
S.	Seite
SB	Schaubild
sog.	so genannt
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
Sp.	Spalte
SPV	Special Purpose Vehicle
Std.-Abw.	Standard-Abweichung
u. a.	unter anderem
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
vgl.	Vergleiche
vs.	versus
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil

1 Einleitung

1.1 Thema und Zielsetzung der Arbeit

Die Eigenkapitalausstattung und das Finanzierungsverhalten der deutschen Unternehmen ist ein aktuell umfangreich und öffentlich diskutiertes Thema. Im Mittelpunkt dieser Diskussion steht die Aussage, dass die deutschen Unternehmen unterkapitalisiert seien. "Kreditklemme" oder "Eigenkapitallücke" sind die populären Schlagworte dieser Diskussion. Auch in der betriebswirtschaftlichen Forschung finden sich zahlreiche Theorien, die sich mit dem Finanzierungsverhalten von Unternehmen beschäftigen. Hier steht die Frage im Mittelpunkt, ob eine Wert stiftende Kapitalstruktur existiert oder ob diese irrelevant ist für den Wert des Unternehmens.

Die vorliegende Arbeit will vor dem Hintergrund dieser Rahmenbedingungen ein Bindeglied zwischen den Überlegungen der verschiedenen Kapitalstrukturtheorien einerseits und der deskriptiven Analyse von Eigenkapitalquoten andererseits sein, indem sie die Finanzierungsentscheidung bei großen mittelständischen Unternehmen ins Zentrum der Analyse rückt.

Jedes Unternehmen trifft im Laufe seiner Entwicklung eine Vielzahl von Finanzierungsentscheidungen. Bei jeder Entscheidung hat das Unternehmen die Möglichkeit zwischen verschiedenen Finanzierungsinstrumenten zu wählen. Die Summe aller Finanzierungsentscheidungen spiegelt sich zu jedem Zeitpunkt in der Kapitalstruktur des Unternehmens wider. Dieser grundsätzliche Zusammenhang gilt für alle Unternehmen.

Die Fokussierung auf große mittelständische Unternehmen in Bezug auf ihre Finanzierungsentscheidungen und ihr Finanzierungsverhalten ist aus zwei Gründen besonders interessant. Zum einen stehen diesen Unternehmen aufgrund ihrer Größe alle Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Insbesondere kleine Unternehmen haben auch heute noch keinen Zugang zum gesamten Spektrum der Finanzierungsinstrumente. Zum anderen ist es plausibel anzunehmen, dass gerade in dieser Unternehmensklasse, in der Unternehmen häufig als Familien-Eigentümerunternehmen geführt werden, nur eine geringe Affinität besteht, Informationen über das Unterneh-

men mit Dritten zu teilen. Diese Informationen sind aber der wesentliche Bestandteil der Entscheidungsgrundlage aller an einem Finanzierungsvertrag beteiligten Gruppen. Die angenommene Aversion der großen mittelständischen Unternehmen begründet Informationsasymmetrien, die ihrerseits Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen sind. Folglich wird soll bei der empirischen Untersuchung der Kapitalstruktur in dieser Arbeit ein Modell verwendet werden, dass auf dieser Informationsasymmetrie aufbaut. Mit dem Pecking-Order-Modell liegt ein Ansatz vor, der eine Präferenz der Unternehmen für diejenigen Finanzierungsverträge postuliert, die die Mitsprache Dritter im Unternehmen minimieren. Daher steht an erster Stelle der "Hackordnung" der Einsatz von internem Eigenkapital, gefolgt von der externen Kreditaufnahme. Erst wenn die externe Fremdfinanzierungskapazität erschöpft ist, sieht das Modell die Zuführung von externem Eigenkapital vor.

Vor diesem thematischen Hintergrund lassen sich für die Arbeit zwei Ziele formulieren. Hauptziel der Arbeit ist, das Pecking-Order-Modell empirisch auf seine Fähigkeit hin zu untersuchen, die Kapitalstruktur von großen mittelständischen Unternehmen in Deutschland zu erklären. Nebenziel der Arbeit ist, ein detailliertes Bild der Eigenkapitalausstattung der betrachteten Unternehmen zu erhalten. In welcher Struktur diese Fragen beantwortet werden sollen, wird kurz im zweiten Abschnitt skizziert.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die Gliederung der Arbeit dient dem oben formulierten Hauptziel und folgt daher in vier Schritten der Logik einer empirischen Untersuchung des Pecking-Order-Modells.

Im ersten Schritt sollen die Grundlagen der Arbeit beschrieben werden. Dies sind einerseits die Definition der Unternehmen, anhand derer das Pecking-Order-Modell überprüft werden soll, und andererseits eine kurze Abhandlung über die verschiedenen Finanzierungsinstrumente, die diesen Unternehmen zur Verfügung stehen. Diese ist notwendig, weil die im Mittelpunkt der Untersuchung stehende Kapitalstruktur als das Ergebnis einer Vielzahl von Entscheidungen eben über einzelne Finanzverträge verstanden werden kann. Insofern sind die einzelnen Finanzverträge als Entschei-

dungsalternativen zu interpretieren und die Kapitalstruktur als das Ergebnis dieser Entscheidungen.

Im zweiten Schritt ist der theoretische Bezugsrahmen der Arbeit zu definieren. Das zu untersuchende Pecking-Order-Modell ist in den Kanon der wissenschaftlichen Kapitalstrukturdiskussion einzubetten und als sinnvoller Ausgangspunkt für eine empirische Untersuchung zu bestätigen. Daran anschließend bestätigt die Auswertung von wissenschaftlichen Studien, die sich mit dem Pecking-Order-Modell beschäftigen, die Relevanz dieses Modells.

Auf Grundlage des theoretischen Rahmens kann im dritten Schritt der Aufbau der empirischen Untersuchung beschrieben werden. Zunächst werden die Forschungshypothesen für den postulierten Unterschied der Eigenkapitalausstattungen verschiedener Unternehmensklassen aus der Pecking-Order-Modell abgeleitet. Dabei werden zunächst Hypothesen für alle in der relevanten Forschung genannten Variablen definiert. Erst dann erfolgt mit der Operationalisierung der Variablen eine Synchronisierung mit der Datenbasis.¹ Abschließend wird die Stichprobe nach verschiedenen qualitativen Faktoren ausgewertet nach denen auch der Ausweis der Eigenkapitalquote im nächsten Schritt erfolgen soll.

Zentraler Umfang des vierten Schritts ist dem Hauptziel der Arbeit folgend die statistische Überprüfung der Hypothesen mit einem robusten Verfahren und der Test auf Übertragbarkeit der Ergebnisse von der Stichprobe auf die Grundgesamtheit.² Zusätzlich wird die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung der betrachteten Unternehmen nachrichtlich detailliert.

Umrahmt von Einleitung und Schlussteil sind diese vier Schritte deckungsgleich mit den Kapiteln zwei bis fünf der Arbeit.

¹ Dieses Vorgehen führt dazu, dass nur fünf von sieben möglichen Hypothesen im Rahmen der Arbeit getestet werden können. Zu zwei Hypothesen stehen keine geeigneten Schätzparameter zur Verfügung.

² Dieser Test wird als Signifikanztest bezeichnet. Vgl. zu dem methodischen Vorgehen detailliert Kapitel 4.2.3.

2 Grundlagen

Der erste Abschnitt dieses Kapitels erläutert, welche Unternehmen Gegenstand der Untersuchung sind und versucht abzuschätzen, welche Rolle diese Gruppe von Unternehmen aus gesamtwirtschaftlicher Hinsicht spielt.

Der zweite Abschnitt fasst zusammen, welche Finanzierungsinstrumente diesen Unternehmen zur Verfügung stehen und versucht im Einzelfall diese Entscheidungsalternativen zu bewerten.

2.1 Große Mittelständische Unternehmen als Untersuchungsobjekt

Die folgende Definition basiert auf dem Mittelstandsverständnis der Initiative „Unternehmertum Deutschland“, einem gemeinsamen Forschungsprojekt des Lehrstuhls für Mittelstand, Existenzgründung und Entrepreneurship (LEMEX) der Universität Bremen, des Lehrstuhls für Unternehmensentwicklung an der Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung (WHU) in Vallendar, der Verlagsgruppe Handelsblatt und der Unternehmensberatung McKinsey & Company. „Unternehmertum Deutschland“ versucht, durch eine empirische Umfrage bei mittelständischen Unternehmen die Erfolgsfaktoren für profitables Wachstum zu identifizieren.³

„Unternehmertum Deutschland“ verwendet eine zweidimensionale Definition des Mittelstands, die auf einem quantitativen und einem qualitativen Kriterium basiert.

Im Rahmen dieser Arbeit wird diese Mittelstandsdefinition übernommen, um die Ergebnisse der Umfrage als Datenbasis nutzen zu können. Dies ist wertvoll, weil keine "outside-in" Quellen für dieses spezielle Unternehmenssegment vorliegen.

Die folgende Definition entspricht dem Vorgehen der Initiative.⁴ Das von „Unter-

³ Vgl. weitere Informationen zu „Unternehmertum Deutschland“ im Internet unter www.unternehmertum-deutschland.de.

⁴ Eine ausführliche Analyse zu Umfang und Struktur der befragten Unternehmen findet sich im empirischen Teil der vorliegenden Arbeit.

„Unternehmertum Deutschland“ verwendete quantitative Definitionsmerkmal ist der Umsatz des betrachteten Unternehmens.

Ein Unternehmen wird dann als mittelständisch bezeichnet, wenn es zwischen 50 Mio. Euro und 3 Mrd. Euro Umsatz pro Jahr erwirtschaftet. Die Ausweitung der Umsatzgrenzen im Vergleich zu den traditionellen Mittelstandsdefinitionen macht es möglich, im Weiteren von sog. großen mittelständischen Unternehmen (GMU) zu sprechen.

Als Hilfskriterium wird die Anzahl der im Unternehmen Beschäftigten verwendet; dies jedoch nur dann, wenn die Datenbasis keinen Hinweis auf den Umsatz des Unternehmens enthält.⁵ Für diesen Fall gilt als Untergrenze die Anzahl von 200 Beschäftigten.⁶ Die Definition einer Obergrenze kann entfallen, da in der Quelldatenbank kein Unternehmen existiert, dessen Beschäftigtenanzahl bei fehlender Umsatzangabe vermuten lässt, dass es mehr als 3 Mrd. Euro Umsatz pro Jahr erwirtschaften.

Neben der quantitativen Betrachtung des Unternehmensumsatzes stellt die Mittelstandsdefinition von „Unternehmertum Deutschland“ auf das qualitative Kriterium der wirtschaftlichen Selbstständigkeit ab.

Dem Namen der Initiative entsprechend soll der unternehmerische Aspekt im Vordergrund stehen.⁷ Daraus wird abgeleitet, dass wirtschaftlich selbstständig handelnde und entscheidende Unternehmen ohne Rücksicht auf die Rechtsform betrachtet werden.⁸ Wirtschaftlich unselbstständige Unternehmen sollen nicht in die Untersuchung einbezogen werden. Dennoch werden nicht grundsätzlich Tochterunternehmen ausgeschlossen, da ex ante eine Einzelfallprüfung der selbstständigen Handlungs- und

⁵ Als Datenquelle fungiert die Hoppenstedt-Unternehmensdatenbank 2003.

⁶ Eigene Analysen der Unternehmen mit Umsatz und Beschäftigtenanzahl haben gezeigt, dass im Durchschnitt über alle Branchen etwa eine Viertelmillion Euro Umsatz je Mitarbeiter erwirtschaftet werden, sodass die Grenzwerte für Umsatz und Beschäftigte als vergleichbar gelten können.

⁷ Dabei wird nicht zwischen Eigentümer- und Fremdmanagement unterschieden.

⁸ Hinweise zur Operationalisierung dieses Kriteriums finden sich im empirischen Teil der Arbeit.

Entscheidungsfähigkeit kaum möglich ist.⁹

Vielmehr können durch eine Kontrollfrage im Fragebogen wirtschaftlich unselbstständige Unternehmen ex post ausgeschlossen werden.

GMU im Rahmen dieser Arbeit sind in Anlehnung an die „Unternehmertum Deutschland“-Definition folglich wirtschaftlich selbstständige Unternehmen, die einen jährlichen Umsatz von 50 Mio. bis 3 Mrd. Euro Umsatz erzielen.

Zur Verdeutlichung der Relevanz dieser Unternehmensgruppe soll abgeschätzt werden, welchen Anteil diese Unternehmen an der Gesamtwirtschaft haben.

Der kumulierte Umsatz aller Unternehmen in Deutschland im Jahr 2004 beträgt 4.347 Mrd. Euro.¹⁰

Etwa 40 % davon entfallen auf Unternehmen, die weniger als 50 Mio. Euro Jahresumsatz erwirtschaften, dies entspricht einem Gesamtumsatz von 1.730 Mrd. Euro.¹¹

Somit verbleiben etwa 60 % oder 2.608 Mrd. Euro Gesamtumsatz, die von den Unternehmen erlöst werden, die mehr als 50 Mio. Euro Umsatz pro Jahr erzielen.

Die Addition der Umsätze aller Unternehmen, die 2004 mehr als 3 Mrd. Euro Umsatz erwirtschaftet haben, ergibt 2.080 Mrd. Euro, sodass der Anteil dieser Unternehmen am Gesamtumsatz etwa 48 % beträgt.¹²

Diese 48 % sind von den 60 % zu subtrahieren, sodass auf die in dieser Arbeit als mittelständisch definierten Unternehmen ein Anteil von etwa 12 % des insgesamt erwirtschafteten Umsatzes entfällt. Dieser Anteil entspricht einem Umsatzvolumen von 536 Mrd. Euro.

⁹ In der verwendeten Hoppenstedt-Datenbank werden Konzernverflechtungen nicht abgebildet, eine manuelle Einzelfallprüfung wäre nötig.

¹⁰ Vgl. Statistisches Bundesamt (2006).

¹¹ Vgl. Statistisches Bundesamt (2006).

¹² Vgl. o. V. (2007).

2.2 Finanzierungsinstrumente als Entscheidungsalternativen

Bei jedem Finanzierungsanlass steht ein Unternehmen vor der Frage, welche konkreten Finanzierungsinstrumente zur Verfügung stehen.

Der zweite Abschnitt dieses Kapitels zeigt zunächst, welche verschiedenen Optionen der Finanzierung zur Verfügung stehen. Die Gruppierung dieser Optionen orientiert sich an der ökonomischen Stellung des Kapitalgebers. So werden Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung unterschieden, ebenso mezzanine Kontrakte und alternative Finanzierungsinstrumente.¹³

Auf die Beschreibung der Finanzierungsinstrumente folgt eine kurze kriterienbasierte Diskussion der einzelnen Klassen von Instrumenten, um die spezifische Vorteilhaftigkeit im Einzelfall zu beschreiben und die Entscheidung für eine Finanzierungsform zu diskutieren.

2.2.1 Eigenkapitalfinanzierung

Eigenkapital wird dem Unternehmen von den Eigentümern zur Verfügung gestellt.¹⁴ Diese Kapitalzuführung kann in Form von Geld- oder Sacheinlagen erfolgen.¹⁵

Dabei zeichnet sich Eigenkapital durch folgende Merkmale aus:

- Als Miteigentümer des Unternehmens besitzt der Eigenkapitalgeber bei Unternehmensliquidation einen Anspruch auf die Erlöse in Höhe seines Eigentumsanteils.¹⁶
- Eigenkapitalgeber haften in Höhe ihrer Kapitaleinlage im Insolvenzfall für die Ansprüche der Fremdkapitalgeber. Diese Haftung kann sich in Abhängigkeit der

¹³ Diese Klassifizierung entspricht der Logik des Pecking-Order-Modells, das ebenso zwischen Eigen- und Fremdkapital unterscheidet.

¹⁴ Diese Definition wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur als Mehrheitsmeinung bezeichnet. Vgl. dazu und zu weiteren Definitionsansätzen Swoboda (1985), S. 43.

¹⁵ Vgl. Haller (2001), Sp. 1199.

¹⁶ Vgl. Grunow/Figgner (2006), S. 248.

Rechtsform des Unternehmens bis auf das Privatvermögen der Eigenkapitalgeber erstrecken.¹⁷

- Die Vergütung für die Überlassung von Eigenkapital ist erfolgsabhängig. Eigenkapitalgeber nehmen sowohl an Gewinnen als auch an den Verlusten des Unternehmens teil.¹⁸
- Die Überlassung von Eigenkapital begründet ein Mitspracherecht bei der Unternehmensleitung.¹⁹
- Die Überlassung von Eigenkapital erfolgt i. d. R. nicht terminiert, sodass Eigenkapital dem Unternehmen unbefristet zur Verfügung steht.²⁰
- Erträge aus Eigenkapitalüberlassung unterliegen der vollen Besteuerung mit Einkommen- oder Körperschaftssteuer.²¹

2.2.1.1 Eigenkapital aus Innenfinanzierung

Innenfinanzierung ist definiert als der Saldo von Finanzierungsmitteln, der dem Unternehmen durch die Umwandlung von Vermögensgegenständen in liquide Mittel zur Verfügung steht.²² Obwohl die Finanzierungsmittel also von außen zufließen, spricht man von Innenfinanzierung, da der Zufluss von außen als eine Folge der Desinvestition interner Vermögensgegenstände interpretiert wird.²³ Folglich beinhaltet eine Innenfinanzierung auch keinen Anspruch auf zukünftige Zahlungen an Dritte.

Die Darstellung der verschiedenen Innenfinanzierungsarten in dieser Arbeit folgt der in der wissenschaftlichen Literatur verwendeten bilanzorientierten Sichtweise, die im folgenden Schaubild zusammengefasst ist.²⁴

¹⁷ Vgl. Schipporeit (2001), S. 441.

¹⁸ Vgl. Swoboda (1985), S. 43.

¹⁹ Vgl. Haller (2001), Sp. 1200.

²⁰ Vgl. Jahrman (1996), S. 254.

²¹ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 348.

²² Vgl. Bitz (2002), S. 8.

²³ Vgl. Neubürger (2001), S. 156.

²⁴ Vgl. Neubürger (2001), S. 157.

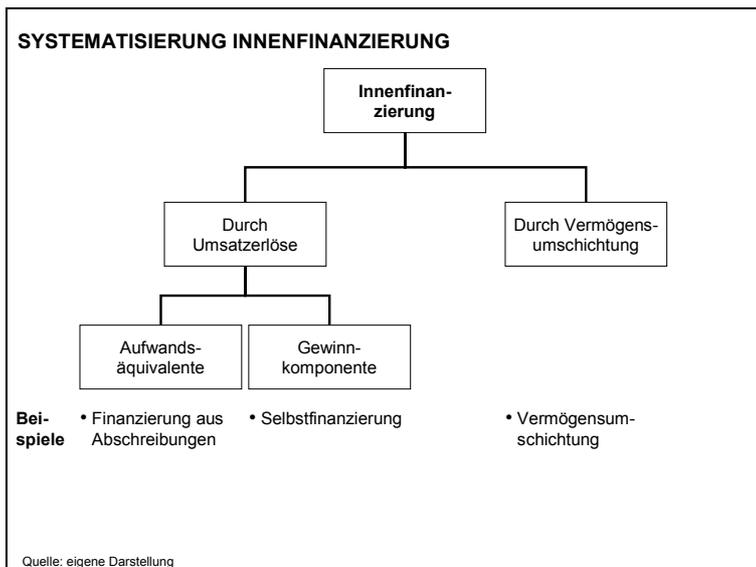


Abbildung 1: Systematisierung Innenfinanzierung

Die Freisetzung der liquiden Mittel kann grundsätzlich aus den betrieblichen Umsatzerlösen einerseits oder andererseits aus einer Vermögensumschichtung innerhalb des Unternehmens erfolgen.²⁵ Bei der Finanzierung aus den betrieblichen Umsatzerlösen wird unterschieden zwischen der Finanzierung aus der Gewinnkomponente und der Finanzierung aus Aufwandsäquivalenten. Zu den relevanten Aufwandspositionen zählen hier die Finanzierung aus Abschreibungen und die Finanzierung aus Rückstellungen.²⁶ Die Finanzierung aus Vermögensumschichtung wird abschließend dargestellt.

Unabhängig von dem bilanziell zugrunde liegenden Sachverhalt müssen bei allen Arten der Innenfinanzierung zwei Bedingungen erfüllt sein, damit eine Finanzierungswirkung entsteht. Erstens muss ein Zufluss liquider Mittel vorliegen, der aus der betrieblichen Leistungserstellung erwirtschaftet sein kann oder aus einer Vermögensumschichtung resultieren muss. Zweitens dürfen diesen Einzahlungen keine aufwandsbasierten Auszahlungen in gleicher Höhe in der gleichen Periode entgegenstehen. Wenn beide Bedingungen erfüllt sind, dann ergeben sich die im Folgenden

²⁵ Vgl. Süchting (1995), S. 257ff.

²⁶ Die Finanzierung aus Rückstellungen wird im Kapitel zur Fremdkapitalfinanzierung beschrieben. Vgl. dazu S. 32.

detaillierten Finanzierungsarten.

2.2.1.1.1 Selbstfinanzierung

Selbstfinanzierung i.e.S. wird definiert als Finanzierung aus nicht ausgeschütteten Gewinnen.²⁷ Nach der Art des Bilanzausweises der thesaurierten Gewinne unterscheidet die Literatur zwischen offener und stiller Selbstfinanzierung.²⁸ Erfolgt die Selbstfinanzierung aus ausgewiesenen Gewinnen, spricht man von offener Selbstfinanzierung, wenn die Selbstfinanzierung aus nicht ausgewiesenen Gewinnen erfolgt, handelt es sich um die sog. stille Selbstfinanzierung.²⁹

Offene Selbstfinanzierung ist somit definiert als die Nichtausschüttung von bilanziell ausgewiesenen Gewinnen. Voraussetzung für diese Finanzierungsart ist der bewusste Verzicht der Anteilseigner auf die Ausschüttung der erwirtschafteten Überschüsse.³⁰ Da der thesaurierte Gewinn der Einkommen- oder Körperschaftssteuer und der Gewerbeertragssteuer unterliegt, steht der Gewinn betragsmäßig nur nach Steuern für die Finanzierung zur Verfügung. Handelt es sich bei dem Unternehmen um eine Personengesellschaft, so erfolgt eine Gutschrift auf dem Kapitalkonto, bei Kapitalgesellschaften erfolgt die Einstellung in die sog. Gewinnrücklagen.³¹ Damit kann der Umfang der Finanzierung durch den intertemporalen Vergleich der betroffenen Eigenkapitalbilanzposition ermittelt werden.

Stille Selbstfinanzierung ist analog definiert als die Nichtausschüttung von nicht ausgewiesenen Gewinnen. Damit entspricht die stille Selbstfinanzierung einer verdeckten Einbehaltung von Gewinnen. Diese stillen Reserven unterliegen erst bei der Auflösung der Besteuerung, sodass bei dieser Variante der Selbstfinanzierung der Gewinn vor Steuern zur Verfügung steht. Die Verringerung des bilanziellen Gewinn-

²⁷ Vgl. Eilenberger (2003), S. 253. Vereinzelt wird auch die Innenfinanzierung als Selbstfinanzierung i.w.S. bezeichnet.

²⁸ Vgl. Süchting (1995), S. 257.

²⁹ Vgl. Bleis (2006), S. 121.

³⁰ Vgl. Betge (2001), Sp. 1918.

³¹ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 465. Auf die einschränkenden Mindestvorschriften des § 150 AktG über die Bildung einer gesetzlichen Rücklage soll hier nicht näher eingegangen wer-

ausweises kann dabei auf zwei unterschiedliche Arten erfolgen, entweder durch eine Aktiva-Unterbewertung oder eine Passiva-Überbewertung. Die Unterbewertung von Aktiva kann grundsätzlich erfolgen, indem Aktivierungen nicht vollzogen werden, Vermögensteile mit niedrigem Wertansatz bilanziert werden oder Zuschreibungen von Wertsteigerungen vermieden werden.³² Da die Bildung dieser bilanziellen Reserven verdeckt erfolgt, kann das Volumen anders als bei der offenen Selbstfinanzierung nicht aus der externen Rechnungslegung abgeleitet werden.

2.2.1.1.2 Finanzierung aus Abschreibungen

Der regelmäßige betriebliche Leistungsprozess in einem Unternehmen verursacht Wertminderungen bei den abnutzbaren Vermögensgegenständen des Anlagevermögens. Diese Wertminderungen werden in Form von sog. Abschreibungen planmäßig erfasst und in der entsprechenden Periode erfolgswirksam als Aufwand verbucht.³³ Die Behandlung dieser Wertminderungen als Aufwand führt daher zu einer Verringerung des ausweisbaren Bilanzgewinns. Dieses Abschreibungsverständnis basiert auf der Annahme, dass durch den betrieblichen Leistungsprozess ein regelmäßiger Aktivtausch stattfindet, durch den investiertes Anlagevermögen in liquides Finanzvermögen transferiert wird.³⁴ Dieser bilanzielle Zusammenhang ist die Grundlage für eine Finanzierung aus Abschreibungen. Damit diese Buchung eine Finanzierungswirkung bekommt, müssen allerdings folgende Bedingungen erfüllt sein. Erstens müssen die Abschreibungen in der verrechneten Höhe in den Umsatzerlösen berücksichtigt sein und zweitens müssen diese Umsatzerlöse bereits liquiditätswirksam dem Unternehmen als Einzahlung zur Verfügung stehen. Sind beide Bedingungen erfüllt, entfaltet sich eine Finanzierungswirkung aus den Abschreibungen, indem nicht zur Ausschüttung zur Verfügung stehende Liquidität im Unternehmen geschaffen wird. Investiert das Unternehmen den Abschreibungsgegenwert nicht in Ersatzinvestitionen, sondern in Erweiterungsinvestitionen, resultiert daraus eine Kapazitätserweite-

den. Vgl. dazu Perridon/Steiner (2007), S. 465.

³² Vgl. Stiefl (2005), S. 68.

³³ Außerplanmäßige Abschreibungen sollen in diesem Kontext nicht berücksichtigt werden.

³⁴ Vgl. Neubürger (2001), S. 158.

nung.³⁵ Durch eine Erhöhung der Anzahl der Anlagen, die zur Produktion zur Verfügung stehen, wird die Kapazität in der betrachteten Periode erhöht, demgegenüber bleibt die Gesamt-Totalkapazität gleich, da die Erhöhung der Anlagenanzahl durch eine Verkürzung der durchschnittlichen Restnutzungsdauer kompensiert wird.³⁶

Die Finanzierung aus Abschreibungen wird dann zu einer stillen Selbstfinanzierung, wenn über den tatsächlichen Wertverlust hinaus durch die Wahl der Abschreibungsmethode stille Reserven gebildet werden.³⁷

Aus pragmatischen Gründen sollen an dieser Stelle auch als Exkurs Finanzierungen aus Rückstellungen und Finanzierungen aus Vermögensumschichtungen erörtert werden.

2.2.1.1.3 Finanzierung aus Vermögensumschichtung

Während bei der Finanzierung aus Abschreibungen die Vermögensumschichtung von investiertem Anlagekapital in liquides Vermögen nur im Rahmen des regelmäßigen betrieblichen Leistungserstellungsprozesses berücksichtigt wird, versteht man unter der Finanzierung aus Vermögensumschichtung einerseits Veräußerung von Vermögensgegenständen im Rahmen einer Desinvestition und andererseits die Reduktion der Kapitalbindung durch effizienteres Management vor allem des Umlaufvermögens.³⁸ Im ersten Fall kommt es zu einem reinen Aktivtausch, indem nicht oder nicht mehr betriebsnotwendiges Vermögen veräußert wird. Typische Beispiele sind hier die Veräußerung von Wertpapieren oder Grundstücken.³⁹ Die Finanzierungswirkung entsteht durch den Zugang der liquiden Mittel, die den Verkaufserlös der Desinvestitionsentscheidung repräsentieren. Der zweite Fall wird in der Literatur auch als Finanzierung durch Rationalisierung bezeichnet.⁴⁰ Hierbei entsteht der Fi-

³⁵ Vgl. Braunschweig (1999), S. 96ff.

³⁶ Vgl. eine ausführliche Darstellung des beschriebenen Effekts in Wöhe/Bilstein (2002), S. 361 ff.

³⁷ Vgl. zum Zusammenhang von stillen Reserven und Abschreibungsmethode Süchting (1995), S. 258 ff.

³⁸ Vgl. Neubürger (2001), S. 158.

³⁹ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 478.

⁴⁰ Vgl. Eilenberger (2001), Sp. 788.

finanzierungseffekt durch eine Verringerung der Kapitalbindung, die zu einer Erhöhung der liquide verfügbaren Finanzmittel führt. Die Reduktion der Kapitalbindung wird erreicht durch eine Synchronisierung des Realgüterkreislaufs mit dem korrespondierenden Cash-Kreislauf.⁴¹ Dieses sog. Working Capital Management bezieht sich damit vor allem auf die Positionen des Umlaufvermögens. Als typische Beispiele sind hier die Verbesserung der Debitoren- und Kreditorenbuchhaltung sowie eine Reduktion der Lagerhaltung durch z. B. Just-in-time-Lieferungen zu nennen.

Das Innenfinanzierungsverhalten der Unternehmen kann auf Basis einer Analyse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme quantifiziert werden. Diese Untersuchung wird jährlich durch die Deutsche Bundesbank durchgeführt.

Für das Jahr 2005 ergibt sich für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ein Innenfinanzierungsvolumen von 220,0 Mrd. Euro.⁴² 34,7 Mrd. Euro davon resultieren aus einbehaltenen Gewinnen, 185,3 Mrd. Euro aus Abschreibungsgegenwerten. Bei einem gesamten Finanzierungsvolumen von 235,7 Mrd. Euro ergibt sich rechnerisch eine Innenfinanzierungsquote von 93,3 %.⁴³ Die folgende Abbildung zeigt die historische Entwicklung der Innenfinanzierung.

⁴¹ Vgl. ausführliche Darstellung zu den Möglichkeiten des Working Capital Management bei Eilenberger (2003), S. 339 ff.

⁴² Vgl. Deutsche Bundesbank (2006a), S. 20.

⁴³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2006a), S. 20.

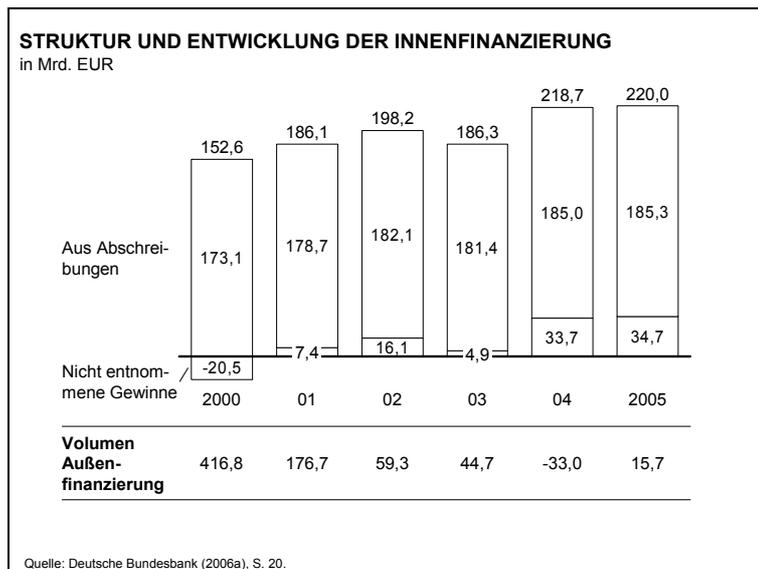


Abbildung 2: Struktur und Entwicklung der Innenfinanzierung

Es wird deutlich, dass nur im Jahr 2000 die Außenfinanzierung der Unternehmen mehr Volumen als die Innenfinanzierung verantwortete. Die Relevanz dieser Finanzierungsart wird darüber hinaus durch eine Umfrage der Kreditanstalt für Wiederaufbau belegt, in der die Innenfinanzierung von den beteiligten Unternehmen mit Abstand als wichtigste Finanzierungsform bewertet wird.⁴⁴

2.2.1.2 Eigenkapital aus Außenfinanzierung

Erfolgt der Zufluss der Finanzierungsmittel aus unternehmensexternen Quellen, handelt es sich um die im Folgenden zu untersuchende Außenfinanzierung.⁴⁵

Grundsätzlich kann zwischen Beteiligungsfinanzierung über organisierte Kapitalmärkte, dem sog. Public Equity, und Beteiligungsfinanzierung außerhalb der Börse, dem sog. Private Equity unterschieden werden.⁴⁶

⁴⁴ Vgl. KfW Bankengruppe (2004), S. 44.

⁴⁵ Vgl. Eilenberger (2003), S. 254.

⁴⁶ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 11.

2.2.1.2.1 Beteiligungsfinanzierung mit Zugang zum Kapitalmarkt

In diesem Unterabschnitt werden die Grundlagen einer Public-Equity-Finanzierung beschrieben. Da an Börsen ausschließlich in Aktienform verbriefte Beteiligungen gehandelt werden, ist das Profil einer Finanzierung durch Aktien zu beschreiben und zu bewerten.⁴⁷

Aktien sind Wertpapiere, die ein Teilhaberrecht an einer Aktiengesellschaft verbrieften.⁴⁸ Eine Finanzierung durch Aktien ist im Aktiengesetz detailliert geregelt.⁴⁹

Zu den wesentlichen Rechten des Aktionärs, die in diesem Gesetz kodifiziert sind, zählen der Dividendenanspruch, das Recht, junge Aktien bei Kapitalerhöhungen zu beziehen, und das Recht auf Information und Kontrolle der Geschäftsleitung.⁵⁰ Der Dividendenanspruch bezeichnet das Recht, entsprechend der jeweiligen Kapitalbeteiligung des Aktionärs einen Residualanspruch auf den Gewinn des Unternehmens zu haben. Dieser Anspruch bezieht sich im Falle der Liquidation ebenfalls auf das Vermögen der Gesellschaft. Das Recht, junge Aktien bei einer Kapitalerhöhung zu beziehen, ermöglicht dem Kapitalgeber, seinen Anteil an der Gesellschaft konstant zu halten, indem er zu den Bedingungen der Kapitalerhöhung neue Aktien kauft.⁵¹ Die gesetzlichen Informations- und Kontrollrechte haben verschiedene Ausprägungen. Hierzu zählen das Recht, an einer jährlich einzuberufenden Hauptversammlung teilzunehmen und über gesetzlich und in der Gesellschaftssatzung festgelegte Sachverhalte abzustimmen; dabei ist der Umfang des Stimmrechts von der Höhe der Beteiligung abhängig. Ferner zählt zu den Informations- und Kontrollrechten ein Auskunftsrecht für den Aktionär, das den Vorstand verpflichtet, auf der Hauptversammlung zu Fragen der Aktionäre Stellung zu nehmen.⁵²

⁴⁷ Aktien können ungeachtet dessen natürlich auch außerhalb organisierter Kapitalmärkte gehandelt werden.

⁴⁸ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 235. Die Betrachtung kann sich auf Aktiengesellschaften beschränken, da in Deutschland nur etwa 1,2 % aller Aktiengesellschaften in der Rechtsform einer KGaA geführt werden. Vgl. dazu Statistisches Bundesamt (2003), S. 60.

⁴⁹ Vgl. §§ 182–221 AktG.

⁵⁰ Vgl. Kley (2001), Sp. 36.

⁵¹ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 236.

⁵² Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 236.

Das Volumen der Eigenkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt lässt sich durch die Marktkapitalisierung der Unternehmen abbilden, die in der monatlichen Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank veröffentlicht wird. Am Jahresende 2005 betrug der als Marktkapitalisierung bezeichnete Umlauf zu Kurswerten aller deutschen Unternehmen 1.059,0 Mrd. Euro.⁵³ Der als Emission bezeichnete Absatz neuer Aktien umfasste im Jahr 2005 ein Volumen von 10,8 Mrd. Euro.⁵⁴

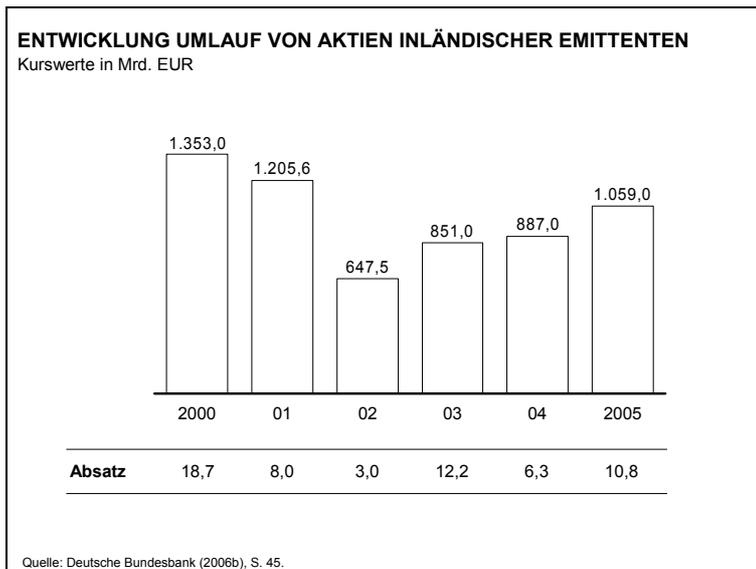


Abbildung 3: Entwicklung Umlauf von Aktien inländischer Emittenten

Die Abbildung verdeutlicht einerseits den Rückgang der Marktkapitalisierung nach dem Höhepunkt der Hausse um die Jahrtausendwende und andererseits das bis auf 3,0 Mrd. absinkende Neuemissionsvolumen im Jahr 2002, das sich seit dem unbeständig entwickelt.

Zur Einschätzung der relativen Marktgröße und zur internationalen Vergleichbarkeit der Kapitalmarktaffinität einer Volkswirtschaft wird in der Literatur die Marktkapitalisierung als Prozentanteil der Gesamtwirtschaftsleistung ausgewiesen.⁵⁵ Bezogen auf 2002 ergibt sich für Deutschland ein Quotient aus Marktkapitalisierung bezogen

⁵³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2006b), S. 45.

⁵⁴ Dieses Volumen enthält auch Kapitalerhöhungen. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank (2006b), S. 45.

⁵⁵ Vgl. Achleitner/Fingerle (2004), S. 31 und Deutsche Bundesbank (2004a), S. 16.

auf das Bruttoinlandsprodukt von 32,5 %.⁵⁶ Aus den Vergleichswerten für die USA mit 106,7 %, Großbritannien mit 115,7 % und Frankreich mit 73,8 % wird der im internationalen Vergleich geringe Grad an Kapitalmarktorientierung des deutschen Finanzsystems in Bezug auf Eigenkapitaltitel deutlich.⁵⁷

2.2.1.2.2 Beteiligungsfinanzierung ohne Zugang zum Kapitalmarkt

Der vorhergehende Abschnitt hat die Beteiligungsfinanzierung über die Börse untersucht. Während dieser Weg nur Aktiengesellschaften offen steht, kann eine Eigenkapitalfinanzierung außerhalb der Börse, d. h. eine Private-Equity-Finanzierung, rechtsformunabhängig durchgeführt werden.

Das Verständnis des Private-Equity-Begriffs hat sich seit seiner erstmaligen Verwendung in den USA vor etwa 40 Jahren im Zeitablauf gewandelt.⁵⁸ Auch heute lässt sich in der Literatur noch kein einheitliches Begriffsverständnis finden.⁵⁹ Im Kontext dieser Arbeit soll Private Equity als nicht über die Börse gehandeltes Eigenkapital verstanden werden.⁶⁰ Mezzanine-Kapital-Instrumente werden nicht als Private Equity verstanden und separat in Abschnitt 2.2.3 behandelt.

Private Equity im Sinne dieser Definition zeichnet sich dabei durch zwei konstitutive Merkmale aus. Erstens handelt es sich bei Private Equity grundsätzlich um die Überlassung von Kapital gegen Beteiligungstitel (Equity). Diese können verbrieft in Form von Aktien oder unverbrieft rechtsformabhängig z. B. als GmbH-Anteile vorliegen.⁶¹ Das zweite konstitutive Merkmal bezieht sich auf das Funding. Private Equity wird nicht anonymisiert und öffentlich am Kapitalmarkt bereitgestellt, sondern i. d. R. bilateral zwischen Investor und Unternehmen unter Ausschluss der Öff-

⁵⁶ Das deutsche Bruttoinlandsprodukt betrug 2002.987,6 Mrd. Euro. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank (2004b), S. 60.

⁵⁷ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2003b), S. 16.

⁵⁸ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 3.

⁵⁹ Vgl. Jesch (2002), S. 143.

⁶⁰ Die Arbeit folgt damit dem Verständnis des IfM, Bonn. Vgl. dazu Kokalj/Paffenholz (2001), S. 101.

⁶¹ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 12.

fentlichkeit verhandelt.⁶² Als akzessorische Kennzeichen einer Private-Equity-Finanzierung gelten:

- Die Kapitalüberlassung erfolgt befristet. Typischerweise findet die Desinvestition aus Sicht des Kapitalgebers nach einem Zeitraum von fünf bis sieben Jahren statt.⁶³
- Zusätzlich zur Kapitalüberlassung kommt es zu einem Know-how-Transfer durch die Investoren in das Unternehmen, indem die Kapitalgeber parallel als Berater für das Unternehmen oder als Manager im Unternehmen tätig werden.⁶⁴
- Neben den Eigenkapitaltiteln kommt es zusätzlich zur Überlassung von Mezzanine-Finanzierungsinstrumenten.⁶⁵

Nach dem Zeitpunkt der Private-Equity-Investition bezogen auf das Lebensalter des Unternehmens sind zwei verschiedene Formen von Private Equity zu unterscheiden.⁶⁶ Erfolgt die Finanzierung zur Gründung oder zu ersten Erweiterungsinvestitionen, und somit in einer frühen Phase des Lebenszyklus des finanzierten Unternehmens, handelt es sich um eine Venture-Capital-Finanzierung.⁶⁷ Eine Private-Equity-Finanzierung i. e. S. liegt dann vor, wenn der Kapitalzufluss zu einem späteren Zeitpunkt des Unternehmenslebenszyklus erfolgt.⁶⁸ Als typische Anlässe gelten hier die verschiedenen Formen von Buy-out-Finanzierungen sowie Expansionsfinanzierungen.⁶⁹ Als Datenbasis für die Skizzierung des deutschen Private-Equity-Markts kann die jährliche Statistik des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften dienen.⁷⁰

Für das Jahr 2005 ergibt sich ein Bruttoinvestitionsvolumen von 3.039,6 Mio. Euro,

⁶² Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 58.

⁶³ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 12.

⁶⁴ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 12.

⁶⁵ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 6.

⁶⁶ Vgl. Einschränkungen der überschneidungsfreien Abgrenzung Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 14.

⁶⁷ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 12.

⁶⁸ Jesch (2002), S. 143.

⁶⁹ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 59.

⁷⁰ Dabei werden nahezu alle deutschen Investoren berücksichtigt, internationale Investoren finden aber keine Berücksichtigung.

das sich auf 983 Unternehmen verteilt.⁷¹ Im Sinne der obigen Trennung zwischen Venture Capital und Private Equity i. e. S. entfielen 2005 90,0 % der Investition auf Private Equity i. e. S. Dies entspricht einem Volumen von 2.735,9 Mio. Euro.⁷² Das Venture-Capital-Volumen beträgt mit 10,0 % der Bruttoinvestitionen 304,0 Mio. Euro. Insgesamt beträgt das per Jahresende 2005 auf 5.723 Unternehmen verteilte investierte Eigenkapital 21.500 Mio. Euro.⁷³ Eine Relativierung dieses Marktvolumens kann erfolgen, indem es als Anteil des gesamten Eigenkapitalmarkts ausgedrückt wird. Eigenkapitalfinanzierungen über den Kapitalmarkt haben per 2005 ein Volumen von 1.059,0 Mrd. Euro, sodass sich der Gesamtmarkt für Eigenkapitalfinanzierungen in Deutschland auf knapp 1.081 Mrd. Euro im Jahr 2005 addiert. Damit entspricht der auf den Private-Equity-Markt entfallende Anteil von knapp 22 Mrd. Euro einem prozentualen Anteil knapp 2,0 %.

2.2.2 Finanzierung durch Fremdkapital

Fremdkapital ist die Überlassung von Vermögensgegenständen durch externe Kapitalgeber auf Kreditbasis.⁷⁴ Dabei kann sich die Überlassung der Vermögensgegenstände in Form von Finanz- oder Sachmitteln vollziehen.

Fremdkapital zeichnet durch folgende Merkmale aus:

- Fremdkapitalgeber haften nicht für die Verbindlichkeiten des Unternehmens, da sie Gläubiger und nicht Anteilseigner sind.⁷⁵
- Die Vergütung für die Überlassung von Fremdkapital ist nicht erfolgsabhängig. Fremdkapitalgeber erwerben einen vertraglich fixierten Anspruch auf Vergütung in Form von Zinsen.⁷⁶

⁷¹ Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2006), S. 1 und S. 4.

⁷² Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2006), S. 7.

⁷³ Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2006), S. 5.

⁷⁴ Kredite von Anteilseignern werden in Abschnitt 2.2.3 erörtert.

⁷⁵ Vgl. Stiefl (2005), S. 45.

⁷⁶ Vgl. Haller (2001), Sp. 1199.

- Als Gläubiger des Unternehmens besitzen Fremdkapitalgeber einen Anspruch auf Rückzahlung in Höhe des nominalen Kreditbetrags, im Insolvenzfall werden ihre Forderungen vorrangig bedient, es gibt keine Partizipation am ⁷⁷
- Die Überlassung von Fremdkapital begründet kein Mitspracherecht bei der Unternehmensleitung. Indirekte Einflussnahme wird in der Literatur bei hohem Kreditvolumen oder Zahlungsschwierigkeiten vermutet. ⁷⁸
- Die Überlassung von Fremdkapital erfolgt i. d. R. terminiert, sodass Fremdkapital dem Unternehmen nur befristet zur Verfügung steht. ⁷⁹
- Zinsaufwand aus der Fremdkapitalaufnahme wird bei der Ermittlung des Steuergewinns abgesetzt. ⁸⁰
- Im Folgenden soll nun analog zur Darstellung der Eigenkapitalfinanzierung zwischen Fremdkapitalfinanzierung mit Zugang zum Kapitalmarkt und Fremdkapitalfinanzierung ohne Zugang zum Kapitalmarkt unterschieden werden.

2.2.2.1 Fremdkapitalfinanzierung mit Zugang zum Kapitalmarkt

Der Zugang zum Kapitalmarkt erfolgt bei einer Fremdkapitalfinanzierung mittels Anleihen. Anleihen sind Wertpapiere, die eine Forderung verbriefen. ⁸¹ Zu den in der Anleihe verbrieften Forderungsrechten des Gläubigers zählen der Anspruch auf Rückzahlung und der Anspruch auf Zinsen. ⁸² Sind in der Urkunde weitere Rechte verbrieft, werden diese im Rahmen dieser Arbeit in Abschnitt 2.2.3 unter dem Aspekt Mezzanine-Kapital untersucht. ⁸³

Durch den Erwerb einer Schuldverschreibung kommt es zu der Gewährung eines

⁷⁷ Vgl. Eilenberger (2003), S. 253.

⁷⁸ Vgl. Jahrmann (1996), S. 54.

⁷⁹ Vgl. Braunschweig (1999), S. 51.

⁸⁰ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 348.

⁸¹ Wertpapiere sind Urkunden, die ein privates Vermögensrecht verbriefen, zu dessen Ausübung der Besitz des Wertpapiers erforderlich ist. Vgl. dazu Grill/Perczynski (2004), S. 206.

⁸² Vgl. Süchting (1995), S. 150.

⁸³ Zu diesen Sonderrechten zählen das Recht auf Wandel in Aktien, Bezugsrechte und Rechte auf Beteiligung am Erfolg.

Darlehens an das emittierende Unternehmen durch den Anleger, der die Anleihe erwirbt.⁸⁴ Mit dem Besitz der Anleihe erwirbt der Gläubiger das Recht auf Rückzahlung und den Anspruch auf Verzinsung.

Anhand der wesentlichen Ausstattungskriterien der Anleihe Verzinsung, Rückzahlung und Besicherung können folgende Formen von Industrieobligationen unterschieden werden.⁸⁵

Nach der Art der Verzinsung kann unterschieden werden zwischen Kupon- und Null-Kupon-Anleihen. Kupon-Anleihen haben einen variablen oder festgelegten Nominalzins, der i. d. R. jährlich gezahlt wird. Bei variabler Verzinsung spricht man von Floating Rate Notes, deren Verzinsung sich an einem Referenzzinssatz orientiert.⁸⁶ Ist der Nominalzins festgelegt, handelt es sich um einen Straight Bond. Im Falle der Null-Kupon-Anleihe werden keine laufenden Zinsen gezahlt, hier entsteht der Zinsertrag des Gläubigers aus der Differenz zwischen Emissions- und Rückzahlungsbetrag.⁸⁷

Nach der Art der Rückzahlung kann zwischen endfälligen Anleihen, Anleihen mit laufender Tilgung und sog. ewigen Anleihen unterschieden werden. Endfällige Anleihen werden in einem Gesamtbetrag am Ende der Laufzeit zurückbezahlt, ewige Anleihen werden nicht zurückbezahlt. Bei den Schuldverschreibungen mit laufender Tilgung wird das Darlehen in Raten zurückbezahlt. In diesem Fall kann durch ein Losverfahren bestimmt werden, welche Tranchen zurückbezahlt werden. Alternativ findet ein Rückkauf über die Börse statt.⁸⁸

Nach der Form der Besicherung kann zwischen besicherten und unbesicherten Anleihen unterschieden werden. Um eine Anleihe zu besichern, stehen dem Unterneh-

⁸⁴ Die Begriffe Anleihe, Schuldverschreibung und Obligation werden in dieser Arbeit gleichbedeutend verwendet.

⁸⁵ Diese Gliederung gilt analog bei Schuldverschreibungen sonstiger Emittenten. Vgl. zu den Ausstattungsmerkmalen Süchting (1995), S. 155.

⁸⁶ Als Referenzzins dienen in der Regel die LIBOR oder die FIBOR. Zusätzlich erfolgt ein Aufschlag, der sog. Spread, der das vom Anleger übernommene unsystematische Risiko prämiiert.

⁸⁷ Vgl. Gebhardt (1993), S. 448.

⁸⁸ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 215 f. und Wurm/Wolff/Ettmann (1999), S. 175.

men drei verschiedene Möglichkeiten offen.⁸⁹ Bei der dinglichen Absicherung erfolgt regelmäßig die Eintragung einer Gesamtgrundschuld zugunsten eines als Treuhänder agierenden Kreditinstituts. Alternativ kann die Absicherung einer Anleihe durch eine Bürgschaft oder eine Garantieerklärung eines Gewährträgers erfolgen. Schließlich kann die Besicherung einer Anleihe auch durch die vertragsmäßige Selbstverpflichtung des emittierenden Unternehmens, keine weiteren Anleihen zu begeben, erfolgen. Neben dieser sog. Negativerklärung kann in den Anleihebedingungen auch die Einhaltung bestimmter Finanzierungsregeln festgelegt sein.⁹⁰

Das Volumen der Fremdkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt lässt sich auf Basis der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank bestimmen.

Am Jahresende 2005 betrug der Umlauf von Industrieobligationen in Nominalwerten aller deutschen Unternehmen 83,9 Mrd. Euro.⁹¹ Der Bruttoabsatz neuer Anleihen erreichte im Jahr 2005 ein Volumen von 24,3 Mrd. Euro.⁹²

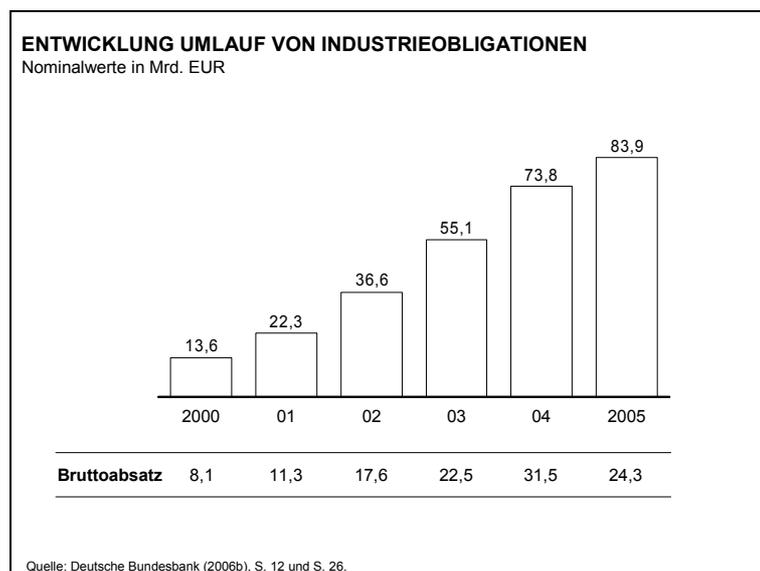


Abbildung 4: Entwicklung Umlauf von Industrieobligationen

⁸⁹ Vgl. Süchting (1995), S. 154.

⁹⁰ Vgl. Wurm/Wolff/Ettmann (1999), S. 176.

⁹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2006b), S. 26.

⁹² Bruttoabsatz ist der Erstabatz neuaufgelegter Wertpapiere. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank (2006b), S. 12.

Die Abbildung verdeutlicht das dynamische Wachstum des Markts für Unternehmensanleihen seit dem Jahr 2000. Analog zum Vorgehen bei börsengehandelten Eigenkapitaltiteln soll auch das börsennotierte Fremdkapital durch das Bruttoinlandsprodukt relativiert international vergleichbar gemacht werden. Trotz des dynamischen Wachstums der letzten Jahre konstatiert die Deutsche Bundesbank in einer Studie im April 2004 auch für die Kapitalmarktorientierung bei Fremdkapitaltiteln einen Rückstand für deutsche Unternehmensanleihen im internationalen Vergleich. So beträgt das relativierte Marktvolumen in Deutschland 6 % des Bruttoinlandsprodukts, während es in den USA bei 26 %, in Großbritannien ebenfalls bei 26 % und in Frankreich noch bei 23 % liegt.⁹³

2.2.2.2 Fremdkapitalfinanzierung ohne Zugang zum Kapitalmarkt

Anders als bei der soeben beschriebenen Fremdkapitalfinanzierung mit Kapitalmarktzugang existiert im Bereich der nicht börsengehandelten Produkte eine große Anzahl von Finanzinstrumenten, die nach Art des Kreditgebers typischerweise in Bank- und Nicht-Bank-Produkte unterteilt werden.⁹⁴ Während der Bankkredit der ersten Gruppe zuzuordnen ist, sind das Schuldscheindarlehen und der Handelskredit als Nicht-Bank-Produkte zu bezeichnen. Förderkredite nehmen eine Zwitterstellung ein und sollen ebenfalls getrennt beschrieben und bewertet werden.⁹⁵

2.2.2.2.1 Bankkredit

Aufgrund der Heterogenität der Finanzinstrumente, die sich als Bankkredit beschrei-

⁹³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004a), S. 16. Der in dieser Studie genannte Marktumlauf von 143 Mrd. Euro schließt die aus steuerlichen Gründen über ausländische Tochtergesellschaften begebenen Anleihen mit ein, die oben nicht berücksichtigt worden sind. Ohne diese Emissionen wird der beschriebene Effekt noch verstärkt.

⁹⁴ Vgl. Achleitner/Wahl (2004), S. 44.

⁹⁵ Zur Reduktion der Komplexität soll eine weitere Unterteilung der nicht börsengehandelten Fremdkapitalprodukte in der Gliederung unterbleiben. Neben der beschriebenen Trennung in Bank- und Nicht-Bankprodukte findet sich in der Literatur auch eine Gliederung nach Fristigkeit. Vgl. zu den möglichen Gliederungskriterien ausführlich Hölscher (2001), Sp. 1372.

ben lassen, und aufgrund der großen Bedeutung, die diese Form der Finanzierung in Deutschland besitzt, soll für die Beschreibung und Bewertung von Bankkrediten die im folgenden Schaubild visualisierte Gliederung verwendet werden.⁹⁶

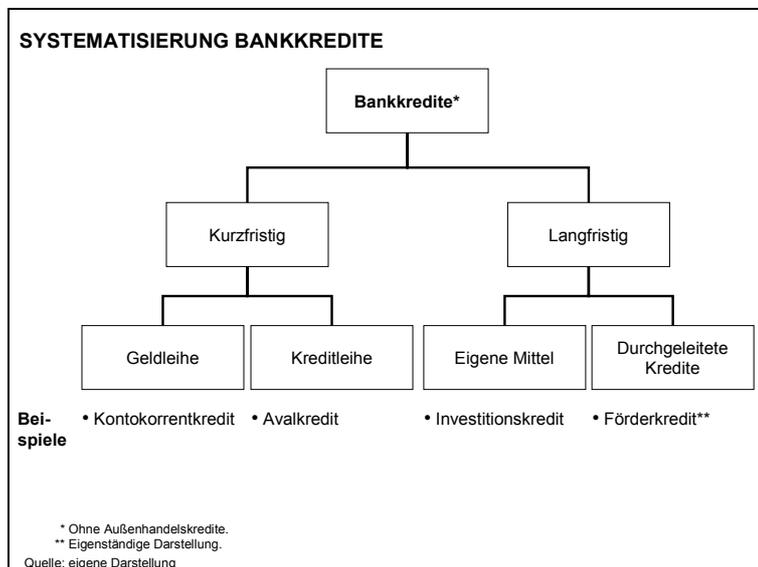


Abbildung 5: Systematisierung Bankkredite

Nach dem Kriterium der Fristigkeit wird auf erster Ebene zwischen kurzfristigen Krediten einerseits und mittel- und langfristigen Krediten andererseits unterschieden. Dabei sollen analog der Definition der Deutschen Bundesbank Kredite mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr als kurzfristig und Kredite mit einer Laufzeit von fünf und mehr Jahren als langfristig bezeichnet werden.⁹⁷ Mittelfristige Kredite bilden das Laufzeitsegment von einem bis fünf Jahren ab. Bei den kurzfristigen Krediten soll ferner nach der Art der zur Verfügung gestellten Mittel zwischen Geld- und Kreditleihe unterschieden werden.

Stellt das Kreditinstitut dem Unternehmen einen kurzfristigen Kredit als Bar- oder Buchgeld zur Verfügung, dann handelt es sich um eine Form der Geldleihe. Zu diesen Krediten zählen der Kontokorrentkredit, aktivisches Termingeld, der Lombard-

⁹⁶ Die Besonderheiten der Außenhandelsfinanzierung werden in dieser Arbeit nicht detailliert erläutert. Vgl. dazu Moser (1993), S. 558 ff.

⁹⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004b), S. 111.

und der Diskontkredit.⁹⁸ Leiht das Kreditinstitut dem Kreditnehmer seine Bonität, spricht man von Kreditleihe.⁹⁹ Zu dieser Kreditklasse zählen der Aval-, der Akzept- und der Akkreditivkredit.¹⁰⁰ Für die kurzfristigen Kredite kann in dieser Arbeit der in der Literatur als „klassische kurzfristige Kreditform“¹⁰¹ bezeichnete Kontokorrentkredit stellvertretend beschrieben und bewertet werden.

Kontokorrentkredite können auf einem Kontokorrentkonto bis zu einem vertraglich vereinbarten Limit in Anspruch genommen werden.¹⁰² Dieses Limit wird als sog. Kreditlinie bezeichnet und stellt den Maximalbetrag des Darlehens dar, das die Bank bereit ist, dem Schuldner einzuräumen.¹⁰³ Die Inanspruchnahme des Kontokorrentkredits erfolgt durch den Kreditnehmer nach Bedarf innerhalb dieser Kreditlinie. Da das Kreditkonto in Form eines laufenden Kontos geführt wird, verringern Zahlungseingänge den Kreditsaldo, sodass frei werdende Kreditvolumina jederzeit wieder in Anspruch genommen werden können.¹⁰⁴ Die Laufzeit eines Kontokorrentkredits beträgt i. d. R. ein Jahr, wobei es typischerweise zu einer sog. Prolongation kommt, wenn die Kontoführung im Rahmen der vertraglichen Regelungen stattfindet. In der Praxis werden damit formal kurzfristige Kontokorrentkredite zu mittel- bis langfristigen Krediten. Grundsätzlich sind verschiedene Konditionsmodelle möglich, die in Abhängigkeit des betrachteten Kreditinstituts variieren können. Zu den möglichen Kostenbestandteilen gehören der Sollzins, eine Überziehungsprovision, eine Kreditprovision und eine Umsatzprovision.¹⁰⁵

Sollzinsen fallen in voller Höhe nur für tatsächlich in Anspruch genommene Kredite

⁹⁸ Vgl. Mang (2001), S. 186

⁹⁹ Die Begriffe Bank und Kreditinstitut werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

¹⁰⁰ Vgl. ausführlich zu den Formen der Kreditleihe Schuster (2001), Sp. 1417 ff.

¹⁰¹ Perridon/Steiner (2003), S. 431. Vgl. ausführliche Darstellung der anderen kurzfristigen Kreditformen bei Mang (2001), S. 188 ff. und bei Hölscher (2001), Sp. 1374 ff.

¹⁰² Kontokorrentkredite werden auch als Betriebs- oder Umsatzkredite bezeichnet.

¹⁰³ Neben den Rechtsgrundlagen des BGB über Darlehen (§§ 607 ff.) bilden die Bestimmungen des HGB über Kontokorrentkonten (§§ 355 ff.) den gesetzlichen Rahmen.

¹⁰⁴ Formal handelt es sich bei den laufenden Zahlungseingängen nicht um eine Tilgung. Vgl. dazu Grill/Perczynski (2004), S. 369.

¹⁰⁵ Zusätzlich anfallende Gebühren für die Kontoführung sind keine originären Kreditkosten.

innerhalb der Kreditlinie an. Wird diese Kreditlinie überschritten, fällt eine sog. Überziehungsprovision an. Eine Kreditprovision kann auf den zugesagten, aber nicht in Anspruch genommenen Teil der Kreditlinie berechnet werden, während Umsatzprovisionen sich auf die akkumulierten Umsätze der jeweils größeren Kontoseite berechnen.¹⁰⁶ Zur Abrechnung dieser Kosten wird regelmäßig ein Kontoabschluss erstellt, mit dem die Kosten kapitalisiert werden.

Mittel- und langfristige Kredite werden in der Literatur auch häufig als Investitionskredite bezeichnet.¹⁰⁷ Im Folgenden sollen die Merkmale eines Investitionskredits beschrieben werden, den ein Kreditinstitut aus eigenen Mitteln finanziert. Zu den nur weitergeleiteten Krediten, die eine Bank nicht selbst finanziert, gehören vor allem die unten dargestellten Förderkredite.

Investitionskredite sind standardisierte Kredite mit einer Laufzeit von mehr als vier Jahren, die von Kreditinstituten an Unternehmen i. d. R. zur Anlagenfinanzierung vergeben werden.¹⁰⁸ Wird der Kredit zur Finanzierung einer Immobilieninvestition verwendet, spricht man auch von einem sog. Realkredit. Ein langfristiger Investitionskredit kann durch folgende Merkmale beschrieben werden:

- Langfristige Investitionskredite stehen ab geringen Nominalkreditvolumina zur Verfügung. Derzeit liegt die bankübliche Untergrenze bei 50.000 Euro, vereinzelt werden auch Finanzierungen für kleinere Kreditbeträge verhandelt.
- Die Laufzeit eines langfristigen Investitionskredits ist i. d. R. durch die zu finanzierende Investition determiniert. Eine Kongruenz von Abschreibungszeitraum und Kreditlaufzeit soll sicherstellen, dass die Tilgung aus der Abschreibung finanziert werden kann. Grundsätzlich sind Laufzeiten für den Kredit von bis zu 20 Jahren möglich.
- Üblicherweise findet bei langfristigen Investitionskrediten eine Besicherung statt. Neben der am häufigsten auftretenden Besicherung über eine Grundschuld sind

¹⁰⁶ Vgl. Stüchting (1995), S. 188.

¹⁰⁷ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 398.

¹⁰⁸ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 398.

grundsätzlich alle Formen der dinglichen und persönlichen Sicherheitengestellung möglich. Häufig findet auch eine Besicherung des Kredits durch die Über-eignung des kreditfinanzierten Anlagevermögens statt.¹⁰⁹

- Nach der Art der Kredittilgung können endfällige und Tilgungsdarlehen unterschieden werden. Endfällige Darlehen werden am Ende der Laufzeit in einer Summe getilgt, während Tilgungsdarlehen periodisch zurückgezahlt werden. Progressive Tilgung oder annuitätische Tilgung bedeuten, dass bei konstanter Kreditrate der Tilgungsanteil mit der Zeit bei abnehmendem Zinsanteil steigt. Nicht-annuitätische Tilgung liegt dann vor, wenn die Summe aus Zins und Tilgung mit der Zeit abnimmt, weil bei konstanter Tilgungsrate die Zinsbelastung sinkt.
- Die zu zahlenden Zinsen können fest oder variabel vereinbart werden. Durch den Einsatz von Zinsderivaten können verschiedene Zinsvarianten konstruiert werden.¹¹⁰

Die Marktskizze für das Bankkreditgeschäft umfasst alle von Banken in Deutschland an inländische Unternehmen vergebenen kurz-, mittel- und langfristigen Kreditmittel und basiert auf der monatlichen Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank.¹¹¹

Das Volumen der ausstehenden Unternehmenskredite beträgt per Ende September 2006 840,5 Mrd. Euro.¹¹² Die folgende Abbildung zeigt die historische Entwicklung dieses Kreditvolumens seit dem Jahr 2000 jeweils per Jahresende.

¹⁰⁹ Vgl. Rösler (1993), S. 412.

¹¹⁰ Vgl. Tippelskirch (2001), S. 233 ff.

¹¹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2004b), S. 34.

¹¹² Vgl. Deutsche Bundesbank (2006c), S. 34.

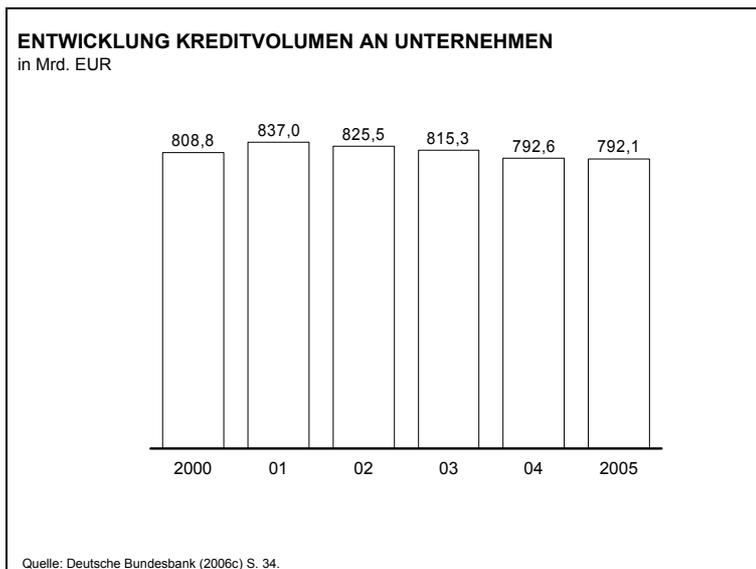


Abbildung 6: Entwicklung Kreditvolumen an Unternehmen

Die Abbildung verdeutlicht, dass das Volumen auf einem hohen absoluten Niveau nur geringen Schwankungen unterliegt. Eine bessere Einschätzung der absoluten Höhe dieses Volumens liefert der direkte Vergleich mit in Anleiheform börsennotiertem Fremdkapital. Dem Kreditvolumen von 792,1 Mrd. Euro in 2005 steht ein entsprechendes Anleihevolumen von 83,9 Mrd. Euro gegenüber. Nur 9,5 % des betrachteten Fremdkapitals werden über den organisierten Kapitalmarkt aufgenommen, Bankkredite dominieren mit 90,5 %. Damit ergibt sich im Vergleich zu Eigenkapitaltiteln ein spiegelverkehrtes Bild: Börsennotiertes Eigenkapital dominiert Private Equity, während nicht börsennotiertes Fremdkapital Anleihen dominiert.¹¹³

2.2.2.2.2 Schuldscheindarlehen

Ein Schuldscheindarlehen ist eine Form der mittel- bis langfristigen außerbörslichen Großkreditgewährung zwischen einem Kreditgeber und einem Kreditnehmer, an der i. d. R. keine Finanzintermediäre beteiligt sind.¹¹⁴ Der namensgebende Schuldschein dient dabei lediglich als Beweisurkunde und stellt kein Wertpapier dar, sodass in der

¹¹³ Vgl. auch dazu Deutsche Bundesbank (2000), S. 33.

¹¹⁴ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 226.

Praxis häufig auf die Ausstellung des Schuldscheins verzichtet wird.¹¹⁵ In diesem Fall spricht man von einem sog. schuldscheinlosen Schuldscheindarlehen.¹¹⁶ Schuldscheindarlehen können durch die folgenden Merkmale beschrieben werden:

- Schuldscheindarlehen sind nicht typisierte, individuell ausgestaltete Darlehensverträge zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer.¹¹⁷
- Schuldscheindarlehen können auch für geringe Nominalvolumina ab etwa 1 Mio. Euro genutzt werden.¹¹⁸ Formal gibt es keine nominale Obergrenze für das Volumen von Schuldscheindarlehen, in der Praxis finden sich aber selten Kredite dieser Form mit mehr als 100 Mio. Euro Volumen.
- Als mittel- bis langfristige Finanzierungsform finden sich bei Schuldscheindarlehen Kreditlaufzeiten von zwei bis zehn Jahren.
- Die Besicherung eines Schuldscheindarlehens erfolgt i. d. R. über erstrangige Grundpfandrechte, sodass ein Schuldscheindarlehen aus Investorensicht hohen Sicherheitsanforderungen gerecht wird.
- Die Tilgung eines Schuldscheindarlehens erfolgt nach einer anfänglich tilgungsfreien Zeit als Annuitätendarlehen in konstant hohen Raten.
- Schuldscheindarlehen sind eingeschränkt fungibel. Da Schuldscheindarlehen keine Wertpapiere sind, kann kein Börsenhandel mit diesen Krediten stattfinden.¹¹⁹
- Die niedrige Liquidität der Schuldscheindarlehen führt im direkten Vergleich mit der Begebung einer Anleihe zu einem Zinsaufschlag zwischen 25 und 50 Basis-

¹¹⁵ Vgl. Vollmer (2001), Sp. 2230 und Süchting (1995), S. 166.

¹¹⁶ Vgl. Hölscher (2001), Sp. 1379.

¹¹⁷ Daher können die folgenden Merkmale eher als Erfahrungswerte denn als konstitutives Merkmal gelten.

¹¹⁸ In der Literatur finden sich unterschiedliche Angaben über das Mindestvolumen für ein Schuldscheindarlehen. Die Spanne reicht von 50.000 Euro bis zu 2 Mio. Euro. Vgl. dazu Süchting (1995), S. 168 und Hölscher (2001), Sp. 1379.

¹¹⁹ Schuldscheindarlehen werden üblicherweise im Telefonhandel gehandelt. Vgl. dazu Grill/Perczynski (2004), S. 226

punkten.¹²⁰ Allerdings fallen anders als bei Schuldverschreibungen keine Einmalkosten für Börsenzulassung und keine technischen Kosten an.

Anders als bei den oben beschriebenen Bankkrediten fungieren Kreditinstitute typischerweise nicht als Kreditgeber bei Schuldscheindarlehen. Wenn Kreditinstitute an der Ausgestaltung eines Schuldscheindarlehens beteiligt sind, dann in der Rolle eines Vermittlers und Dienstleisters, der die Bonität des Kreditnehmers und die Sicherheiten bewertet.¹²¹ Als Kreditgeber bei Schuldscheindarlehen agieren vor allem Versicherungsunternehmen, da wegen der hohen Absicherung der Darlehen die Investitionen in Schuldscheindarlehen als deckungsstockfähig gelten, sodass Schuldscheindarlehen zur Kapitalanlage der Versichertenbeiträge geeignet sind.¹²²

2.2.2.2.3 Handelskredit

Handelskredite werden einem Unternehmen in Verbindung mit einem realwirtschaftlichen Hintergrund gewährt. Wenn als Kreditgeber ein Lieferant agiert, handelt es sich um einen sog. Lieferantenkredit i. w. S. Hiervon zu unterscheiden sind dem Unternehmen von Kunden gewährte Kredite, die als Kundenkredite in der Literatur bezeichnet werden.¹²³ Die folgende Abbildung systematisiert die verschiedenen Formen der Handelskredite.

¹²⁰ Der hundertste Teil eines Prozentpunkts ist ein Basispunkt.

¹²¹ Vgl. Boehm-Bezing (2001), S. 504.

¹²² Vgl. Schmidt (2001), Sp. 2142.

¹²³ Vgl. Olfert/Reichel (2003), S. 287.

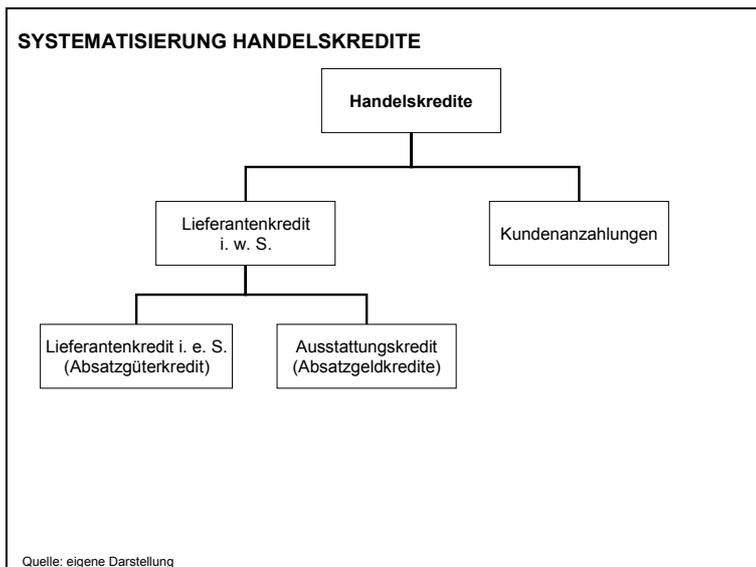


Abbildung 7: Systematisierung Handelskredite

Zu den Lieferantenkrediten i. w. S., die auch als Absatzkredite bezeichnet werden, um ihren Charakter als Marketinginstrument zu verdeutlichen, zählen die Absatzgüter- und die Absatzgeldkredite.¹²⁴ Typischerweise versteht man unter Lieferantenkrediten i. e. S. nur die Absatzgüterkredite, bei denen die Kreditwirkung dadurch entsteht, dass der Lieferant dem Kreditnehmer ein Zahlungsziel einräumt. Diese Stundung des Kaufpreises und die damit verbundene Aufschiebung des Mittelabflusses begründet die Kreditwirkung. Es findet bei dieser Form des Absatzgüterkredits also aus Sicht des Kreditnehmers kein Finanzierungsmittelzufluss statt, vielmehr wird der Abfluss liquider Mittel auf der Zeitachse in die Zukunft verschoben.¹²⁵ Zu den Absatzgeldkrediten zählt die Gewährung von Barkrediten durch Lieferanten zur erstmaligen Geschäftsausstattung.¹²⁶ Kundenkredite sind vom Abnehmer der durch das Unternehmen erbrachten Leistung gewährte Darlehen in Form einer Anzahlung auf den Kaufpreis. Dieser Kredit wird dann genutzt, wenn zwischen Planung und Abschluss eines großvolumigen Kundenauftrags eine lange Zeitperiode liegt und wenn die zu

¹²⁴ Vgl. Jahrmann (1996), S. 81.

¹²⁵ Vgl. Eilenberger (2003), S. 270.

¹²⁶ Dieser sog. Ausstattungskredit ist auf wenige Branchen beschränkt und soll daher nicht weiter betrachtet werden. Branchen, in denen diese Kredite eingesetzt werden sind z. B. das Gaststättengewerbe und Tankstellen.

erbringende Leistung sehr spezifisch für den Kunden erbracht wird.¹²⁷

2.2.2.2.4 Förderkredit

Förderkredite sind i. d. R. langfristige und zweckgebundene Darlehen, die beim Vorliegen der Förderungswürdigkeit an den Kreditnehmer als weitergeleitete Kredite vergeben werden. Aus der ursprünglichen Intention des Wiederaufbaus der deutschen Wirtschaft nach dem zweiten Weltkrieg ist heute die staatliche Unterstützung von wirtschaftspolitisch gewollten Investitionen in bestimmte Bereiche geworden. Aufgrund der Vielfalt der verschiedenen Förderkreditprogramme sollen in dieser Arbeit im Folgenden nur die wesentlichen Merkmale eines Förderkredits sowie dessen Vergabestruktur beschrieben werden.¹²⁸ Als typische Merkmale eines Förderkredits werden in der Literatur dabei die folgenden genannt:¹²⁹

- Förderkredite sind als langfristige Darlehen mit Laufzeiten bis zu 20 Jahren ausgestattet, um den Liquiditätsabfluss für Zins- und Tilgung beim Kreditnehmer zu minimieren.
- Förderkredite sind in den ersten Jahren tilgungsfrei. Erst nach Ablauf dieses sog. Moratoriums werden die Förderkredite üblicherweise als Tilgungsdarlehen zurückbezahlt, wobei vorzeitige Sondertilgungen i. d. R. ohne zusätzliche Kosten möglich sind.
- Die Zinskonditionen liegen am unteren Ende der am Kapitalmarkt üblichen Zinsen für die gewählte Laufzeit. Gleichzeitig werden die Förderkredite als Festzinsdarlehen vergeben, was den Kreditnehmern eine langfristige Planbarkeit ihrer Kreditkosten ermöglicht.

Neben diesen Merkmalen zeichnen sich Förderkredite dadurch aus, dass sie gemäß dem Prinzip der echten Subsidiarität nicht von der Förderkreditbank, sondern von der

¹²⁷ Üblicherweise zählen der Großanlagen-, der Wohnungs- und der Schiffsbau zu den Branchen, in denen Kundenkredite eine große Rolle spielen.

¹²⁸ Vgl. zu den verschiedenen Förderprogrammen eine ausführliche Übersicht unter www.kfw-foerderbank.de.

¹²⁹ Vgl. Mann (2002), S. 901 ff.

Hausbank des Kreditnehmers vergeben werden.¹³⁰ Insofern können Förderkredite auch als durchgeleitete Kredite beschrieben werden. Das Schuldnerunternehmen stellt einen Kreditantrag für einen Förderkredit bei seiner Geschäftsbank, die über die Kreditvergabe entscheidet und auch im Falle der positiven Kreditentscheidung das originäre Kreditausfallrisiko übernimmt.¹³¹ Um bonitätsschwache Unternehmen nicht von der Inanspruchnahme von Förderkrediten auszuschließen, übernimmt das Förderkreditinstitut in solchen Fällen bis zu 50 % des Kreditrisikos im Rahmen einer Haftungsfreistellung der Geschäftsbank selbst.¹³²

Abschließend soll noch die Finanzierung aus Rückstellungen beschrieben werden, die als Innenfinanzierung mit den in Kapitel 2.2.1.1 dargestellten Finanzierungsinstrumenten hinsichtlich der Mittelherkunft vergleichbar ist.

2.2.2.3 Finanzierung aus Rückstellungen

Rückstellungen können als zweckgebundene Risikovorsorge des Unternehmens für zukünftige Verbindlichkeiten, die zum Zeitpunkt des Bilanzstichtags weder dem Grunde nach noch der Höhe nach feststehen, beschrieben werden.¹³³ Der Finanzierungseffekt von Rückstellungen ergibt sich aus der erfolgswirksamen Berücksichtigung des Aufwands in der betreffenden Periode, dem aber kein gleichzeitiger Mittelabfluss gegenübersteht. Die Rückstellungsbildung führt über eine Gewinnreduktion zu einer Verminderung des ausschüttungsfähigen Betrags. Der Umfang dieses Effekts beruht damit auf der Fristigkeit der zugrunde liegenden Rückstellungen, da der Finanzierungseffekt nur für den Zeitraum zwischen der Dotierung der Rückstellung und deren Auflösung besteht.¹³⁴ Wesentliche Bedeutung für die Finanzierung

¹³⁰ Vgl. Achleitner/Fingerle (2004), S. 34.

¹³¹ Vgl. Mann (2002), S. 902.

¹³² Vgl. Mann (2002), S. 903.

¹³³ Das HGB als gesetzliche Grundlage der Rückstellungen enthält keine Legaldefinition, sondern eine abschließende Aufzählung der Anlässe, die eine Bildung von Rückstellungen verlangen. Vgl. zu den einzelnen Arten von Rückstellungen ausführlich Coenenberg (2003), S. 353 ff.

¹³⁴ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 476. Vom Einfluss des Steuersystems soll hier abstrahiert werden.

erlangen daher nur die langfristigen Pensions- und Garantierückstellungen.¹³⁵ Kurzfristige Rückstellungen generieren immer dann einen Finanzierungseffekt, wenn es durch laufende Dotierungen und Auflösungen von Rückstellungen zu einer Bodensatzbildung kommt, die dem Unternehmen dann dauerhaft in liquider Form zur Verfügung steht.¹³⁶ Anders als die Selbstfinanzierung und die Finanzierung aus Abschreibungen handelt es sich bei der Finanzierung aus Rückstellungen um eine Art der Fremdfinanzierung, da der zugrunde liegende Aufwand eine Verbindlichkeit gegenüber Dritten darstellt.

Analog zur Finanzierung aus Abschreibungen muss auch bei der Finanzierung aus Rückstellungen eine Abgrenzung zur stillen Selbstfinanzierung vorgenommen werden. Die Dotierung der Rückstellungen unterliegt einem Bewertungsspielraum, der es ermöglicht, stille Reserven zu bilden, in dem die zukünftigen Verbindlichkeiten bewusst überschätzt werden. Entspricht die Bildung der Rückstellungen dem Grund oder der Höhe nach nicht den regelmäßig zu erwartenden Verbindlichkeiten, dann ist die stille Reserve in Höhe des Überschussbetrags als stille Selbstfinanzierung zu bewerten.¹³⁷

2.2.3 Finanzierung durch Mezzanine-Kapital

Mezzanine-Kapital ist in Anlehnung an die architektonische Bezeichnung eines Zwischengeschosses das Kapital, das in der Bilanz eines Unternehmens zwischen dem Eigen- und dem Fremdkapital zu finden ist.¹³⁸ Hinsichtlich der Eingliederung in der Bilanz verfügt Mezzanine-Kapital als hybrides Kapital sowohl über eigen- als auch fremdkapitalähnliche Merkmale. Der vorliegenden Arbeit liegt dabei ein weites Verständnis von mezzaninem Kapital zugrunde. In diesem Abschnitt werde alle Finanzinstrumente, die nicht eindeutig als Eigen- oder Fremdkapital definiert werden kön-

¹³⁵ Vgl. Neubürger (2001), S. 158 und Drukarczyk (1993a), S. 230 ff.

¹³⁶ Vgl. Kämpfer (2001), Sp. 1882 und Lichy (1967), S. 123.

¹³⁷ Die Grenzen zwischen der stillen Selbstfinanzierung und der Finanzierung aus Rückstellungen sind fließend, da bei der Bemessung der Rückstellungen Entscheidungsspielraum besteht. Überwiegt bei den Rückstellungen der Eigenkapitalcharakter, dann handelt es sich um eine stille Selbstfinanzierung.

¹³⁸ Vgl. Eilenberger (2003), S. 317.

nen, beschrieben. Die Vielfalt der Ausstattungsmöglichkeiten macht eine weitere Trennung in eigen- und fremdkapitalähnliche Mezzanine-Instrumente möglich.¹³⁹

2.2.3.1 Eigenkapitalähnliche Instrumente

Zu den Merkmalen von eigenkapitalähnlichem Hybridkapital zählen die Beteiligung am Unternehmenserfolg sowie als Equity Kicker bezeichnete Wandel- und Optionsrechte der Kapitalgeber.¹⁴⁰ Im Folgenden sollen daher die Formen stille Beteiligung, Genussscheine und Wandel- und Optionsanleihen dargestellt werden, da diese Instrumente die genannten Merkmale aufweisen.

2.2.3.1.1 Stille Beteiligung

Eine stille Beteiligung entsteht durch die formlose Gründung einer stillen Gesellschaft.¹⁴¹ Anders als andere Mezzanine-Beteiligungsformen sind die Grundlagen einer stillen Gesellschaft im HGB gesetzlich geregelt.¹⁴² Bei der stillen Gesellschaft handelt es sich um eine im Geschäftsverkehr nach außen nicht zu erkennende Innengesellschaft.¹⁴³ Diese Innengesellschaft entsteht auf der Basis eines Gesellschaftervertrags, in dem sich der stille Gesellschafter zu einer Einlage verpflichtet. Diese Einlage geht in das Unternehmensvermögen über, ohne als solches kenntlich gemacht zu werden.¹⁴⁴ Der stille Gesellschafter erhält eine angemessene Gewinnbeteiligung als Ausgleich für die Kapitalüberlassung.¹⁴⁵ Diese Form der Beteiligung als stille Gesellschaft ist unabhängig von der Rechtsform des Unternehmens, an dem sich die stille Gesellschaft beteiligt.¹⁴⁶

¹³⁹ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 62.

¹⁴⁰ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 62.

¹⁴¹ Vgl. Möllering/Osemann (2002), S. 466.

¹⁴² Die stille Gesellschaft ist als Personenhandelsgesellschaft in §§ 230 ff. HGB kodifiziert. Vgl. dazu Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 140.

¹⁴³ Damit unterscheidet sich die stille Gesellschaft von den anderen im HGB kodifizierten Personenhandelsgesellschaften, die nach außen erkennbar sind. Dazu zählen die OHG und die KG.

¹⁴⁴ Die stille Gesellschaft verfügt über kein eigenes Vermögen. Vgl. dazu Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 140.

¹⁴⁵ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 353.

¹⁴⁶ Vgl. Süchting (1995), S. 36.

Nach dem Maß der Mitunternehmerschaft, die durch die stille Beteiligung begründet wird, kann man zwischen einer sog. typischen und der atypischen stillen Gesellschaft unterscheiden. Auf der Grundlage höchstrichterlicher Entscheidungen kann das Maß der Mitunternehmerschaft mithilfe der Kriterien von Mitunternehmerrisiko und Mitunternehmerinitiative beschrieben werden.¹⁴⁷ Bei einer typischen stillen Gesellschaft begründet die stille Einlage keine Mitunternehmerschaft. Dies wird dann angenommen, wenn durch die Begrenzung der Verlustmöglichkeiten auf die Höhe der Einlage die Partizipation am Mitunternehmerrisiko limitiert ist und wenn der Gesellschaftsvertrag keine über die gesetzlichen Kontrollrechte hinausgehende Mitunternehmerinitiative vorsieht.¹⁴⁸ Eine atypische stille Gesellschaft liegt dann vor, wenn mit der Einlage eine Mitunternehmerschaft verbunden ist. Diese Mitunternehmerschaft kann sich entweder in Form der Übernahme des Mitunternehmerrisikos oder in Form der Mitunternehmerinitiative zeigen. Übernimmt der stille Gesellschafter Mitunternehmerrisiko, geht seine Verlustbeteiligung über seine Einlage hinaus und er partizipiert anders als bei einer typischen stillen Gesellschaft auch an den gebildeten stillen Reserven. Alternativ wird Mitunternehmerschaft unterstellt, wenn der stille Gesellschafter über die Informations- und Kontrollrechte hinaus, die ihm von Gesetzes wegen zugesprochen werden, durch die Mitwirkung an Unternehmensentscheidungen Mitunternehmerinitiative entfaltet. Eine atypische stille Beteiligung kann damit so ausgestaltet werden, dass diese mit einer originären Eigenkapitalzuführung vergleichbar wird. Die typische stille Gesellschaft wird dagegen als klassische Mezzanine-Kapital-Finanzierung eingestuft.¹⁴⁹

2.2.3.1.2 Genussschein

Genussscheine sind als Wertpapier verbriefte Vermögensrechte.¹⁵⁰ Als Mischform zwischen Aktien und Schuldverschreibungen sind Genussscheine nicht gesetzlich

¹⁴⁷ Vgl. Elschen (1993), S. 596.

¹⁴⁸ Vgl. Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 141.

¹⁴⁹ Vgl. Oldenbourg/Preisenberger (2004), S. 140.

¹⁵⁰ Sind die Vermögensrechte nicht in Form eines Wertpapiers verbrieft, spricht man von Rechten.

kodifiziert, sodass die Genussrechte aus den Scheinen beliebig gestaltbar sind.¹⁵¹ Im Regelfall verbrieft ein Genussschein aber Gläubigerrechte, die um eigentümerähnliche Teilrechte ergänzt werden. Dazu können die Partizipation am Gewinn, die Wahrnehmung von Options- und Wandelrechten, die Beteiligung am Liquidationserlös und sonstige Nutzungsrechte zählen.¹⁵² Da Genussscheine neben diesen Teilrechten aber insbesondere keine Mitgliedschaftsrechte verbrieften, begründen Genussscheine keine Mitgestaltungsansprüche beim emittierenden Unternehmen.¹⁵³ Entsprechend dieser Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital erfolgt der Bilanzansatz von Genussscheinen zwischen den Eigenkapitalpositionen und dem Sonderposten mit Rücklagenanteil.¹⁵⁴

2.2.3.1.3 Wandelanleihe

Wandelanleihen sind gemäß den Bestimmungen des Aktiengesetzes definiert als Schuldverschreibungen mit Umtausch- oder Bezugsrechten für den Gläubiger.¹⁵⁵ Die Umtausch- oder Bezugsrechte bestehen dabei als zusätzliche Sonderrechte neben den originären Forderungsrechten auf Rückzahlung und Verzinsung.¹⁵⁶ Als Wandelanleihen i. e. S. werden Schuldverschreibungen bezeichnet, bei denen das Recht auf Umtausch in Aktien besteht, bei Optionsanleihen besteht hingegen ein Bezugsrecht auf Aktien.

Wandelanleihen i. e. S. sind folglich Anleihen, bei denen der Gläubiger das Recht besitzt, die Rückzahlung in Form von Aktien zu erhalten.¹⁵⁷ Übt er dieses Recht aus, erlischt das originäre Forderungsrecht auf Rückzahlung. Neben den anleihetypischen Merkmalen sind bei Wandelanleihen noch folgende Bestimmungen zu treffen. Zur Ausübung des Umtauschrechts müssen das sog. Wandlungsverhältnis, die sog.

¹⁵¹ Der Genuss kann z. B. in der Nutzung der Betriebsanlagen des Emittenten liegen.

¹⁵² Vgl. Süchting (1995), S. 124.

¹⁵³ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 257.

¹⁵⁴ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 413.

¹⁵⁵ Vgl. zu der uneindeutigen Legaldefinition Einem/Schmid (2004), S. 158.

¹⁵⁶ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 380.

¹⁵⁷ Die Wandlung als solche ist nicht an die Rechtsform einer AG gebunden, es kann auch in Gesellschafteranteile einer GmbH gewandelt werden. Vgl. dazu Einem/Schmid (2004), S. 159.

Wandlungsfrist und ggf. die Höhe der zu leistenden Zuzahlung festgelegt werden.

- Das Wandlungsverhältnis bestimmt, wie viele Eigenkapitalanteile für einen fixen Anleihebetrag bei Umtausch gezahlt werden.
- Die Wandlungsfrist legt fest, zu welcher Zeit der Umtausch möglich ist. Dabei können sowohl frühest- als auch spätestmögliche Termine festgelegt werden.
- Eine ggf. zu leistende Barzuzahlung eskomptiert den vermuteten Wertzuwachs der Aktie. Der Wandlungspreis ergibt sich somit aus der Summe des Kaufpreises der Wandelanleihe und der Zuzahlung.

Ein Investor wird regelmäßig dann von seinem Umtauschrecht Gebrauch machen, wenn der Wert der Aktie über diesen Wandlungspreis steigt. Nimmt er dieses Recht nicht in Anspruch, verliert er es mit der Tilgung der Schuld am Ende der Laufzeit.

Optionsanleihen sind dagegen Anleihen, bei denen der Gläubiger das Recht besitzt, Eigentumsanteile des emittierenden Unternehmens zu erwerben. Die Existenz der Schuldforderung ist dabei unabhängig von dem Bezugsrecht auf die Aktien, sie besteht auch bei der Ausübung der Option weiter und bleibt unberührt. Das Bezugsrecht auf die Aktien ist in sog. Optionsscheinen verbrieft, die selbstständig auch ohne die zugrunde liegende Anleihe gehandelt werden können. Zusätzlich zu den Anleihemerkmalen zeichnen sich Optionsanleihen durch Regelungen über das Bezugsverhältnis, die Optionsfrist und den Bezugspreis aus.¹⁵⁸

- Das Bezugsverhältnis definiert, wie viele Optionsscheine notwendig sind, um eine Aktie zu erwerben.
- Die Optionsfrist determiniert den zeitlichen Rahmen für die Ausübung des Optionsrechts.
- Der Bezugspreis ist der bei Ausgabe der Anleihe festgelegte Kaufpreis für eine Aktie, wenn der Optionsscheininhaber sein Recht nutzt und durch den Kauf von Aktien zu einem Anteilseigner avanciert.

¹⁵⁸ Vgl. Grill/Perczynski (2004), S. 229.

Ein Investor wird einen Optionsschein dann einlösen, wenn der Bezugspreis des Optionsscheins für den Bezug einer Aktie unter dem Marktpreis der Aktie liegt, alternativ kann er den Optionsschein aufgrund der selbstständigen Handelbarkeit an der Börse verkaufen.¹⁵⁹

2.2.3.2 Fremdkapitalähnliche Instrumente

Bei fremdkapitalähnlichem Hybridkapital dominiert der schuldrechtliche Charakter der Finanzinstrumente.¹⁶⁰ Zu dieser Gruppe zählen in Bezug auf die Haftung oder die Zinszahlung modifizierte Darlehen. Im Folgenden werden Nachrangdarlehen, Gesellschafterdarlehen und hochverzinsliche Anleihen dargestellt.

2.2.3.2.1 Nachrangdarlehen

Grundsätzlich handelt es sich bei Nachrangdarlehen um eine Form der Kreditgewährung nach den allgemeinen Regeln des Schuldrechts.¹⁶¹ Vergleichbar mit einem klassischen Kredit wird ein Darlehensvertrag zwischen einem Schuldnerunternehmen und einem Kreditgeber vereinbart. Der Kreditgeber eines Nachrangdarlehens erhält dadurch grundsätzlich die gleiche Gläubigerstellung mit den damit verbundenen Rechten auf Rück- und Zinszahlung wie ein normaler Fremdkapitalgeber. Der hybride Charakter von Nachrangdarlehen ist in der Rangfolge der Bedienung der Ansprüche im Insolvenzfall begründet. Nachrangdarlehen werden im Insolvenzfall erst dann bedient, wenn die Ansprüche anderer Gläubiger bereits befriedigt worden sind. Insofern tritt Nachrangkapital zwischen klassisches Fremdkapital und Eigenkapital.

In der Literatur werden dazu zwei Fälle von Nachrangigkeit unterschieden. Zum einen kann die Nachrangigkeit durch eine vertragliche Regelung begründet werden, zum anderen kann durch die Kreditkonstruktion eine strukturelle Nachrangigkeit entstehen. Im ersten Fall wird eine vertragliche Regelung zwischen dem Kreditnehmer und den Kapitalgebern über die Reihenfolge der Bedienung ihrer Forderungen

¹⁵⁹ Vgl. zu Optionspreisbewertung Süchting (1995), S. 188 ff.

¹⁶⁰ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 62.

im Insolvenzfall getroffen. Zentraler Bestandteil eines sog. Intercreditor Agreements ist der Rangrücktritt des Nachrangkreditgebers hinter alle anderen Fremdkapitalgeber. Dieser Rücktritt bezieht sich regelmäßig sowohl auf die Haupt- als auch auf die Nebenforderungen dieses Kreditgebers und bedeutet den Verzicht auf die Forderungen, bis alle anderen Fremdkapitalgeber bedient worden sind.¹⁶² Eine strukturelle Nachrangigkeit begründet sich nicht auf einer vertraglichen Regelung, sondern beruht auf der Stellung des Kreditnehmers innerhalb eines Unternehmensverbunds.

In diesem Fall tritt formal die Muttergesellschaft als Kreditnehmer auf. Tatsächlich wird das Kreditkapital innerhalb der Unternehmensgruppe von der Muttergesellschaft aber an ein Tochterunternehmen weitergeleitet.

Als Gläubiger des Mutterunternehmens steht die Forderung des Nachrangkreditgebers damit im Insolvenzfall der Tochtergesellschaft hinter den Forderungen der unmittelbaren Investoren der Tochtergesellschaft.

2.2.3.2.2 Gesellschafterdarlehen

Formaljuristisch handelt es sich bei einem Gesellschafterdarlehen um eine Darlehensgewährung im Sinne des § 607 BGB.¹⁶³ Als Kreditgeber fungiert dabei ein Anteilseigner der Gesellschaft, der aus privaten Mitteln der Gesellschaft Fremdkapital zur Verfügung stellt. Aus Sicht des Schuldnerunternehmens ist ein Gesellschafterdarlehen grundsätzlich wie Fremdkapital zu bewerten und daher zum Bilanzstichtag als Verbindlichkeit zu passivieren.¹⁶⁴

Handelt es sich bei dem Kreditnehmer um ein Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH, kommt es unter bestimmten Bedingungen zu einer Umqualifizierung des Gesellschafterdarlehens, zu sog. funktionalem Eigenkapital.¹⁶⁵ Diese Umqualifizierung hat zur Folge, dass im Insolvenzfall keine Geltendmachung der Kreditforderung

¹⁶¹ Vgl. Einem/Schmid (2004), S. 149.

¹⁶² Vgl. Einem/Schmid (2004), S. 163.

¹⁶³ Vgl. Bleis (2006), S. 101.

¹⁶⁴ Vgl. Keßler (2002), S. 480.

¹⁶⁵ Vgl. ausführliche Darstellung der Kapitalumqualifizierung bei Keßler (2002), S. 469 ff.

seitens der Gesellschafter möglich ist; damit wird das Gesellschafterdarlehen wie Eigenkapital behandelt. Diese Voraussetzungen sind im GmbH-Gesetz geregelt. Wesentliche Grundlage der Umqualifizierung ist der Zeitpunkt der Kreditgewährung. Gewährt der Anteilseigner der GmbH dann einen Kredit, wenn „*ein ordentlicher Kaufmann Eigenkapital zugeführt hätte*“¹⁶⁶, wird unterstellt, dass sich das Unternehmen in einer Krisensituation befindet, in dem es ihm nicht mehr möglich ist, seinen Kapitalbedarf zu Marktkonditionen zu decken. Ist diese Bedingung erfüllt, findet eine sog. Kapitalverstrickung statt, die die Darlehensforderungen des Gesellschafters zu haftendem Kapital umwandelt. Ziel dieses Eigenkapitalersatzrechts ist der Schutz der anderen Gläubiger vor dem Informationsvorsprung des Gesellschafters. Ausgenommen von dieser Regel sind Gesellschafter, die einen Anteil von weniger als 10 % am Stammkapital der Gesellschaft besitzen und die nicht mit der Geschäftsführung betraut sind.¹⁶⁷

2.2.3.2.3 Hochverzinsliche Anleihe

Anders als die bisher dargestellten fremdkapitalähnlichen Mezzanine-Kapitalinstrumente Nachrangdarlehen und Gesellschafterdarlehen sind Hochzinsanleihen kapitalmarktfähige Finanzinstrumente. Zentrales und namensgebendes Ausstattungsmerkmal einer Hochzinsanleihe ist die Höhe des Zinskupons.¹⁶⁸ Die absolute Höhe dieses Kupons repräsentiert das mit der Investition in diese Anleihe verbundene Risiko, dass der Schuldner seinen Vermögenspflichten nicht nachzukommen in der Lage ist.¹⁶⁹ Die Renditeerwartungen in Form der Anleihezinsen erreichen ein Nominalzinsniveau von bis zu 25 % p. a., sodass sich aufgrund der gesetzlichen Regelungen in Deutschland ggf. ein Konflikt mit den Bestimmungen über sog. Wucherszinsen ergeben kann, den es im Einzelfall zu berücksichtigen gilt.¹⁷⁰ Zwei weitere Merkmale begründen zusätzlich die Höhe dieser Risikoprämie. Hochzinsanleihen sind i. d. R. unbesichert und in Bezug auf die Rangfolge lässt sich nur eine nachran-

¹⁶⁶ § 32 GmbHG.

¹⁶⁷ Vgl. Keßler (2002), S. 477.

¹⁶⁸ Vgl. zu den sonstigen Merkmalen einer Anleihe die Ausführungen in Abschnitt 2.2.2.1.

¹⁶⁹ Vgl. Einem/Schmid (2004), S. 153.

gige Bedienung im Insolvenzfall konstatieren.¹⁷¹

Als alternative Form sind auch nicht börsennotierte hochverzinsliche Darlehen mit vergleichbaren Ausstattungsmerkmalen denkbar. Die Grundidee der Hochzinsfinanzierung ist in beiden Fällen identisch, das sich verschuldende Unternehmen kann den hohen Kupon problemlos dann bedienen, wenn die mit den Finanzierungsmitteln realisierte Investition erfolgreich ist. Kommt es hingegen zur Insolvenz, werden die Forderungen der Hochzinskapitalgeber als letzte vor dem Anteilseigner befriedigt.¹⁷²

Anders als bei originären Eigen- und Fremdkapitalinstrumenten kann der Markt in Deutschland für Mezzanine-Kapital nur abgeschätzt werden, da sich entsprechend der obigen Darstellung sehr heterogene Instrumente hinter diesem Gattungsbegriff verbergen. Als Anhaltspunkt für diese Marktschätzung bietet sich das vom Bundesverband der Kapitalbeteiligungsgesellschaften explizit ausgewiesene Mezzanine-Kapital-Volumen an, das durch die deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften im Jahr 2003 investiert wurde. Mit 529,0 Mio. Euro bildet dies die Untergrenze einer Schätzung des deutschen Markts, da Mezzanine-Finanzierungen durch Banken und ausländische Investoren nicht berücksichtigt sind.¹⁷³ Für den europäischen Markt liegen für 2003 Schätzungen über ein Volumen von zwischen 3,3 Mrd. Euro und 6,5 Mrd. Euro vor.¹⁷⁴ Ohne über den davon auf Deutschland entfallenden Anteil spekulieren zu müssen, bestätigt dieses Spektrum die in der Literatur vertretene These, dass der Mezzanine-Kapital-Markt nicht nur in Deutschland unterentwickelt ist.¹⁷⁵

2.2.4 Finanzierung durch alternative Finanzinstrumente

Als alternative Finanzinstrumente werden in dieser Arbeit sowohl die traditionellen Kreditsubstitute Leasing und Factoring als auch die innovativen Kreditsubstitute As-

¹⁷⁰ Vgl. ausführlich zur Wucherzinsproblematik Einem/Tränkle (2004), S. 173

¹⁷¹ Vgl. Achleitner/Wahl (2004), S. 68.

¹⁷² Vgl. Achleitner/Wahl (2004), S. 69.

¹⁷³ Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2004), S. 14.

¹⁷⁴ Vgl. Köhler (2003), S. 19 und Frick (2004), S. C2.

¹⁷⁵ Vgl. Bernet/Denk (2000), S. 114 und KfW Bankengruppe (2003a), S. 19.

set Backed Securities und Projektfinanzierung dargestellt.¹⁷⁶ Als alternativ werden die Finanzierungsformen bezeichnet, da die Nutzung dieser Instrumente nicht zu einer bilanziellen Veränderung der Passivseite des Unternehmens führt.

2.2.4.1 Leasing

Leasing ist die befristete Vermietung selbstständig verwert- und nutzbarer Investitionsgüter gegen Entgelt.¹⁷⁷

Da sich bei rechtlicher Betrachtungsweise keine Legaldefinition für Leasing im deutschen kodifizierten Recht findet, werden Leasingverträge regelmäßig als Gebrauchsüberlassungsverträge interpretiert, die im Wesentlichen mit Mietverträgen vergleichbar sind. Damit finden grundsätzlich die gesetzlichen Grundlagen des Mietvertragsrechts des BGB Anwendung auf Leasingverträge.¹⁷⁸ Um den vom Mietrecht abweichenden Leasingregelungen insbesondere hinsichtlich der Verteilung der Investitionsrisiken zwischen Leasingnehmer und Leasinggeber gerecht zu werden, dienen zusätzlich höchstrichterliche Urteile sowie ministerielle Erlasse als Rechtsgrundlage für das Leasinggeschäft.¹⁷⁹

Um die verschiedenen Formen des Leasings bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise zu unterscheiden, finden sich in der Literatur Kriterienvorgaben.¹⁸⁰ Zu diesen Kriterien gehören die Verteilung des Investitionsrisikos zwischen Leasinggeber und Leasingnehmer, der Amortisationsgrad des Leasingobjekts in der Grundmietzeit, die Art des Leasinggebers, die Art des Leasingobjekts und der Umfang der Servicedienstleistungen.

Nach der Verteilung des Investitionsrisikos zwischen Leasinggeber und Leasingnehmer kann zwischen Operate Leasing und Finanzierungsleasing unterschieden

¹⁷⁶ Vgl. zur Klassifizierung der Instrumente Ahrweiler/Börner (2003), S. 33.

¹⁷⁷ Vgl. Büschgen (1993), S. 496.

¹⁷⁸ Vgl. Feinen (2001), S. 376 ff.

¹⁷⁹ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 38.

¹⁸⁰ Vgl. dazu Stiefl (2005), S. 79 und Büschgen (1993), S. 499.

werden.¹⁸¹ Operate-Leasing-Verträge beinhalten ein jederzeitiges Kündigungsrecht für Leasingnehmer sowie für Leasinggeber ohne die Vereinbarung unkündbarer Mindestvertragszeiten oder Sanktionierungen im Falle einer Ausübung des Kündigungsrechts.¹⁸² Das Kündigungsrecht des Leasingnehmers transferiert das wirtschaftliche Investitionsrisiko auf den Leasinggeber. Kündigt der Leasingnehmer vor Ablauf der technisch möglichen Nutzungsdauer den Leasingvertrag vorzeitig, reicht die Summe der bis zur Kündigung gezahlten Leasingraten nicht aus, um die Anschaffungs- oder Herstellkosten des Leasinggebers zu decken. Folglich kann sich der Leasinggeber erst durch eine erneute Weitervermietung des Leasingobjekts schadlos stellen. Daher können Operate-Leasing-Verträge mit herkömmlichen Miet- und Pachtverträgen verglichen werden.¹⁸³ Finanzierungsleasing sieht dagegen innerhalb einer sog. Grundmietzeit keine Kündigungsoption für den Leasingnehmer vor. Grundidee des Finanzierungsleasing ist, dass es während dieser kündigungsgeschützten Grundmietzeit durch die Zahlungen der Leasingraten zu einer Amortisation der Anschaffungs- und Herstellkosten beim Leasinggeber kommt, sodass das wirtschaftliche Investitionsrisiko auf den Leasingnehmer übergeht.¹⁸⁴

Nach dem Grad der Amortisation in der Grundmietzeit können Voll- und Teilamortisationsverträge unterschieden werden.¹⁸⁵ Volle Amortisation bedeutet, dass alle beim Leasinggeber anfallenden Kosten inkl. einer branchenüblichen Gewinnspanne in der Grundmietzeit durch die geleisteten Zahlungen des Leasingnehmers erwirtschaftet werden können. Da alle Kosten gedeckt sind, bestehen grundsätzlich keine Einschränkungen bezüglich der Weiterverwendung des Leasingobjekts am Ende der Grundmietzeit. Teilamortisationsverträge hingegen erwirtschaften aus Sicht des Leasinggebers nicht die gesamten Kosten während der Grundmietzeit.¹⁸⁶ Zur Deckung des am Ende der Grundmietzeit nicht amortisierten Betrags durch den Leasingneh-

¹⁸¹ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 38.

¹⁸² Vgl. Stiefl (2005), S. 79.

¹⁸³ Vgl. Büschgen (1993), S. 500.

¹⁸⁴ Durch diese Trennung von wirtschaftlichem und rechtlichem Eigentum begründet sich die Bezeichnung als sog. atypische Miete bei Ahrweiler/Börner (2003), S. 39.

¹⁸⁵ Vgl. Büschgen (1993), S. 500.

¹⁸⁶ Damit zählen Teilamortisationsverträge folglich auch nicht zu Finanzierungsleasingverträgen. Vgl. dazu Buhl (2001), Sp. 1489.

mer können folgende Vertragsmerkmale vereinbart werden. Durch ein Andienungsrecht des Leasinggebers kann der Leasingnehmer verpflichtet werden, das Leasingobjekt zu einem bei Vertragsabschluss festgelegten Preis zu erwerben. Der Leasinggeber wird dann von diesem Recht Gebrauch machen, wenn der zu Vertragsbeginn festgelegte Kaufpreis den Marktpreis am Ende der Grundmietzeit überschreitet. Alternativ kann die Zahlung einer Schlussrate vereinbart werden, die sich der Höhe nach an der Differenz zwischen Wiederverkaufspreis des Investitionsguts und den noch nicht amortisierten Kosten orientieren wird. Für den Fall eines etwaigen Mehrerlöses werden regelmäßig bei Vertragsbeginn Quotierungen vereinbart, gemäß denen dieser Erlös zwischen den Vertragspartnern verteilt wird.

Nach der Art des Leasinggebers kann zwischen direktem und indirektem Leasing unterschieden werden. Direktes Leasing in der Form von Hersteller- oder Händlerleasing kann als Form der Absatzfinanzierung interpretiert werden. In diesem Fall treten der Hersteller des Leasingobjekts oder die verbundene Konzerngesellschaft als Leasinggeber auf. Am indirekten Leasing sind institutionelle Leasingunternehmen als Finanzintermediäre beteiligt.¹⁸⁷ Da zum Betreiben des Leasinggeschäfts keine Banklizenz notwendig ist, finden sich neben den Leasingtöchtern der Kreditinstitute auch unabhängige Leasingunternehmen unter den institutionellen Anbietern.¹⁸⁸

Nach der Art des Leasingobjekts kann zwischen Mobilien- und Immobilienleasing unterschieden werden.¹⁸⁹ Handelt es sich bei dem Leasingobjekt um bewegliche Wirtschaftsgüter, spricht man von Mobilienleasing, sind die Wirtschaftsgüter unbeweglich, handelt es sich um Immobilienleasing.

Zuletzt soll nach dem Umfang der mit dem Leasing verbundenen Servicedienstleistungen zwischen Brutto- und Nettoleasing unterschieden werden. Bruttoleasing, das auch als Serviceleasing bezeichnet wird, verbindet mit der ursprünglichen Finanzierungsfunktion ein zusätzliches Bündel von Dienstleistungen, die sich in ihrer Spezi-

¹⁸⁷ Vgl. Feinen (2001), S. 377.

¹⁸⁸ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 40.

¹⁸⁹ Vgl. Buhl (2001), Sp. 1487.

fikation aus dem zugrunde liegenden Leasingobjekt ergeben. Ist der Leasingvertrag ausschließlich auf die Finanzierung des Leasingobjekts reduziert, spricht man von Nettoleasing.¹⁹⁰

Als Basis für die Skizzierung des deutschen Leasingmarkts wird im Rahmen der Arbeit auf die Daten des Bundesverbands Deutscher Leasingunternehmen zurückgegriffen. Das Marktvolumen beträgt in Deutschland im Jahr 2005 51,1 Mrd. Euro. Davon entfallen 44,4 Mrd. Euro auf das Mobilien-Leasinggeschäft und 6,7 Mrd. Euro auf das Immobilienleasing. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Leasingmarkts seit dem Jahr 2000.

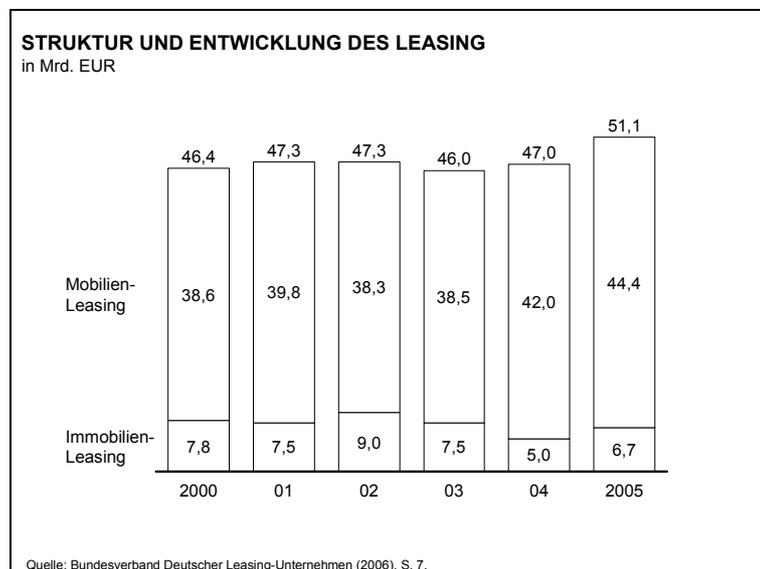


Abbildung 8: Struktur und Entwicklung des Leasing

Die Abbildung verdeutlicht, dass sich das Leasingvolumen seit dem Jahr 2000 in einem Band zwischen 45 und 50 Mrd. Euro eingestellt hat, analog liegt der Anteil des Immobilienleasings in dem betrachteten Zeitraum konstant zwischen 5 und 9 Mrd. Euro p. a.¹⁹¹ Die daraus resultierende Leasingquote, die den Anteil der leasingfinanzierten Investition an den Gesamtinvestitionen ausweist, liegt im Mobilien-

¹⁹⁰ Vgl. Büschgen (1993), S. 503.

¹⁹¹ Vgl. Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (2006), S. 7.

bereich im Jahr 2005 bei 24,6 %.¹⁹² Damit wird fast jede vierte Investition bereits heute durch Leasing finanziert.

2.2.4.2 Factoring

Factoring ist definiert als der Kauf von Geldforderungen aus Waren- und Dienstleistungsgeschäften durch einen Factor.¹⁹³ Bei juristischer Betrachtung handelt es sich beim Factoring um ein Kaufgeschäft, dessen Grundlagen im BGB kodifiziert sind. Bei einem Factoringgeschäft verkauft ein Lieferant seine Forderungen an einen sog. Factor. Dieser zahlt den Kaufpreis für die von ihm gekauften Forderungen unmittelbar an seinen Factoringkunden. Wenn die verkaufte Forderung fällig ist, zahlt der Debitor des zugrunde liegenden Geschäfts die ausstehende Forderung an den Factor. Bilanziell handelt es sich damit aus Sicht des Factoringkunden um einen Aktivtausch, indem Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Liquidität umgewandelt werden.¹⁹⁴ Neben dieser liquiditätswirksamen Finanzierungsfunktion übernimmt der Factor regelmäßig weitere Funktionen für den Factoringkunden. Unter der Delkrederefunktion versteht man dabei die Übernahme des Adressenausfallrisikos durch den Factor, indem dieser die Haftung für die Forderung übernimmt.¹⁹⁵ Die Übernahme weiterer Dienstleistungen durch den Factor wird in der Literatur als Servicefunktion beschrieben, hierzu zählen insbesondere die Übernahme der Debitorenbuchhaltung für das Factoringunternehmen sowie die Durchführung und Abwicklung von Mahn- und Inkassowesen.¹⁹⁶

Factoring kann nach Merkmalen der Risikoübernahme oder Kenntnis des Debtors vom Factoring unterterschieden werden.

Factoringgeschäfte können nach der Risikoübernahme durch den Factor in echtes und unechtes Factoring getrennt werden. Beim echten Factoring übernimmt der Fac-

¹⁹² Vgl. Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (2006), S. 7.

¹⁹³ Vgl. Karsten (2001), S. 406.

¹⁹⁴ Vgl. Wöhe/Bilstein (2002), S. 303.

¹⁹⁵ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 35.

¹⁹⁶ Vgl. Betsch (2001), Sp. 684.

tor im Rahmen der Delkrederefunktion die Haftung für den Forderungseingang. Für diese Kreditversicherungsdienstleistung entstehen Kosten in Höhe von etwa 0,2 % bis 1,2 % der Forderungsnominalvolumina.¹⁹⁷ Beim unechten Factoring übernimmt der Factor nicht die Haftung für die Erfüllung der Forderung, der Ausfall von Debitoren führt zu einem Rückgriff auf den Factoringkunden.

Nach der Kenntnis des Debtors des Ursprungsgeschäfts vom Verkauf der Forderung gegen ihn wird zwischen stillem und offenem Factoring unterschieden. Beim stillen Factoring ist dem Schuldner der Forderungsverkauf unbekannt, sodass er seinen Lieferanten, den Factoringkunden, begleicht. Beim offenen oder notifizierten Factoring kann der Debitor dagegen mit schuldbefreiender Wirkung nur an den Factor zahlen.¹⁹⁸

Datenbasis für die Beschreibung des deutschen Factoringmarkts ist die offizielle Statistik des Deutschen Factoring-Verbands.¹⁹⁹

Das kumulierte Factoringvolumen betrug im Jahr 2005 in Deutschland 55,1 Mrd. Euro. Dies entspricht einer Steigerung im Vergleich zum Vorjahr von 21,6 %. Bezogen auf die letzten zwei Jahrzehnte ist der Factoringmarkt in Deutschland jährlich mit durchschnittlich 11,6 % gewachsen, von 3,9 Mrd. Euro im Jahr 1984 auf 55,1 Mrd. Euro im Jahr 2005. Der Gesamtumsatz von 55,1 Mrd. Euro im Jahr 2005 wird zu 75,0 % in Deutschland erwirtschaftet, dies entspricht einem Volumen von 41,3 Mrd. Euro, die verbleibenden 13,8 Mrd. Euro oder 25,0 % entfallen auf internationales Factoring.²⁰⁰

2.2.4.3 Asset Backed Securities

Eine Asset-Backed-Securities-(ABS) Transaktion ist die Transformation nicht markt-

¹⁹⁷ Vgl. Betsch (2001), Sp. 684.

¹⁹⁸ Vgl. Wöhe/Bilstein (2002), S. 303.

¹⁹⁹ Vgl. Deutscher Factoring-Verband (2006), S. 4 ff. Im Deutschen Factoring-Verband sind 20 Factoring-Unternehmen zusammengeschlossen, die etwa 95 % des Marktvolumens repräsentieren.

²⁰⁰ Vgl. Deutscher Factoring-Verband (2006), S. 6.

fähiger Vermögensgegenstände in handelbare Wertpapiere.²⁰¹

Obwohl in der Praxis eine Vielzahl von Varianten existieren, kann folgendes Grundmodell für eine ABS-Transaktion beschrieben werden.²⁰²

Die einer ABS-Finanzierung zugrunde liegende Transaktion ist der Verkauf homogener Aktiva gegen Liquidität durch ein Unternehmen an eine nur zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft, die den Kaufpreis für die Vermögensgegenstände durch die Begebung von Wertpapieren refinanziert. Das Unternehmen, das die Vermögenswerte verkauft, ist der Originator der Transaktion, das Unternehmen, das als Einzweckgesellschaft diese Vermögensgegenstände ankauft und zur Refinanzierung Wertpapiere am Kapitalmarkt begibt, wird als Special Purpose Vehicle (SPV) bezeichnet.²⁰³ Damit der Verkauf der Aktiva eine bilanzbefreiende Wirkung beim Originator hat, darf das SPV dabei nicht zum Konsolidierungskreis des Aktiva verkaufenden Unternehmens zählen. Einzige Aufgabe dieses SPV ist der Ankauf der Vermögensgegenstände, die Aggregation dieser Aktiva zu einem Portfolio und schließlich dessen Verbriefung in Form von Wertpapieren. Die im Rahmen einer solchen ABS-Transaktion emittierten Wertpapiere verbrieften damit Forderungsrechte auf anteilmäßige Partizipation an den Zahlungsströmen der zugrunde liegenden Forderungsrechte, die vom Originator an das SPV verkauft worden sind.²⁰⁴ Die Platzierung erfolgt regelmäßig mit der Unterstützung durch ein Bankenkonsortium. Auch wenn durch die Verbriefung das Ausfallrisiko des Originators von den Ausfallrisiken der verkauften Forderungsrechte separiert werden kann, benötigt das Forderungsportfolio zur Börsenakzeptanz ein sog. Rating, das die vorhandenen Informationsasymmetrien über die Bonität der Portfolioforderungen reduziert, und das eine Prognose über das Investmentrisiko für diese Verbriefung gibt. Über die Erstellung eines Ratings hinaus bestehen verschiedene Möglichkeiten, das Kreditrisiko für die Investoren durch sog. Credit Enhancements positiv zu beeinflussen. Zu den risikominimierenden Instrumenten zählen neben der Übersicherung Kaufpreisabschläge, Reservekon-

²⁰¹ Vgl. Schneider/Droste (2002), S. 385f.

²⁰² Vgl. Paul (2001), Sp. 127.

²⁰³ Vgl. Schneider/Droste (2002), S. 386.

²⁰⁴ Vgl. Eisele/Neus (2003), S. 236.

ten und die Trennung einer Verbriefung in unterschiedlich besicherte Tranchen.²⁰⁵ Neben dem Originator und dem SPV sind an einer ABS-Transaktion i. d. R. noch die Service-Agenten und Treuhänder beteiligt. Aufgabe der Service-Agenten ist die technische Abwicklung des Zahlungsverkehrs zwischen den Investoren, dem SPV und dem Originator. Häufig übernimmt der Originator selbst diese Aufgabe, indem er die eigene Debitorenbuchhaltung aufrechterhält und das Mahn- und Inkassowesen betreibt. Einem Treuhänder werden zum Schutz der Investoren die Forderungsrechte aus der Verbriefung übertragen.²⁰⁶

Grundsätzlich werden in der Literatur zwei verschiedene Formen von ABS-Transaktionen diskutiert. Als Unterscheidungskriterium dient die Ausprägung des Zahlungsstrommanagements durch das SPV. Bei der sog. Pass-through-Struktur findet kein aktives Zahlungsstrommanagement durch das SPV statt. Alle aus den verbrieften Forderungsrechten resultierenden Cash-Flows werden um die anfallenden Kosten vermindert an die Investoren weitergeleitet, die damit das Risiko vorzeitiger Tilgung tragen.²⁰⁷ Eine Pay-through-Struktur schützt die Investoren vor dem Risiko der vorzeitigen Tilgung durch ein aktives Cash-Flow-Management des SPV. Eingehende Zahlungsströme werden auf der Zeitachse so modelliert, dass sie aus Investorensicht mit einem Anleiheinvestment verbunden sind. Daher wird diese Variante in der Literatur auch als Anleihekonzep bezeichnet, während man die erste Option Fondszertifikatskonzep nennt.²⁰⁸

2.2.4.4 Projektfinanzierung

In der Literatur existieren unterschiedlich weite Definitionsansätze für den Begriff einer Projektfinanzierung.²⁰⁹ Daher ist zunächst eine Begriffsabgrenzung erforderlich. In dieser Arbeit soll eine Finanzierung dann als Projektfinanzierung bezeichnet werden, wenn zwei zentrale Merkmale vorliegen. Dabei handelt es sich einerseits um

²⁰⁵ Vgl. Ahrweiler/Börner (2003), S. 55.

²⁰⁶ Vgl. zu den sonstigen Beteiligten Schneider/Droste (2002), S. 393 ff.

²⁰⁷ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 440.

²⁰⁸ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 440.

²⁰⁹ Vgl. Backhaus/Schill/Uekermann (1993), S. 532.

eine Cash-Flow-Orientierung der Finanzierung und andererseits um deren Bilanzneutralität, die im Folgenden erläutert werden.

Bei einer Projektfinanzierung wird das Investitionsvorhaben eines Unternehmens in eine wirtschaftlich und rechtlich selbstständige Einheit überführt. Dabei fungiert die ausschließlich zu diesem Zweck gegründete Projektgesellschaft als Kreditnehmer, der alle anfallenden Fremdkapitalkosten aus dem jeweiligen Zahlungsmittelüberschuss einer Periode deckt.²¹⁰ Typischerweise besteht das Kapital der Projektgesellschaft zu etwa 65 % bis 85 % aus Fremdkapital, die Eigenkapitalquote der Gesellschaft beträgt folglich zwischen 15 % und 35 %.²¹¹ Neben dieser Cash-Flow-Orientierung besteht das zweite typische Charakteristikum einer Projektfinanzierung in ihrer Bilanzneutralität.²¹² Aus Sicht des investierenden Unternehmens, das als Eigenkapitalgeber für die Projektgesellschaft fungiert und daher auch als Sponsor bezeichnet wird, handelt es sich um eine bilanzneutrale Finanzierung, weil die Projektgesellschaft regelmäßig nicht zum Konsolidierungskreis des Unternehmens gehört. Folglich kommt es zu einem Nichtausweis der Verbindlichkeiten der Projektgesellschaft in der Bilanz des Sponsors. Die Nichtkonsolidierung ist dabei an die Voraussetzungen gebunden, die in den jeweils nationalen Rechnungslegungsgrundsätzen kodifiziert sind. Bei einem Anteil des Sponsors von unter 50 % am Eigenkapital der Projektgesellschaft kann eine Konsolidierung i. d. R. unterbleiben.²¹³

Aufgrund der individuellen Ausgestaltungsmöglichkeiten einer Projektfinanzierung ist es nicht möglich, über die zentralen Merkmale hinaus allgemeingültige Charakteristika zu formulieren, daher sollen die an der Finanzierung Beteiligten mit der ihnen zugeordneten Funktion im Folgenden kurz skizziert werden. Neben der Projektgesellschaft fungieren Sponsoren, Kreditgeber, Betreiber und Anlagenbauer als wesentliche Beteiligte.²¹⁴ Sponsoren sind die Eigenkapitalgeber der Projektgesellschaft. Als Projektgesellschaftshafter haften diese Sponsoren mit ihrer Kapitaleinlage. Neben der

²¹⁰ Vgl. Ortseifen (2002), S. 722. Eine weitere Besicherung der Ansprüche der Fremdkapitalgeber findet durch die Vermögenswerte der Projektgesellschaft statt.

²¹¹ Vgl. Backhaus/Köhl (2001), Sp. 1717.

²¹² Vgl. Backhaus/Schill/Uekermann (1993), S. 536.

²¹³ Vgl. Backhaus/Schill/Uekermann (1993), S. 537.

Haftungsfunktion ist es die Aufgabe der Sponsoren als Projektinitiatoren, den Know-how-Transfer in die Projektgesellschaft sicherzustellen.²¹⁵ Als Kreditgeber fungiert i. d. R. zur Risikodiversifikation ein Bankenconsortium. Eine Bank arrangiert dabei die Gesamtstruktur der Finanzierung und syndiziert den Kredit anschließend. Die Finanzierungsentscheidung einer Bank basiert auf einer umfassenden und ausführlichen Projektvalidierung, die insbesondere auf die Zahlungsmittelprognose abstellt, da alle Zins- und Tilgungsleistungen aus dem Cash-Flow erbracht werden.²¹⁶ Das Management der Projektgesellschaft wird als Betreiber bezeichnet. Insbesondere nach Abschluss der Planungs- und Bauphase verantwortet der Betreiber den Projekterfolg. Regelmäßig stellen die Sponsoren im Rahmen des Know-how-Transfers qualifiziertes Personal zur Projektleitung ab.²¹⁷

Anlagenbauer verantworten die zeit- und sachgerechte Fertigstellung der Investition. Die Auswahl eines geeigneten Anbieters erfordert große Sorgfalt, um den Projekterfolg sicherzustellen.²¹⁸

2.2.5 Diskussion der Finanzinstrumente als Entscheidungsalternativen

Die vorgestellten Klassen von Finanzinstrumenten sollen anhand von vier Kriterien diskutiert werden, um die Entscheidung des Unternehmens im Einzelfall zu strukturieren.

Diese Kriterien sind die Kosten der Finanzierung, der Zugang zum dem Finanzinstrument, die Flexibilität der Finanzierung und die Einflussnahme Dritter, die durch eine Finanzierung begründet wird.

Unter dem Aspekt Kosten der Finanzierung wird bewertet, welcher finanzielle Aufwand mit dem jeweiligen Finanzinstrument verbunden ist. Da im Einzelfall eine barwertige Kostenbetrachtung der verschiedenen Finanzierungsalternativen stattfin-

²¹⁴ Vgl. Hillmann (2003), S. 279 f.

²¹⁵ Vgl. Ortseifen (2002), S. 724.

²¹⁶ Vgl. zu den umfangreichen Vorarbeiten der Kreditentscheidung Ortseifen (2002), S. 728 ff.

²¹⁷ Vgl. Hillman (2003), S. 280.

²¹⁸ Vgl. Ortseifen (2002), S. 726.

den muss, soll in dieser Arbeit qualitativ beschrieben werden, welche Kostenelemente mit der Finanzierung verbunden sind und wie diese beeinflussbar sind. Grundsätzlich werden dabei der ökonomischen Ratio folgend niedrige Kosten positiv bewertet. Die Relevanz dieses Bewertungskriteriums wird empirisch bestätigt, da insbesondere die in der vorliegenden Untersuchung betrachteten großen mittelständischen Unternehmen angeben, dass die Minimierung der direkten Finanzierungskosten für sie das wichtigste Kriterium bei der Wahl eines Finanzinstruments ist.²¹⁹

Hinsichtlich der absoluten Höhe können keine Aussagen über die für die Finanzinstrumente anfallenden Kosten gemacht werden. Die steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen als Aufwand begünstigt grundsätzlich Fremdkapitalfinanzierungen. Die Kosten einer mezzaninen Finanzierung müssen nicht unbedingt unmittelbar mit dem Finanzkontrakt selber in Verbindung stehen, vielmehr ermöglicht die flexible Ausgestaltung der Verträge die Einbettung verdeckter Kostenbestandteile.

Unter dem Aspekt Zugang zu der Finanzierung werden mögliche Hürden bei der Finanzierung beschrieben. Hohe Hürden bei der Durchführung der Finanzierung werden negativ bewertet, niedrige Hürden führen zu einer positiven Bewertung.²²⁰ Dieses Kriterium ist relevant für die großen mittelständischen Unternehmen, da insbesondere Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung mit hohen Hürden verbunden sein können. Unabhängig von der Rechtstellung des Kapitalgebers sind Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen mit hohen Zugangshürden verbunden, wenn diese über den Kapitalmarkt direkt erfolgen unter Umgehung von Finanzintermediären. Mezzanine und alternative Kapitalformen sind mit dem Wachstum der spezifischen Kapitalmarktsegmente für nahezu alle Unternehmen zugänglich geworden.

Unter dem Aspekt der Flexibilität der Finanzierung wird bewertet, wie individuell der betrachtete Finanzierungsvertrag zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer gestaltet werden kann. Hier wird im Einzelfall ebenfalls berücksichtigt, inwieweit

²¹⁹ Vgl. KfW Bankengruppe (2003b), S. 45.

²²⁰ In dieser Arbeit sollen Zugangshürden, die aus hohen Fixkosten (z. B. bei der Begebung einer Anleihe) resultieren, in der Dimension Zugang diskutiert werden. Davon zu unterscheiden sind Zugangshürden, die durch kodifizierte Regelungen begründet werden (z. B. bei der Emission von

die Finanzierungsinstrumente Nachverhandlungsmöglichkeiten zulassen. Flexible Ausgestaltungsmöglichkeiten der Kontrakte werden ebenso positiv bewertet wie die Möglichkeit einer individuellen Nachverhandlung.²²¹ Die Flexibilität der Nachverhandlung ist bei allen bilateral verhandelten Verträgen höher als bei standardisierten Begebungen am Kapitalmarkt. So kann ein individueller Kreditvertrag mit einer Bank oder einem anderen Kreditgeber bedeutend eher den geänderten Erfordernissen des Unternehmens angepasst werden als eine Anleihe. Insbesondere mezzanine und alternative Finanzinstrumente zeichnen sich durch ein hohes Maß an Ausgestaltungsmöglichkeiten aus.

Unter dem vierten Aspekt der Einflussnahme Dritter werden die beiden Abstufungen der reinen Informations- und Transparenzpflichten einerseits und der tatsächlichen Mitwirkung an der Unternehmensführung andererseits gebündelt und bewertet. Da sowohl die Vermeidung der Offenlegung als auch die Vermeidung der Mitwirkung als wichtige Entscheidungskriterien von den Unternehmen angegeben werden, sollen Finanzinstrumente, die die Einflussnahme Dritter minimieren, positiv bewertet werden.²²² In Umkehrung dessen werden Finanzinstrumente negativ bewertet, wenn sie eine Transparenz- oder Mitwirkungsbefugnis für Dritte konstituieren.²²³ Der Abschluss eines Finanzkontrakts basiert auf der Einschätzung des Kapitalgebers über die Fähigkeit des Unternehmens die vertraglichen Pflichten aus dem Finanzkontrakt zu erfüllen. Daher wird jeder Kapitalgeber nur dann einen Vertrag abschließen, wenn dieser sich ausreichend über den Zustand des Unternehmens informiert fühlen kann. Forciert wird diese Anforderung durch regulatorische Mechanismen im Kreditgewerbe, die vom Kreditgeber im Einzelfall eine umfangreiche Prüfung der Solvenz des Kreditnehmers verlangen. Über diese Informationspflicht hinaus kommt es bei der Überlassung von Eigenkapital zu der Konstitution von Mitwirkungsbefugnissen im Unternehmen. Mezzanine Kapitalinstrumente können ebenfalls eine Mitwirkung Dritter begründen, hier ist der Kontrakt im Einzelfall zu prüfen. Bei alternativen Fi-

Aktien).

²²¹ Vgl. Detragiache (1994), S. 327 ff.

²²² Vgl. KfW Bankengruppe (2003b), S. 46.

²²³ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 187 ff.

nanzinstrumenten findet i. d. R. keine Mitwirkung am Unternehmen statt.

Der Aspekt der Einflussnahme Dritter wird im Mittelpunkt der Pecking-Order-Betrachtung stehen, weil das Modell ebenfalls die Finanzierungsentscheidung des Unternehmens mit Annahmen über Informationsverteilungen zu erklären versucht.²²⁴

Im Einzelfall kann so eine Entscheidung zwischen verschiedenen Finanzierungsalternativen vorbereitet werden. Abstrahiert man aber von der speziellen Finanzierungssituation, dann steht das Zusammenspiel aller Finanzierungsentscheidungen, abbildbar in der Kapitalstruktur des Unternehmens, im Vordergrund der Betrachtung. Die Frage nach der optimalen Kapitalstruktur bildet den Kern des dritten Kapitels.

²²⁴ Die sonstigen Einflussfaktoren (Kosten, Zugang, Flexibilität) können die Informationsaspekte ggf. dominieren.

3 Theoretischer Bezugsrahmen

Im Mittelpunkt des dritten Kapitels der Arbeit steht der Entwurf eines Theoriegebäudes, aus dem die im vierten Kapitel der Arbeit zu testenden Hypothesen abgeleitet werden können.

Ein belastbares theoretisches Konstrukt muss auf zwei Pfeilern basieren. Dies ist im vorliegenden Fall einerseits ein bereits vorhandenes, etabliertes Modell zur Erklärung der Kapitalstruktur eines Unternehmens, das zweitens dadurch untermauert wird, dass bereits zahlreiche empirische Studien existieren, die sich mit diesem Modell in anderen Unternehmensklassen und Ländern auseinandersetzen.

Daher wird im ersten Abschnitt des dritten Kapitels notwendigerweise erörtert, welche Theorien und Modelle zur Erklärung der Kapitalstruktur eines Unternehmens bereits etabliert sind.

Mit der Auswahl des Pecking-Order-Modells im zweiten Abschnitt dieses Kapitels erfolgt die Selektion genau des Erklärungsansatzes, von dem plausibel und in Übereinstimmung mit anderen Autoren vermutet werden kann, dass er am besten in der Lage ist, die Kapitalstruktur der betrachteten großen mittelständischen Unternehmen zu erklären.²²⁵

Das Kapitel beendend werden diejenigen Studien nach Umfang und Ergebnis beschrieben, die ebenfalls untersuchen, welche Einflussfaktoren auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens wirken und ob diese in Übereinstimmung mit den aus dem Pecking-Order-Modell abgeleiteten Erwartungen sind.

²²⁵ Vgl. Tirole (2006), S. 238.

3.1 Kapitalstrukturtheorien

Aufgabe des ersten Abschnitts im dritten Kapitel ist, dem Leser einen fundierten Überblick über die bestehenden Kapitalstrukturtheorien und deren Evolution zu verschaffen.

Die folgende Abbildung verdeutlicht die Substruktur dieses Absatzes.

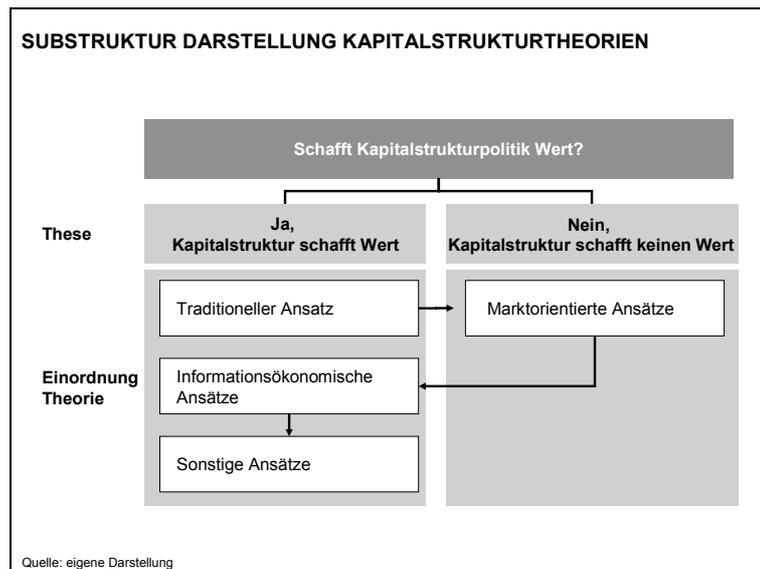


Abbildung 9: Substruktur Darstellung Kapitalstrukturtheorien

Zur Verbesserung des Verständnisses der verschiedenen Ansätze werden zunächst die allgemeinen Grundlagen zur Kapitalstrukturtheorie erörtert. Entlang der Frage, ob die Kapitalstruktur einen Einfluss auf den Unternehmenswert hat, können dann zwei grundsätzlich verschiedene Denkschulen unterschieden werden.

Einerseits finden sich Ansätze, die einen Einfluss der Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert postulieren. Hierzu zählen der zunächst dargestellte sog. traditionelle Ansatz ebenso wie die informationsökonomischen Ansätze in Abschnitt 3.1.4. Dem gegenüber stehen die auf dem Prinzip der Wertadditivität basierenden markt-orientierten Ansätze in Abschnitt 3.1.3. Hierzu zählt insbesondere das Irrelevanztheorem von MODIGLIANI/MILLER, das letztlich einen Einfluss der Kapitalstruktur unter

den getroffenen Annahmen auf den Unternehmenswert negiert.²²⁶ Eine Auswahl der verbleibenden Ansätze wird abschließend unter dem Abschnitt sonstige Ansätze abgebildet.

Eine Darstellung der Kapitalstrukturtheorien in dieser Reihenfolge versucht damit, die Evolution der Kapitalstrukturdiskussion in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung nachzubilden.²²⁷

Dabei gilt insbesondere bei den informationsökonomischen Ansätzen die Einschränkung, dass die vorliegende Arbeit keinesfalls eine umfassende und vollständige Zusammenfassung aller Kapitalstrukturtheorien leisten kann, da die Anzahl der Theorien zur Kapitalstruktur eines Unternehmens unlimitiert scheint.²²⁸ Vielmehr beschränkt sich die Arbeit darauf, die in der Literatur am häufigsten formulierten Ansätze zu untersuchen.²²⁹

3.1.1 Grundlagen

Zunächst werden zwei Modelle eingeführt, die geeignet sind, den Wohlstandszuwachs der Unternehmenseigner in Abhängigkeit der Kapitalstruktur zu erklären und die Frage zu beantworten, wie sich eine Veränderung der Kapitalstruktur auf den Wert des Unternehmens auswirkt. Nach der Betrachtung eines einperiodigen Falls wird der Fall der Verrentung untersucht. Abschließend wird das Modell um den Leverage-Effekt erweitert.²³⁰

3.1.1.1 Einperiodiges Modell

Das Einperiodenmodell nimmt an, dass ein Unternehmen im Zeitpunkt t_0 betrachtet

²²⁶ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261 ff.

²²⁷ Ein vergleichbares Gliederungsschema findet sich bei Bessler/Thies (2001), S. 5 ff und bei Breuer (1998), S. 6.

²²⁸ Vgl. Masulis (1980), S. 142.

²²⁹ Vgl. eine umfangreiche Darstellung der verschiedenen Kapitalstrukturtheorien bei Pracht (2000), S. 33 ff.

²³⁰ Vorgehen und Ausgestaltung in Anlehnung an Bitz (2001), Sp. 1318 ff.

wird und nur für eine Periode existiert. In t_1 wird das Unternehmen annahmegemäß liquidiert. In der betrachteten Periode zwischen t_0 und t_1 erwirtschaftet das Unternehmen einen am Ende der Periode zur Ausschüttung verfügbaren Betrag \tilde{c} . Dieser ist nun zwischen den Fremdkapitalansprüchen \overline{fk} und den Eigenkapitalansprüchen \tilde{ek} aufzuteilen, wobei die Ansprüche der Fremdkapitalgeber \overline{fk} der Höhe nach vertraglich festgelegt sind. Die Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber ergibt sich folglich als Residuum aus der Differenz $\tilde{ek} = \tilde{c} - \overline{fk}$. Damit ist eine Fallunterscheidung möglich. Erwirtschaftet das Unternehmen einen Ausschüttungsbetrag \tilde{c} , der über den fixierten Ansprüchen der Fremdkapitalgeber liegt, kommt es zu einer Ausschüttung des verbleibenden Gewinns an die Eigenkapitalgeber. Reicht der erwirtschaftete Betrag nicht aus, findet keine Ausschüttung an die Eigentümer statt, es kommt annahmegemäß aber auch zu keinem Durchgriff auf das Privatvermögen, falls die Ansprüche der Fremdkapitalgeber größer sind als der zur Verfügung stehende Ausschüttungsbetrag. Formal lassen sich diese Zusammenhänge wie folgt darstellen:

$$(1.) \quad \overline{fk} = \begin{cases} \overline{fk} & \text{falls } \tilde{c} > \overline{fk} \\ \tilde{c} & \text{falls } \tilde{c} \leq \overline{fk} \end{cases}$$

$$(2.) \quad \tilde{ek} = \begin{cases} \tilde{c} - \overline{fk} & \text{falls } \tilde{c} > \overline{fk} \\ 0 & \text{falls } \tilde{c} \leq \overline{fk} \end{cases}$$

Daraus folgt, dass der erwartete Auszahlungsbetrag \tilde{c} vollständig an die Eigen- und Fremdkapitalgeber ausgeschüttet wird.

$$(3.) \quad \tilde{c} = \overline{fk} + \tilde{ek}$$

Um nun den gegenwärtigen Wert der Zahlungsströme in t_1 zu erhalten, müssen die zukünftigen Zahlungen barwertig betrachtet werden. Dazu werden die Zahlungen mit

einem risikoadjustierten Diskontsatz abgezinst.²³¹

Wenn FK und EK die Barwerte von \overline{fk} und \tilde{ek} in t_0 sind und die Diskontzinssätze für \overline{fk} als r_{fk} und für \tilde{ek} als r_{ek} , dann gelten:

$$(4.) \quad FK = \frac{fk}{1 + r_{fk}} \text{ und}$$

$$(5.) \quad EK = \frac{ek}{1 + r_{ek}}.$$

Analog ergibt sich der Gesamtwert des Unternehmens C aus der Summe von FK und EK . Es gilt:

$$(6.) \quad C = FK + EK = \frac{c}{1 + r_c}$$

Damit lassen sich die Diskontzinssätze als die erwarteten Renditen der Investoren interpretieren.²³² Formal gilt für diese erwarteten Renditen:

$$(7.) \quad r_{fk} = \frac{fk}{FK} - 1 \text{ und}$$

$$(8.) \quad r_{ek} = \frac{ek}{EK} - 1.$$

Ein Investor wird nur dann in das Unternehmen investieren, wenn das Unternehmen mindestens die gewünschte Rendite erwirtschaftet. Damit entsprechen die Renditeforderungen der Investoren aus Sicht des Unternehmens den Kapitalkosten.

Die Gesamtkapitalkosten des Unternehmens r_c ergeben sich aus dem gewogenen

²³¹ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 16 ff.

²³² In der Literatur wird angenommen, dass alle Investoren eine einheitliche Meinung über das Risiko einer Investition haben. Aus dieser Homogenität folgt, dass alle Investoren einen identischen Diskontzins verwenden. Vgl. dazu Bitz (2001), Sp. 1319.

Durchschnitt der Kosten für das Fremdkapital r_{fk} und der Kosten für das Eigenkapital r_{ek} .

$$(9.) \quad r_c = r_{fk} \cdot \frac{FK}{EK + FK} + r_{ek} \cdot \frac{EK}{EK + FK}$$

Die Kapitalstruktur soll in diesem Modell statisch abgebildet werden durch den als Verschuldungsgrad V bezeichneten Quotienten aus dem Barwert von Fremd- und Eigenkapitalansprüchen. Formal bedeutet das:

$$(10.) \quad V = \frac{FK}{EK}$$

Aus (9.) und (10.) folgt nach Umformen:

$$(11.) \quad r_c = r_{fk} \cdot \frac{V}{V+1} + r_{ek} \cdot \frac{1}{V+1}$$

3.1.1.2 Mehrperiodiges Modell

Eine mehrperiodige Modellierung abstrahiert von der Annahme, dass das Unternehmen am Ende des betrachteten Zeitraums liquidiert wird. Modelliert man einen mit dem einperiodigen Modell in Abschnitt 3.1.1.1 vergleichbaren Zahlungsstrom an die Fremd- und Eigenkapitalgeber unter der Annahme, dass das Unternehmen dauerhaft fortbesteht, ergibt sich der Fall einer ewigen Rente.²³³ Es soll angenommen werden, dass in allen zukünftigen Perioden ein Zahlungsstrom mit einem konstanten Erwartungswert an die Fremd- und Eigenkapitalgeber fließt. Damit ergibt sich der Barwert der Zahlungsströme aus der Formel der ewigen Rente durch Division der konstanten Erwartungswerte durch den risikoadjustierten Zinssatz.

Für den Barwert der Ansprüche der Fremdkapitalgeber gilt:

²³³ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 486.

$$(12.) \quad FK = \frac{fk}{r_{fk}}$$

Analog gilt für das Vermögen der Eigenkapitalgeber:

$$(13.) \quad EK = \frac{ek}{r_{ek}}$$

Damit ergibt sich der Unternehmenswert analog zu (6.) aus:

$$(14.) \quad C = EK + FK = \frac{c}{r_c}$$

3.1.1.3 Präzisierung der Fragestellung

Mit diesen beiden Modellen kann die eingangs formulierte Fragestellung nach dem Zusammenhang von Kapitalstruktur und Unternehmenswert nun formal untersucht werden.

Als Unternehmenswert soll nun der Barwert der Ansprüche der Eigenkapitalgeber gelten. Zentrale Annahme der Diskussion ist, dass sich keine Veränderung im leistungswirtschaftlichen Bereich des Unternehmens vollzieht, d. h., dass das Unternehmen sein Investitionsprogramm unverändert beibehält, damit eine Veränderung des Unternehmenswerts aufgrund positiver oder negativer Barwert-Projekte ausgeschlossen werden kann.²³⁴ Formal bedeutet diese Annahme, dass der Ausschüttungsbetrag c konstant ist, jedoch das Verhältnis zwischen ek und fk variabel.

Grundsätzlich sind zwei Transaktionen denkbar, die bei konstanter Ausschüttung c eine Strukturveränderung zwischen den Fremd- und Eigenkapitalansprüchen bewirken.

²³⁴ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 121 ff.

Erstens kann ein Unternehmen einen Kredit aufnehmen und parallel eine auszahlungsgleiche Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber vornehmen. Diese Transaktion mindert die zukünftigen Ansprüche der Eigenkapitalgeber.

Vice versa kann ein Unternehmen eine Kapitalerhöhung durchführen, um Kredite zu tilgen. In diesem Fall steigen die zukünftigen Ansprüche der Eigenkapitalgeber.

Die aus der Veränderung der zukünftigen Ansprüche der Eigenkapitalgeber folgende Änderung des Barwerts ihres Unternehmens soll gemäß (6.) als ΔEK bezeichnet werden. Um die durch die Kapitalstrukturtransaktion induzierte Wertänderung der Eigenkapitalgeberposition insgesamt zu berechnen, ist neben der Änderung der zukünftigen Ansprüche der durch die Transaktion selbst verursachte Zahlungsstrom zu berücksichtigen. Dieser Zahlungsstrom T ist bei einer Ausschüttung positiv und bei einer Kapitalerhöhung negativ.

Insgesamt ergibt sich somit formal für die Änderung der Eigenkapitalgeberportfolios ΔP folgende Gleichung:

$$(15.) \quad \Delta P = \Delta EK + T$$

Zentrale Aufgabe einer Kapitalstrukturtheorie ist es damit, ein Aussagensystem zu entwerfen, das einen Zusammenhang zwischen der Nettovermögensänderung der Eigentümer ΔP und dem Verschuldungsgrad V konstruiert.²³⁵

3.1.1.4 Einführung des Leverage-Effekts

Zur Detaillierung des Zusammenhangs zwischen dem Verschuldungsgrad V und der Vermögensänderung der Eigenkapitalgeber muss das Grundmodell um den sog. Leverage-Effekt erweitert werden. Dieser Effekt beschreibt den Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad V und der Rentabilität des eingesetzten

²³⁵ Eine Veränderung der Eigenkapitalposition entspricht einer Nettovermögensänderung unter der Annahme, dass die Eigenkapitalgeber kein weiteres Vermögen besitzen.

Eigenkapitals r_{ek} .²³⁶

Im oben eingeführten mehrperiodigen Grundmodell ergibt sich aus (7.) die Formulierung der Ansprüche der Fremdkapitalgeber in $t = 1$ durch Aufzinsen des Barwerts der Ansprüche FK mit ihrem vertraglich kodifizierten Verzinsungsanspruch r_{fk} wie folgt:

$$(16.) \quad f_k = (1 + r_{fk}) \cdot FK$$

Der erwartete Rückfluss an die Eigenkapitalgeber \tilde{e}_k ergibt sich aus der Differenz zwischen der erwarteten Gesamtausschüttung \tilde{c} und diesem Gläubigeranspruch.²³⁷ Formal gilt:

$$(17.) \quad \tilde{e}_k = \tilde{c} - (1 + r_{fk}) \cdot FK$$

Die erwartete Gesamrendite sei definiert als:

$$(18.) \quad \tilde{r}_c = \frac{\tilde{c}}{C} - 1$$

Die erwartete Eigenkapitalrendite ferner als:

$$(19.) \quad \tilde{r}_{ek} = \frac{\tilde{e}_k}{EK} - 1$$

Die Kombination dieser Annahmen mit der Definition des Verschuldungsgrads in (10.) liefert die formale Darstellung des Leverage-Effekts:²³⁸

$$(20.) \quad \tilde{r}_{ek} = \tilde{r}_c + (\tilde{r}_c - r_{fk}) \cdot V$$

²³⁶ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 480.

²³⁷ Hier soll gelten, dass der Gesamttrückfluss größer als die Ansprüche der Fremdkapitalgeber ist.

²³⁸ Vgl. detaillierte Ableitung bei Bleis (2006), S. 82ff.

Die erwartete Eigenkapitalverzinsung \tilde{r}_{ek} ist abhängig von der erwarteten Gesamtkapitalverzinsung r_c , dem Verschuldungsgrad V und dem Verhältnis von erwarteter Gesamtkapitalverzinsung zu Fremdkapitalzins r_{fk} . Daher ergibt sich die folgende Fallunterscheidung.

Wenn gilt: $\tilde{r}_c > r_{fk}$, d. h., die erwartete Verzinsung der Gesamtinvestition ist größer als die Verzinsung der Fremdkapitalansprüche, dann steigert jede Eigenkapitalsubstitution durch Fremdkapital die Rendite des eingesetzten Eigenkapitals.²³⁹

Wenn aber gilt: $r_{fk} > \tilde{r}_c$, d. h., die erwartete Verzinsung der Gesamtinvestition ist geringer als der Anspruch der Fremdkapitalgeber, dann öffnet sich die Hebelwirkung in die umgekehrte Richtung und jeder Fremdkapitaleinsatz reduziert die Eigenkapitalgeberposition.

Theoretisch lässt sich so im ersten Fall eine beliebig hohe Eigenkapitalrentabilität synthetisieren, indem Eigen- durch Fremdkapital substituiert wird. Tatsächlich ist aber die implizite Annahme der Unabhängigkeit der Fremdkapitalkosten von der Verschuldung ebenso kritisch zu beurteilen wie das Problem der Wiederanlage des potenziell desinvestierten Eigenkapitals.²⁴⁰

Analog zur Steigerung der Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von Fremdkapital nimmt auch das von den Eigenkapitalgebern übernommene Risiko zu, wenn Eigenkapital durch Fremdkapital substituiert wird. Dieses sog. Kapitalstrukturrisiko lässt sich formal wie folgt darstellen, wenn die Standardabweichung σ als anerkanntes Risikomaß gilt.²⁴¹ Dann sei σ_c die Standardabweichung der Gesamtauszahlung c und σ_{ek} sei die Standardabweichung des Zahlungsstroms an die Eigenkapitalgeber. Es gilt:²⁴²

²³⁹ Das Modell abstrahiert vom Problem einer äquivalenten Investmentopportunität (Wiederanlageproblem).

²⁴⁰ Vgl. dazu Perridon/Steiner (2007), S. 482 ff.

²⁴¹ Vgl. dazu Hirth (2005), S. 172f.

²⁴² Vgl. Bitz (2001), Sp. 1323.

$$(21.) \quad \sigma_{ek} = \sigma_c + \sigma_c \cdot V$$

Als Standardabweichung der Gesamtauszahlung lässt sich σ_c als das dem Geschäft zugrunde liegende Risiko interpretieren, das genau dann dem Risiko der Eigenkapitalgeber entspricht, wenn das Unternehmen unverschuldet ist, da der Term $\sigma_c \cdot V$ bei einem vollständig eigenfinanzierten Unternehmen null ist. Mit zunehmendem Verschuldungsgrad V nimmt das von den Eigenkapitalgebern übernommene Risiko aber linear zu.

Somit muss der Anspruch an eine Kapitalstrukturtheorie um die Risikoperspektive ergänzt werden. Eine Theorie muss erklären können, wie die Eigentümer eines Unternehmens eine Veränderung der Kapitalstruktur unter Rendite und Risikoaspekten bewerten werden. Im nächsten Schritt werden daher die bisher in der Forschung etablierten Erklärungsansätze näher untersucht.

3.1.2 Traditioneller Ansatz

Die traditionelle These zur Kapitalstruktur geht auf GUTENBERG zurück.²⁴³ Der im Folgenden näher beleuchtete Ansatz leitet als einzelwirtschaftlicher Ansatz die Optimalität der Kapitalstruktur allein aus dem Verhalten der beteiligten Kapitalgeber ab, wobei die Kapitalkostenverläufe Ausgangspunkt der Betrachtungen sind, eine explizite Berücksichtigung des Kapitalmarkts erfolgt nicht.

In dem System des traditionellen Ansatzes existiert für ein Unternehmen ein optimaler Verschuldungsgrad.²⁴⁴ Anhand der folgenden Abbildung soll die Ableitung der optimalen Kapitalstruktur erläutert werden.

²⁴³ Vgl. Gutenberg (1987), S. 208 ff. Daneben finden sich Hinweise auf andere Autoren. Vgl. dazu Breuer (1998), S. 57, Bitz (2001), Sp. 1326 und Schäfer (2001), S. 19.

²⁴⁴ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 5.

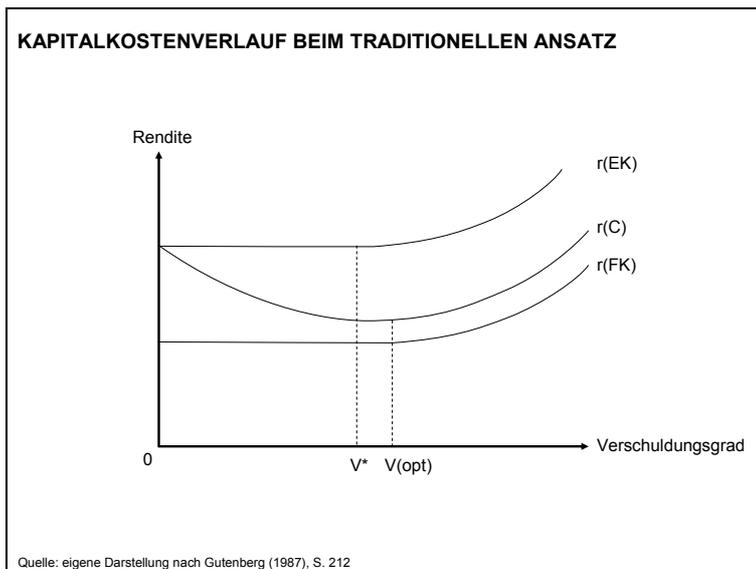


Abbildung 10: Kapitalkostenverlauf beim traditionellen Ansatz

Auf der x-Achse wird der Verschuldungsgrad V abgetragen, der gemäß (10.) als Quotient aus Fremd- und Eigenkapitalposition definiert ist. Auf der y-Achse sind die Renditeforderungen der Kapitalgeber abgetragen, die aus Unternehmenssicht den Kapitalkosten entsprechen. Dabei soll r_c für die Gesamtkapitalkosten stehen, r_{ek} seien die Eigenkapitalkosten und r_{fk} die Fremdkapitalkosten.

Der traditionelle Ansatz unterstellt nun erstens, dass die Eigenkapitalkosten über den Fremdkapitalkosten liegen, formal gilt somit $r_{ek} > r_{fk}$ und weiter, dass beide Kosten bis zu einem Verschuldungsgrad V^* konstant verlaufen.²⁴⁵ In diesem Bereich sind die Kapitalkosten folglich unabhängig vom gewählten Verschuldungsgrad. Der Verschuldungsgrad V^* wird bei diesem Ansatz als kritischer Verschuldungsgrad verstanden, bei dem sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber zum ersten mal ein Ausfallrisiko in ihre Renditeforderung einpreisen, sodass ab diesem spezifischen Verschuldungsgrad V^* sowohl die Eigen- als auch die Fremdkapitalkosten in einen exponentiell steigenden Verlauf übergehen.²⁴⁶ In dem Intervall OV^* vom Koordina-

²⁴⁵ Vgl. Gutenberg (1987), S. 210.

²⁴⁶ Über den genauen Verlauf, insbesondere die Steigung der Kostenkurven ab dem kritischen Verschuldungsgrad werden keine Annahmen getroffen. Vgl. Bitz (2001), Sp. 1327.

tenursprung O bis zum kritischen Verschuldungsgrad V^* resultiert für die Gesamtkapitalkosten r_c ein sinkender Verlauf, da unterstellt werden kann, dass das Unternehmen ausgehend vom unverschuldeten Zustand in O relativ teures Eigenkapital durch günstigeres Fremdkapital substituieren wird.²⁴⁷

Steigt der Verschuldungsgrad aber über den kritischen Wert V^* sind zwei gegenläufige Effekte zu beobachten.

Einerseits ist Fremdkapital auch jenseits von V^* noch günstiger als Eigenkapital, sodass eine Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital weiterhin die Gesamtkapitalkosten sinken lässt.

Demgegenüber erhöhen aber die Eigenkapitalgeber jenseits von V^* ihre Verzinsungsansprüche aufgrund des nun einkalkulierten Insolvenzrisikos auf das noch investierte Kapital.

Der optimale Verschuldungsgrad $V^{optimum}$ ist dann erreicht, wenn sich beide Effekte aufheben.²⁴⁸ In diesem Punkt sind die Kapitalkosten minimal, da jede weitere Erhöhung der Verschuldung jenseits von $V^{optimum}$ zu einem erneuten Anstieg der Gesamtkapitalkosten aufgrund des nun beachteten Kapitalstrukturrisikos führt. Entsprechend erhöht jede Verringerung der Verschuldung die Kapitalkosten, weil bei geringerer Verschuldung das Substitutionspotenzial des Fremdkapitals nicht vollständig ausgenutzt wird.

Zur Bewertung dieses Ansatzes findet sich in der Literatur ein einheitliches Meinungsbild. Positiv wird hervorgehoben, dass die Argumentation des traditionellen Ansatzes über Kapitalkostenverläufe intuitiv nachvollziehbar und leicht verständlich ist.²⁴⁹ Negativ werden die mangelnde risikothoretische Fundierung und die Nichteindeutigkeit des Ansatzes bewertet. Unter der mangelnden risikothoretischen Fundierung wird verstanden, dass der Ansatz das Kapitalstrukturrisiko erst sprunghaft

²⁴⁷ Vgl. Breuer (1998), S. 57.

²⁴⁸ Vgl. Gutenberg (1987), S. 213.

²⁴⁹ Vgl. Breuer (1998), S. 59 und Bessler/Thies (2001), S. 6.

bei V^* berücksichtigt und für alle anderen Verschuldungsgrade eine Unabhängigkeit der Eigen- und Fremdkapitalkosten von der Verschuldung postuliert.²⁵⁰ Als nicht eindeutig wird der Ansatz in der Literatur kritisiert, weil das vorgestellte Modell nicht ermöglicht, den optimalen Verschuldungsgrad zu quantifizieren. Dieser könnte in Übereinstimmung mit den Annahmen des Modells aber in Abhängigkeit der Präferenzen der Kapitalgeber bei 20 % oder 40 % oder 80 % liegen, ist also mithin nicht quantifizierbar.²⁵¹

Der im folgenden Absatz vorgestellte Ansatz vermag diesen Kritikpunkt zu entwerfen, indem die Präferenzen der Kapitalgeber in den Marktkontext eingebunden werden und damit exakt quantifizierbar werden.

3.1.3 Marktorientierter Ansatz

Der marktorientierte Ansatz zur Kapitalstruktur ist ursprünglich verbunden mit den Arbeiten von MODIGLIANI/MILLER.²⁵² Die Autoren postulieren mit ihrem sog. Irrelevanztheorem erstmals die Unabhängigkeit des Unternehmenswerts von der Finanzierung eines Unternehmens und stehen damit in der Geschichte der Kapitalstrukturtheorie nicht nur am eigentlichen Beginn der wissenschaftlichen Finanzierungstheorie, sondern auch in bewusster Kontraposition zu der traditionellen Denkschule, die eine optimale Kapitalstruktur für möglich hält.²⁵³

Kern des Irrelevanztheorems ist die Aussage, dass unternehmerische Finanzierungsentscheidungen dann, und nur dann, keine Auswirkungen auf den Marktwert des Unternehmens haben, wenn alle Beteiligten die individuell gewünschten Zahlungsströme durch unbeschränkten und kostenlosen Zugang zu einem vollkommenen Kapitalmarkt synthetisieren können.

Daher folgt in diesem Abschnitt auf die Darstellung des Ansatzes von

²⁵⁰ Vgl. Bitz (2001), Sp. 1327.

²⁵¹ Vgl. Breuer (1998), S. 59.

²⁵² Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261 ff.

²⁵³ Vgl. Breuer (1998), S. 3.

MODIGLIANI/MILLER eine ausführliche Systematisierung der bisher in der Literatur diskutierten Faktoren, die eine private Replizierung der Zahlungsströme verhindern und somit der Finanzierungsentscheidung auf Unternehmensebene doch wieder Wert beimessen. Hierzu zählen Steuern, Konkurskosten, Agency- und Informationseffekte. Abschließend soll die statische Trade-off-Theorie eingeführt werden, die in der Literatur als Weiterentwicklung des Irrelevanztheorems bezeichnet wird.²⁵⁴ Obwohl diese Theorie eine Optimalität der Kapitalstruktur zulässt, indem sie mit Steuern und Konkurskosten zwei der zuvor erwähnten Faktoren berücksichtigt, wird sie aufgrund der Nähe zu der Arbeit von MODIGLIANI/MILLER in diesem Absatz diskutiert. Theorien, die eine Optimalität der Kapitalstruktur auf Basis von Agency- und Informationseffekten zulassen, werden dagegen in Abschnitt 3.1.4 diskutiert.

3.1.3.1 Das Irrelevanztheorem von MODIGLIANI/MILLER

3.1.3.1.1 Annahmen

MODIGLIANI/MILLER unterstellen in ihrer Arbeit einen perfekten Kapitalmarkt, ohne diese Annahme weiter zu detaillieren.²⁵⁵ In der Literatur finden sich unterschiedliche Darstellungen zu den Annahmen eines perfekten Kapitalmarkts. Die vorliegende Arbeit folgt der Darstellung bei BREUER.²⁵⁶

Danach zeichnet sich ein vollkommener Kapitalmarkt durch drei wesentliche Eigenschaften aus.²⁵⁷

Erstens handeln alle teilnehmenden Subjekte rational. Darunter wird verstanden, dass ein Marktteilnehmer, der zwischen zwei Alternativen wählen kann, stets die Alternative wählt, die seinen Wohlstand maximiert.

²⁵⁴ Vgl. Pracht (2000), S. 37.

²⁵⁵ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 268 und Franke/Hax (2004), S. 486.

²⁵⁶ Vgl. Breuer (1998), S. 62. Alternative Übersichten finden sich bei Drukarczyk (1993b), S. 125 und Schäfer/Kruschwitz/Schwake (1998), S. 234 f.

²⁵⁷ Vgl. Breuer (1998), S. 62. Vollkommen und perfekt werden in der vorliegenden Arbeit als bedeutungsgleiche Attribute verwendet.

Eine Alternative ist dann vorteilhafter und einer anderen vorzuziehen, wenn sie zu einer höheren Auszahlung als die nicht gewählte Alternative führt.

Zweitens agieren alle Subjekte als Mengenanpasser. Kein Marktteilnehmer ist in der Lage, durch die von ihm durchgeführten Transaktionen den Marktpreis eines Guts zu beeinflussen.

Drittens wird von Informations- und Transaktionskosten ebenso abstrahiert wie von Steuern. Mit Kapitalmarkttransaktionen sind folglich keinerlei Abwicklungskosten verbunden.

Aus diesen drei zentralen Annahmen folgt, dass Finanztitel in beliebigen Stückelungen gehandelt werden können, ferner dass die Erwartungen aller Teilnehmer homogen sind bezüglich der Verteilungen unsicherer Zukunftsgrößen, dass alle Marktteilnehmer perfekt informiert sind und dass der Markt arbitragefrei ist und folglich keine sicheren Gewinne ermöglicht.²⁵⁸

Ferner wird in dem Ansatz unterstellt, dass alle Unternehmen einer spezifischen Risikoklasse zugeordnet werden können.²⁵⁹ Dabei zeichnet sich eine Risikoklasse durch identisches Risiko im leistungswirtschaftlichen Bereich aus. Die Zahlungsströme von zwei Unternehmen in einer Klasse sind folglich mit dem gleichen Risiko behaftet und allein durch das Investitionsprogramm des Unternehmens determiniert.²⁶⁰

3.1.3.1.2 Argumentation

Die grundlegende Arbeit von MODIGLIANI/MILLER ist entlang zwei Leitsätzen gegliedert, die hier nacheinander besprochen werden sollen. Das erste Theorem postuliert unter den gegebenen Annahmen die Irrelevanz des Verschuldungsgrads für den Marktwert des Unternehmens.²⁶¹ Der zweite Leitsatz postuliert einen linearen Zu-

²⁵⁸ Vgl. Breuer (1998), S. 63.

²⁵⁹ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 266.

²⁶⁰ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 8.

²⁶¹ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 268.

sammenhang der Eigenkapitalkosten mit dem Verschuldungsgrad des Unternehmens.²⁶²

Die Darstellung des ersten Leitsatzes der Unabhängigkeit des Marktwerts eines Unternehmens von der Finanzierungsstruktur erfolgt in dieser Arbeit anhand eines Arbitragemodells.²⁶³ Arbitrage ist allgemein definiert als die Möglichkeit, sichere Gewinne durch Ausnutzung von Preisdifferenzen zu erzielen.²⁶⁴ Ein Arbitragegewinn entsteht immer dann, wenn ein Vermögensgegenstand zu einem niedrigen Preis gekauft und gleichzeitig zu einem höheren Preis verkauft wird.²⁶⁵ Der Gewinn aus der Transaktion entspricht dann genau der Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis und ist deshalb sicher, weil beide Transaktionen gleichzeitig durchgeführt werden, sodass der Arbitragehändler zu keiner Zeit eine offene Position hat. Damit ein Markt sich im Gleichgewicht befindet, also Angebot und Nachfrage einander entsprechen, dürfen keine Arbitragemöglichkeiten vorhanden sein, denn alle Marktteilnehmer würden dank annahmegemäß perfekter Information sofort die Möglichkeit erkennen, einen risikolosen Gewinn zu realisieren, niemand aber wäre im Gegenzug bereit, den überbewerteten Vermögensgegenstand zu kaufen. Arbitragefreiheit ist somit eine notwendige Gleichgewichtsbedingung für vollkommene Kapitalmärkte, auf denen das Gesetz des Einheitspreises gilt, weil gleiche Vermögensgegenstände gleiche Preise haben.²⁶⁶

Auf dieser Basis kann nun eine Aussage über den Marktwert von zwei finanziellen Positionen getroffen werden, deren Zahlungsströme äquivalent sind. Betrachtet werden zwei Vermögensgegenstände, die als finanzielle Positionen bezeichnet werden.²⁶⁷

²⁶² Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 271.

²⁶³ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 269.

²⁶⁴ Andere Formen als diese sog. Differenzarbitrage sollen im Rahmen dieser Arbeit nicht betrachtet werden.

²⁶⁵ Vgl. Kruschwitz (2004), S. 42.

²⁶⁶ Vgl. Breuer (1998), S. 64.

²⁶⁷ Vorgehen in Anlehnung an Breuer (1998), S. 67 f.

Bei der ersten Position handelt es sich um eine Beteiligung an dem unverschuldeten Unternehmen A in Höhe des Anteils α .

Der Erwerb dieser Beteiligung führt in $t=0$ zu einer Auszahlung in Höhe von $-\alpha \cdot V_A$, wobei V_A den Marktwert des Unternehmens bezeichnet. In $t=1$ erhält der Investor eine seinem Anteil α entsprechende Beteiligung an den Überschüssen des Unternehmens c_A .²⁶⁸

Bei der zweiten Position handelt es sich ebenfalls um eine Beteiligung. Der Investor ist an einem Unternehmen B in Höhe des gleichen Anteils α beteiligt, aber zusätzlich tritt er als Fremdkapitalgeber für das Unternehmen B auf, das damit nicht mehr unverschuldet ist. Neben der Auszahlung für die Beteiligung in Höhe von $-\alpha \cdot V_B$

entsteht in $t=0$ eine weitere Auszahlung für den Kredit in Höhe von $\alpha \cdot \frac{FK}{1+i}$, wobei

i als der risikolose Zinssatz definiert ist. In $t=1$ führt die Beteiligung an Unternehmen B zu einer ebenfalls dem Anteil des Investors entsprechenden Teilhabe am Überschuss des Unternehmens c_B , der aber um die Kreditrückzahlung zu korrigieren ist, sodass aus der Beteiligung der tatsächliche Rückfluss $\alpha \cdot (c_B - FK)$ erfolgt. Zu-

sätzlich führt der Kredit zu einer Einzahlung von $\left(\alpha \cdot \frac{FK}{1+i}\right) \cdot (1+i) = \alpha \cdot FK$. Für die

zweite Position ergibt sich damit in $t=1$ ein Zahlungsstrom von $\alpha \cdot (c_B - FK) + \alpha \cdot FK$.²⁶⁹

Unter der Annahme, dass beide Unternehmen der gleichen Risikoklasse angehören, gilt, dass die zukünftigen Überschüsse gleich sein müssen. Es gilt:

$$(22.) \quad c_A = c_B = c \quad ^{270}$$

Folglich sind die Zahlungsströme beider Positionen in $t=1$ äquivalent.

²⁶⁸ Vgl. Breuer (1998), S. 67.

²⁶⁹ Vgl. Breuer (1998), S. 68.

²⁷⁰ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 266.

Die erste Position führt zu einer Einzahlung von $\alpha \cdot c$, die zweite Position führt ebenfalls zu einer Einzahlung von $\alpha \cdot c - \alpha \cdot FK + \alpha \cdot FK = \alpha \cdot c$. Da wie oben beschrieben der annahmegemäß perfekte Kapitalmarkt keine Arbitragemöglichkeit zulässt, muss gemäß dem Gesetz des Einheitspreises gelten, dass auch die Auszahlungen bei beiden Positionen in $t = 0$ einander entsprechen. Es muss gelten:

$$(23.) \quad \alpha \cdot V_A = \alpha \cdot V_B + \alpha \cdot \frac{FK}{1+i}$$

Da das Unternehmen A ausschließlich eigenkapitalfinanziert ist, entspricht der Marktwert des Unternehmens der Summe der Eigenkapitaltitel. Entsprechend ergibt sich der Marktwert des verschuldeten Unternehmens B aus der Summe der Marktwerte der Beteiligungs- und Kredittitel.²⁷¹ Nach Division durch die Anteilsquote gilt:

$$(24.) \quad V_A = V_B$$

Die Marktwerte der Unternehmen A und B sind äquivalent, weil in einem perfekten Kapitalmarkt das Gesetz des Einheitspreises verlangt, dass identische Zahlungsströme gleich bewertet werden, um Arbitrage unmöglich zu machen. Die Marktwerte stimmen überein, obwohl Unternehmen A nur eigenfinanziert ist und Unternehmen B auch Fremdkapital nutzt: Die Finanzierung eines Unternehmens hat keine Auswirkungen auf dessen Marktwert, sie ist mithin irrelevant.

Der zweite Leitsatz formuliert einen linearen Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad eines Unternehmens und den Eigenkapitalkosten.²⁷² Definiert man die Gesamtkapitalkosten r_c als gewichteten arithmetischen Mittelwert der Kosten für das Fremdkapital r_{fk} und für das Eigenkapital r_{ek} mit den Marktwerten von Fremdkapital FK und Eigenkapital EK als Gewichtungsfaktoren, gilt:

²⁷¹ Vgl. Breuer (1998), S. 68.

²⁷² Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 271.

$$(25.) \quad r_c = r_{fk} \cdot \frac{FK}{EK + FK} \cdot r_{ek} \cdot \frac{EK}{EK + FK} \quad 273$$

Die Auflösung der Gleichung (25.) nach r_{ek} liefert:

$$(26.) \quad r_{ek} = r_c + \frac{FK}{EK} \cdot (r_c - r_{fk})$$

Aus dem ersten Leitsatz folgt, dass die Gesamtkapitalkosten r_c unabhängig von der Finanzierung eines Unternehmens sind, da äquivalente Marktwerte gemäß Gleichung (24.) zu konstant gleichen und ebenfalls vom Verschuldungsgrad unabhängigen Gesamtkapitalkosten führen.²⁷⁴ Annahmegemäß unterliegt auch das Fremdkapital keinem Ausfallrisiko, sodass die Kosten des Fremdkapitals ebenfalls unabhängig vom Verschuldungsgrad sind und dem risikolosen Zins entsprechen.

Aus Gleichung (26.) ergibt sich auf dieser Basis der lineare Zusammenhang zwischen Eigenkapitalkosten und Verschuldungsgrad, der in der folgenden Abbildung visualisiert wird.

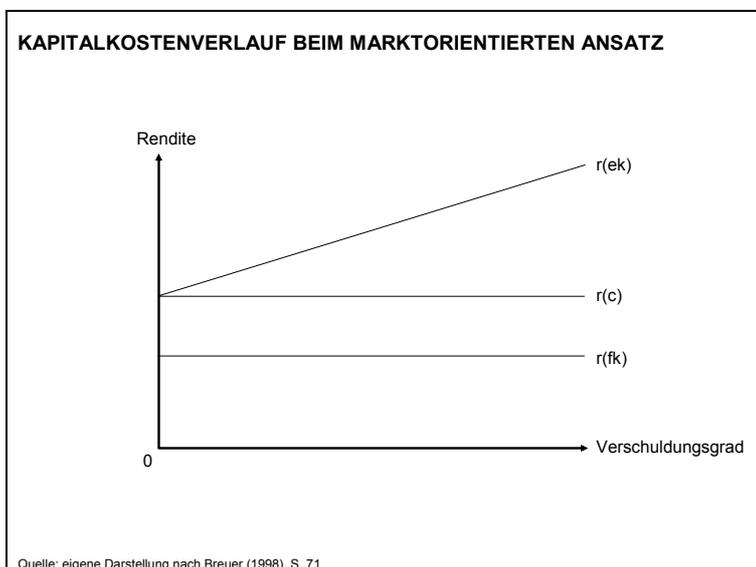


Abbildung 11: Kapitalkostenverlauf beim marktorientierten Ansatz

²⁷³ Dies gilt für eine einperiodige Betrachtung. Vgl. Breuer (1998), S. 56.

²⁷⁴ Vgl. Breuer (1998), S. 70.

Wie in Abbildung 10 wird auf der x-Achse der Verschuldungsgrad V abgetragen, auf der y-Achse werden die Kosten für das Gesamtkapital r_c , für das Fremdkapital r_{fk} und für das Eigenkapital r_{ek} gezeigt. Die Kurve für die Fremdkapitalkosten verläuft als Parallele zur x-Achse unabhängig vom Verschuldungsgrad. Da die Gesamtüberschüsse anders als die Kreditraten unsicher sind, verläuft die Kurve für die Gesamtkapitalkosten r_c über der Kurve von r_{fk} , aber aufgrund des erstens Leitsatzes ebenfalls parallel zur x-Achse. Die Eigenkapitalkosten r_{ek} sind gemäß (26.) eine linear steigende Funktion des Verschuldungsgrads, sodass die Kurve mit zunehmender Fremdkapitalaufnahme linear ansteigt. Für den unverschuldeten Fall entsprechen die Eigenkapitalkosten den Gesamtkapitalkosten.

In der Theorie von MODIGLIANI/MILLER schaffen Finanzierungsentscheidungen auf Unternehmensebene keinen Wert, weil die beteiligten Akteure die Möglichkeit haben, alle Zahlungsströme am vollkommenen Kapitalmarkt zu duplizieren. Der Transformationsfunktion auf Unternehmensebene kommt kein Wert zu.²⁷⁵ Dieser grundlegende Widerspruch zwischen der hohen Relevanz, der Finanzierungsentscheidungen und dem Management der Kapitalstruktur in Unternehmen beigemessen wird, und der Irrelevanzbehauptung dieses Ansatzes verlangt eine kritische Bewertung der Theorie von MODIGLIANI/MILLER.

Zentraler Ansatzpunkt der Modellkritik ist der Kanon der Annahmen eines vollkommenen Markts. Daher kann die kritische Diskussion des Ansatzes von MODIGLIANI/MILLER entlang der Marktunvollkommenheiten erfolgen, die in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur als Limitationsfaktoren der obigen Leitsätze diskutiert worden sind und gleichsam die Grundlage für Weiterentwicklungen und neue Ansätze zur Kapitalstruktur bilden.²⁷⁶

²⁷⁵ Vgl. Breuer (1998), S. 73.

²⁷⁶ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 12.

3.1.3.2 Limitationsfaktoren

Zu den in der Literatur diskutierten Limitationsfaktoren zählen neben Steuern und Konkurskosten auch Agency- und Informationseffekte.

Zum Verständnis der weiteren Ansätze zur Kapitalstruktur ist es hilfreich, eine kurze Beschreibung dieser vier Kategorien von Limitationsfaktoren zu liefern, die den Ausgangspunkt der jeweiligen Überlegungen bilden. So werden Steuern und Konkurskosten im folgenden Abschnitt 3.1.3.3 über die statische Trade-off-Theorie einbezogen, während eine asymmetrische Informationsverteilung Grundlage und Ausgangspunkt der Überlegungen der informationsökonomischen Kapitalstrukturtheorien in Abschnitt 3.1.4 ist.

3.1.3.2.1 Steuern

Die grundlegenden Zusammenhänge zwischen dem Verschuldungsgrad eines Unternehmens und den Auswirkungen des deutschen Steuersystems sollen mittels der in der folgenden Abbildung dargestellten Systematik illustriert werden.²⁷⁷

²⁷⁷ In dieser Arbeit sollen nur die zum Verständnis relevanten Grundzusammenhänge erörtert werden. Vgl. für eine umfassende quantitative Analyse der steuerlichen Auswirkungen Drukarczyk (1993b), S. 151 ff.

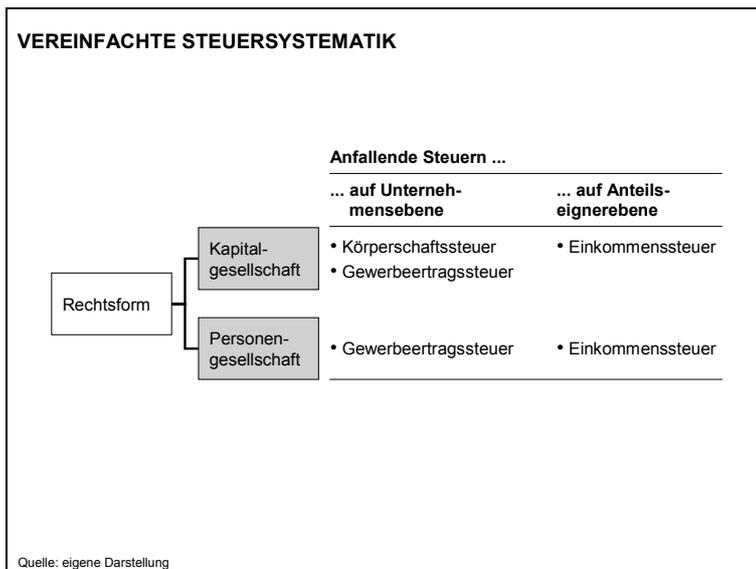


Abbildung 12: Vereinfachte Steuersystematik

Bevor die Fallunterscheidung zwischen Kapital- und Personengesellschaften eingeführt wird, sollen die Auswirkungen der Verschuldungspolitik eines Unternehmens auf die dargestellten drei Ertragssteuerarten untersucht werden.²⁷⁸ Neben der Körperschaftssteuer sind dies die Gewerbeertragssteuer und die Einkommenssteuer.

Die Körperschaftssteuer ist die Erhebungsform der Einkommenssteuer für Kapitalgesellschaften, die als selbstständige Steuersubjekte gelten und damit steuerpflichtig sind.²⁷⁹ Bemessungsgrundlage der Körperschaftssteuer ist der Jahresüberschuss des Unternehmens, wobei die Kosten des Fremdkapitals bei der Ermittlung dieser Bemessungsgrundlage abzugsfähig sind.²⁸⁰ Deshalb führt eine Erhöhung der Verschuldung zu einer Reduktion der Steuerschuld.

Die Gewerbeertragssteuer fällt rechtsformunabhängig auf Unternehmensebene an. Bemessungsgrundlage ist hier ebenfalls der um die Hälfte der Dauerschuldzinsen korrigierte Gewinn vor Steuern.²⁸¹ Dabei gelten als Dauerschulden Kredite mit einer

²⁷⁸ Von einer Analyse der substanzabhängigen Vermögens- und Gewerbekapitalsteuer kann abgesehen werden, da diese Steuern seit 1998 in Deutschland nicht mehr erhoben werden.

²⁷⁹ Vgl. Tipke/Lang (2005), S. 387 ff.

²⁸⁰ Vgl. Tipke/Lang (2005), S. 418.

²⁸¹ Zur Vereinfachung soll von anderen Korrekturen abgesehen werden. Vgl. dazu Tipke/Lang (2005), S. 403ff.

ursprünglichen Laufzeit von mehr als zwölf Monaten.²⁸² Daher führt eine Erhöhung der Verschuldung ebenfalls zu einer Reduktion der Gewerbeertragssteuerschuld. Substituiert ein Unternehmen Eigenkapital durch Nicht-Dauerschulden, ist der Steuervorteil maximal, da in diesem Fall die gesamten Fremdkapitalkosten bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage berücksichtigt werden.²⁸³

Die Einkommenssteuer fällt auf der persönlichen Ebene der Kapitalgeber an. Der Einkommenssteuer unterliegen sowohl die aus der Überlassung von Fremdkapital folgenden Erträge wie auch die aus der Überlassung von Eigenkapital folgenden Erträge, sodass auf der Ebene der Kapitalgeber aus der Änderung der Kapitalstruktur bei der steuerlichen Belastung kein Unterschied entsteht.²⁸⁴

Eine ganzheitliche Betrachtung der steuerlichen Auswirkungen der Unternehmensfinanzierung auf Unternehmens- und Kapitalgeberebene macht die in der obigen Abbildung vorgenommene Fallunterscheidung notwendig.

Im ersten Fall handelt es sich bei dem betrachteten Unternehmen um eine Kapitalgesellschaft. Ausgehend von der Annahme einer unverschuldeten Gesellschaft ist die Aufnahme von Fremdkapital aus Unternehmenssicht zunächst aufgrund der Abzugsfähigkeit bei der Körperschaftssteuer positiv zu bewerten. Demgegenüber besteht aber aufseiten der Anteilseigner und Kreditgeber die Anrechnung der bereits auf Unternehmensebene gezahlten Körperschaftssteuern zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung.²⁸⁵ Seit 2001 gilt in Deutschland das sogenannte Halbeinkünfteverfahren. Die auf Unternehmensebene bereits mit dem einheitlichen Steuersatz von 25 % belasteten Ausschüttungen werden nur zur Hälfte auf der Ebene des Anteilseigners als Einnahme angerechnet.²⁸⁶ Bestehen bleibt allerdings die steuerliche Bevorzugung einer Fremdfinanzierung durch die Gewerbeertragssteuer, die auf Investorenebene

²⁸² Vgl. Breuer (1998), S. 93.

²⁸³ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 486.

²⁸⁴ Eine weitere Differenzierung nach Einkunftsarten zwischen gewerblichen Einkünften und Einkünften aus Kapitalvermögen ist bei dieser vereinfachten Darstellung nicht notwendig.

²⁸⁵ Vgl. zu den verschiedenen Systemen der Anrechnung Tipke/Lang (2002), S. 440 f.

²⁸⁶ Vgl. Tipke/Lang (2005), S. 391.

nicht neutralisiert wird.²⁸⁷

Im zweiten Fall soll es sich bei dem betrachteten Unternehmen um eine Personengesellschaft handeln. Da die Gewerbeertragssteuer unabhängig von der Rechtsform des Unternehmens ist, entsteht auch bei Personengesellschaften wegen der Ausgestaltung des deutschen Steuerrechts die oben beschriebene Vorteilhaftigkeit einer Erhöhung der Verschuldung. Da Personengesellschaften keine eigenen Steuersubjekte sind, unterliegt der sog. Gewerbeertrag auf Anteilseignerebene der Einkommenssteuer. Hier kann es im Grenzsteuerbereich zu einer steuerlichen Benachteiligung bei Fremdkapitalfinanzierung kommen, da für die sog. gewerblichen Einkünfte ein Maximalsteuersatz gilt, der unterhalb des allgemeinen Spitzensteuersatzes liegt. Kommt es nun im diesem Grenzbereich zu einer Erhöhung der Verschuldung, sinkt ceteris paribus der auf Kapitalgeberebene geringer zu versteuernde Gewerbeertrag zugunsten der Einkünfte aus Kapitalvermögen, die aber keiner Limitierung unterliegen.²⁸⁸

Im Einzelfall müssen die steuerlichen Konsequenzen, die mit einer Finanzierungsentscheidung verbunden sind, sowohl auf Unternehmensebene wie auch auf Investorenebene detailliert betrachtet werden, doch bereits diese vereinfachende Fallunterscheidung zeigt deutlich die steuerliche Bevorzugung einer Fremdfinanzierung im deutschen Steuersystem.

Die aus dieser Vorteilhaftigkeit theoretisch resultierende Verschuldungstendenz der Unternehmen lässt sich empirisch nicht nachweisen, da andere Faktoren wie die im nächsten Abschnitt betrachteten Konkurskosten dem entgegenwirken.

3.1.3.2.2 Konkurskosten

Konkurskosten sind in der Literatur definiert als die Kosten, die im Falle einer Unternehmensinsolvenz entstehen.²⁸⁹ Für das Vorliegen des Tatbestands der Insolvenz

²⁸⁷ Vgl. Breuer (1998), S. 98.

²⁸⁸ Zinsen aus Fremdkapital werden auf Investorenebene als Einkünfte aus Kapitalvermögen besteuert.

²⁸⁹ Konkurs und Insolvenz sollen synonym verwendet werden.

ist gemäß der Insolvenzordnung eine der zwei dort genannten Bedingungen zu erfüllen. Ein Unternehmen ist entweder dann insolvent, wenn es zahlungsunfähig ist, wobei Zahlungsunfähigkeit als die Unfähigkeit definiert wird, fällige Zahlungspflichten zu erfüllen.²⁹⁰ Handelt es sich bei dem Unternehmen um eine juristische Person, also ein Unternehmen in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft, ist es auch dann insolvent, wenn es überschuldet ist. Überschuldung liegt dann vor, wenn die Verbindlichkeiten das Vermögen des Unternehmens übersteigen.²⁹¹

Zwischen dem Verschuldungsgrad eines Unternehmens und den Konkurskosten wird dabei grundsätzlich folgender Zusammenhang unterstellt. Je höher der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital, desto höher sind die Konkurskosten, weil mit zunehmender Verschuldung des Unternehmens die Insolvenzwahrscheinlichkeit steigt.²⁹² Dabei werden mit den direkten und den indirekten Kosten zwei Arten von Konkurskosten unterschieden.²⁹³ Als direkte Konkurskosten werden die unmittelbar mit dem Insolvenzverfahren verbundenen Kosten bezeichnet. Dazu zählen die Kosten für Anwalts- und Notargebühren, Gerichtskosten, etwaige Beratungsgebühren und als Opportunitätskosten auch die Kosten für die verlorene Managementzeit.²⁹⁴ Während diese Kosten in der Literatur übereinstimmend ihrem Umfang nach als vernachlässigbar bewertet werden, finden die sog. indirekten Konkurskosten vor allem aufgrund ihres Volumens erhöhte Beachtung.²⁹⁵ Zu diesen indirekten Kosten zählen Mindereinnahmen oder Mehrausgaben, die durch die von den Stakeholdern des Unternehmens befürchtete Insolvenz entstehen. Beispielhaft für indirekte Konkurskosten sind entgangene Umsatzerlöse, die dann durch Antizipation einer Unternehmensinsolvenz entstehen, wenn potenzielle Kunden das Produkt des Unternehmens nicht erwerben, weil sie nicht mehr von davon ausgehen, dass das Unternehmen die versprochenen Serviceleistungen erbringen kann. Problematisch ist die konkrete Quantifizierung dieser Kosten, da diese einen sehr ausgeprägten Opportunitätskostencha-

²⁹⁰ Vgl. § 17 Insolvenzordnung.

²⁹¹ Vgl. § 18 Insolvenzordnung.

²⁹² Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 510 und Breuer (1998), S. 102.

²⁹³ Vgl. Warner (1977), S. 338.

²⁹⁴ Vgl. Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 593 und Warner (1977), S. 338.

²⁹⁵ Empirische Studien quantifizieren die indirekten Konkurskosten mit bis zu 10 % des gesamten

rakter haben.²⁹⁶

3.1.3.2.3 Asymmetrische Informationen

Wesentliche Annahme für die Gültigkeit des Irrelevanztheorems in der MODIGLIANI/MILLER-Welt ist das Vorhandensein eines vollkommenen Markts. Ein Aspekt der unterstellten Marktvollkommenheit ist dabei die perfekte Information aller Marktteilnehmer. Unternehmensexterne haben das gleiche Wissen wie Interne, sodass sowohl externe Kapitalgeber, das Management des Unternehmens als auch die Eigentümer über einen gleichen Kenntnisstand verfügen.²⁹⁷ Wenn diese Annahme der perfekten Information aufgegeben wird, dann ist es möglich, dass unterschiedliche Marktteilnehmer über verschiedene Informationen verfügen, die ihr jeweiliges Handeln beeinflussen. Die sog. Agency-Theorie untersucht das Verhalten dieser Marktteilnehmer in Abhängigkeit ihres Informationsstands.²⁹⁸ Zunächst soll daher kurz das namensgebende Principal-Agenten-Modell eingeführt werden, bevor die verschiedenen Ausprägungen des Problems ebenso wie Maßnahmen, die zur Nivellierung der Asymmetrie geeignet sind, vorgestellt werden.²⁹⁹

Ausgangspunkt der Agency-Theorie ist die Analyse des Verhältnisses zwischen den Anteilseignern eines Unternehmens, den sog. Principals, und den von ihnen angestellten Managern, den sog. Agenten.³⁰⁰ In der Finanzierungstheorie findet sich darüber hinaus auch die Untersuchung des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern, also den Eigentümern einerseits und den externen Kreditgebern andererseits.³⁰¹ Asymmetrische Information bedeutet in diesem hier relevanten Kontext, dass die internen Manager und Eigentümer besser informiert sind als die externen

Unternehmenswerts. Vgl. dazu Altmann (1984), S. 1078.

²⁹⁶ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 514.

²⁹⁷ Vgl. Breuer (1998), S. 119.

²⁹⁸ An dieser Stelle der Arbeit soll nur eine kurze Einleitung in das Thema stattfinden. Zur quantitativen Vertiefung vgl. Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 415 ff.

²⁹⁹ An dieser Stelle sollen die Grundzüge der Agency-Theorie beschrieben werden, eine Diskussion der agencybasierten Kapitalstrukturtheorien findet in Abschnitt 3.1.4 statt.

³⁰⁰ Vgl. Gerke (2001), Sp. 24.

³⁰¹ Vgl. Gerke (2001), Sp. 24.

Kapitalgeber.³⁰² Darüber hinaus wird unterstellt, dass der besser informierte Marktteilnehmer bei einem Vertragsabschluss mit einem schlechter Informierten seinen Informationsvorsprung ausnutzen wird. Diese Maximierung der persönlichen Wohlfahrtsposition wird in der Literatur als opportunistisches Verhalten definiert.³⁰³

Nach dem Zeitpunkt der asymmetrischen Informationsverteilung bezogen auf den Vertragsabschluss unterscheidet man nun zwischen Hidden-Information-Verteilung und Hidden-Action-Verteilung.³⁰⁴ Wenn im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bereits eine ungleiche Informationsverteilung besteht, handelt es sich um den sog. Hidden-Information-Fall. Als typisches Beispiel hierfür dient der Gebrauchtwagenhändler, der dank seines superioren Wissens den Käufer des Wagens über Mängel nicht informiert.³⁰⁵ Da diese Mängel bereits vor dem Vertragsabschluss an dem Auto entstanden sind, handelt es sich um einen Fall von Hidden Information. Besteht bei Abschluss des Vertrags noch keine Ungleichverteilung von Information, sondern entsteht diese erst nach dem Vertragsabschluss, so spricht man von Hidden Action, weil sich ein Vertragspartner nicht gemäß den vereinbarten Regeln verhält und dies für den anderen Vertragspartner nicht feststellbar ist.³⁰⁶ Typisches Beispiel hier ist das nicht mehr auf die Schadensvermeidung bedachte Verhalten eines Versicherten nach dem Abschluss einer Versicherung. Unabhängig vom Zeitpunkt des Entstehens der Informationsasymmetrie führen beide Ausprägungen dazu, dass vorteilhafte Verträge nicht oder nur zu höheren Kosten abgeschlossen werden.³⁰⁷

Der konkreten Ausgestaltung des Vertrags kommt vor diesem Hintergrund die Aufgabe zu, den Umfang einer asymmetrischen Informationsverteilung zu minimieren. Zur Vermeidung von Hidden-Information-Problemen vor Vertragsabschluss kann dem schlechter informierten Vertragspartner das Recht zugestanden werden, eine Überprüfung der Sache durchzuführen oder sachverständige Externe hinzuzuzie-

³⁰² Vgl. Breuer (1998), S. 119.

³⁰³ Ohne die Annahme opportunistischen Verhaltens würden Informationsasymmetrien keine Auswirkungen haben. Vgl. dazu Franke/Hax (2004), S. 422.

³⁰⁴ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 420.

³⁰⁵ Vgl. Akerlof (1970), S. 488.

³⁰⁶ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 420.

³⁰⁷ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 420.

hen.³⁰⁸ Der Vertrag stellt so sicher, dass sich das Informationsniveau des Benachteiligten verbessert. Bezogen auf das Beispiel des Gebrauchtwagenhändlers ergibt sich die Forderung nach einem Wertgutachten. Für den Fall von Hidden-Action-Problemen muss der Vertrag so ausgestaltet werden, dass die Unsicherheit über das nicht beobachtbare Verhalten des Vertragspartners abnimmt. Dazu eignen sich die vertragliche Begründung von Informations-, Kontroll- und Entscheidungsrechten. Bezogen auf das Versicherungsbeispiel stellt die Vereinbarung eines Selbstbehalts für den Versicherten eine Möglichkeit dar, die den Anreiz hat, sich im Sinne des Versicherungsgebers zu verhalten.

Bevor die auf asymmetrischer Informationsverteilung basierenden informationsökonomischen Kapitalstrukturtheorien dargestellt werden, soll zunächst die statische Trade-off-Theorie erläutert werden, die Steuern und Insolvenzkosten einbezieht.

3.1.3.3 Die statische Trade-off-Theorie

Die statische Trade-off-Theorie gilt als Weiterentwicklung des marktorientierten Ansatzes von MODIGLIANI/MILLER.³⁰⁹ Daher kann die Darstellung dieser Theorie auch als Unterpunkt zur Betrachtung des marktorientierten Ansatzes erfolgen, obwohl die Trade-off-Theorie eine optimale Kapitalstruktur zulässt.³¹⁰

Die Trade-off-Theorie basiert auf dem Ansatz von MODIGLIANI/MILLER, der um zwei Aspekte erweitert wird. Bei diesen Erweiterungen handelt es sich um die explizite Modellierung der zuvor als Limitationsfaktoren eingeführten Aspekte der Steuern und der Konkurskosten.³¹¹

MODIGLIANI/MILLER selbst führen fünf Jahre nach dem Erscheinen ihres ersten Arti-

³⁰⁸ Vgl. Franke/Hax (2004); S. 423.

³⁰⁹ Vgl. Pracht (2000), S. 37.

³¹⁰ Dies widerspricht zwar streng genommen der eingangs formulierten Trennung zwischen Theorien, die eine Optimalität zulassen und den Theoremen von MODIGLIANI/MILLER, erscheint aber aufgrund der Genese der Trade-off-Theorie angezeigt.

³¹¹ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 510.

kels Steuern auf Unternehmensebene in ihr Modell ein.³¹² Da sie anders als in Abschnitt 3.1.3.2.1 dargestellt Steuern auf der persönlichen Ebene des Kapitalgebers vernachlässigen, entfällt die Anrechnung der Körperschaftssteuer auf die Einkommenssteuerschuld des Kapitalgebers, sodass sich eine steuerliche Vorteilhaftigkeit durch die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten auf Unternehmensebene ergibt.³¹³

Als gegenläufigen Aspekt berücksichtigt das Trade-off-Modell die ebenfalls als Limitationsfaktor eingeführten Konkurskosten. Hier wird unterstellt, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad der Gegenwartswert der erwarteten Konkurskosten steigen muss, weil die Ausfallwahrscheinlichkeit bei sehr hohen Verschuldungsgraden zunimmt.³¹⁴

Die folgende Abbildung fasst diese beiden gegenläufigen Entwicklungen zusammen.

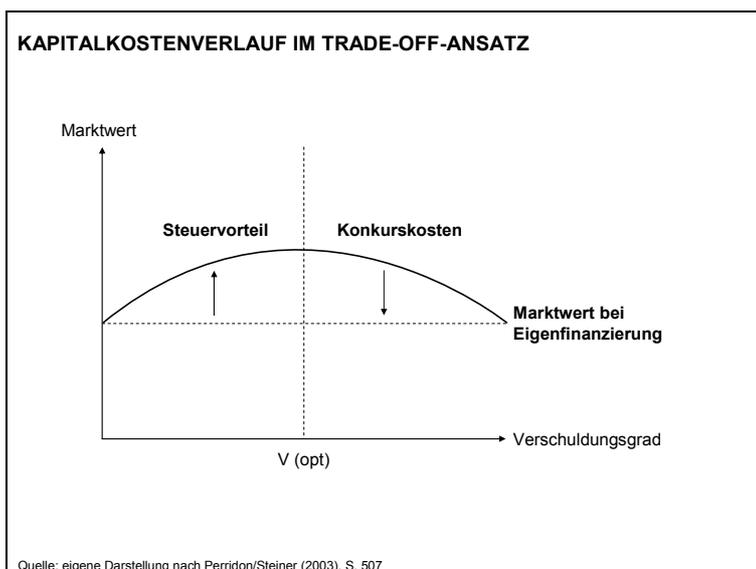


Abbildung 13: Kapitalkostenverlauf im Trade-off-Ansatz

³¹² Vgl. Modigliani/Miller (1963), S. 434.

³¹³ Vgl. Modigliani/Miller (1963), S. 435 und Brealey/Myers (2000), S. 503. Die Autoren beschränken sich in ihrem Artikel auf eine der Körperschaftssteuer entsprechende Gewinnsteuer. Die Überlegungen zur Gewerbeertragssteuer bleiben weiter gültig und verstärken die Vorteilhaftigkeit einer Kreditfinanzierung weiter.

³¹⁴ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 13.

Auf der x-Achse ist wie gewohnt der Verschuldungsgrad des Unternehmens abgetragen, auf der y-Achse wird der Marktwert des Unternehmens quantifiziert.

Die gestrichelte horizontale Linie zeigt den Marktwert des Unternehmens bei Eigenfinanzierung. Mit steigendem Verschuldungsgrad steigt zunächst der Marktwert des Unternehmens infolge der steuerlichen Fremdkapitalbevorzugung. Ab einem nicht näher zu quantifizierenden Punkt überwiegen die erwarteten Konkurskosten, sodass der Unternehmensmarktwert wieder sinkt. Die optimale Verschuldung ist dann erreicht, wenn der Steuervorteil durch eine zusätzliche Einheit Fremdkapital gerade nicht durch den Zuwachs der Konkurskosten aufgezehrt wird.³¹⁵

MILLER kritisiert an dieser Erweiterung des Modells durch Konkurskosten vor allem die Überschätzung des Ausmaßes dieser Kosten.³¹⁶ Für ihn dominieren die Steuervorteile die erwarteten Konkurskosten deutlich. Einerseits wird diese Einschätzung von der Literatur dadurch bestätigt, dass Konkurskosten als sehr schwer quantifizierbar eingeschätzt werden.³¹⁷ Andererseits relativiert sich das Verhältnis zwischen Konkurskosten und Steuervorteil im Sinne der Trade-off-Theorie, wenn man ein der Realität näheres Steuersystem unterstellt, das auch die Besteuerung auf Kapitalgeberebene berücksichtigt und damit den Steuervorteil im Ansatz MODIGLIANI/MILLER erheblich reduziert.

Ein weiterer Kritikpunkt an diesem Ansatz ist die aus der mangelnden Quantifizierbarkeit der Kosten resultierende Unfähigkeit des Ansatzes, eine optimale Kapitalstruktur zu quantifizieren.³¹⁸

3.1.4 Informationsökonomische Ansätze

Nachdem mit der Trade-off-Theorie ein statischer Ansatz vorgestellt worden ist, der Steuern und Konkurskosten als Limitationsfaktoren einführt, sollen nun die Kapital-

³¹⁵ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 13.

³¹⁶ Vgl. Miller (1977), S. 262.

³¹⁷ Vgl. Bessler/Thies (2001), S. 13 und Breuer (1998), S. 109.

³¹⁸ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 502ff.

strukturtheorien vorgestellt werden, die auf dem dritten der oben beschriebenen Limitationsfaktoren aufbauen, der auch als Agency-Problematik beschriebenen asymmetrischen Informationsverteilung.

Die im Folgenden dargestellten Ansätze untersuchen die Auswirkungen der aus ungleicher Informationsverteilung resultierenden Agency-Kosten auf die in unternehmerischen Finanzierungsentscheidungen begründete Kapitalstruktur.³¹⁹ Bei der Darstellung dieser Zusammenhänge folgt die Arbeit dem verbreiteten Ansatz, die wesentlichen Wirkungszusammenhänge der einzelnen Theorien darzustellen.³²⁰ Grundsätzlich können alle Modelle auch als Trade-off-Ansätze interpretiert werden, die über die oben berücksichtigten Steuern und Konkurskosten hinaus eben diese spezifischen Agency-Kosten mitberücksichtigen.³²¹

Dabei bleibt auch die vorliegende Arbeit nicht von den zwei Problemen verschont, die auch andere Autoren beklagen.³²² Zunächst kann eine Darstellung dieser Ansätze nicht überschneidungsfrei sein, da sich die Ansätze selbst überschneiden.³²³ Weiter besteht das Problem, die darzustellenden Ansätze auszuwählen. Aufgrund der großen Anzahl ist eine vollständige Darstellung im Rahmen dieser Arbeit nicht möglich, die Auswahl in dieser Arbeit entspricht den gängigen Erwähnungen in Standardlehrbüchern.³²⁴

Die in dieser Arbeit dargestellten Ansätze lassen sich gemäß der in Abschnitt 3.1.3.2.3 eingeführten Unterscheidung in Hidden-Information-basierte und Hidden-Action-basierte Modelle einteilen.

Zu den Hidden-Action-basierten Ansätzen gehören die ersten drei der im folgenden Unterabschnitt dargestellten Modelle. Alle drei Modelle nehmen an, dass es nach der

³¹⁹ Agency-Kosten im Sinne dieser Arbeit sind die Kosten, die dadurch anfallen, dass bei opportunistischem Verhalten nur die zweitbeste Lösung erreicht wird. Bonding- und Monitoring-Kosten sollen unbeachtet bleiben.

³²⁰ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 516.

³²¹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 344.

³²² Vgl. Pracht (2000), S. 40.

³²³ So wird zum Beispiel in das Pecking-Order-Modell von MYERS/MAJLUF ein Unterinvestitionsfall erörtert, den auch die gleichnamige Theorie von MYERS untersucht. Vgl. Martens (1996), S. 301.

³²⁴ Vgl. Breuer (1998), S. 119ff.

als Vertragsabschluss verstandenen Finanzierungsentscheidung zu opportunistischem Verhalten eines Vertragspartners kommt. Im Falle der Risikoverschiebungstheorie nach JENSEN/MECKLING und der Unterinvestitionstheorie nach MYERS stehen dabei die Anreizprobleme zwischen Fremdkapital- und Eigenkapitalgebern im Mittelpunkt der Betrachtung, während die Free-Cash-flow-Theorie von JENSEN Anreizprobleme zwischen Eigenkapitalgebern und dem Management des Unternehmens untersucht.³²⁵

Als Hidden-Information-basierte Ansätze werden die Signalthypothese nach ROSS und LELAND/PYLE sowie das Pecking-Order-Modell von MYERS/MAJLUF vorgestellt.³²⁶ Diese beiden Ansätze untersuchen, inwiefern geplante Finanzierungsentscheidungen als Gütezeichen für die Investoren dienen können, die als Unternehmensexterne annahmegemäß schlechter über den Zustand eines Unternehmens informiert sind als das interne Management.³²⁷

Die folgende Abbildung fasst diese Systematisierung zusammen.

ÜBERBLICK INFORMATIONSWÖKONOMISCHE ANSÄTZE		
Kategorie	Konflikt	Themen
Hidden-Action-basiert	• Fremdkapitalgeber vs. Eigenkapitalgeber	• Risikoverschiebungstheorie • Unterinvestitionstheorie
	• Eigenkapitalgeber vs. Management	• Free-Cash-flow-Theorie
.....		
Hidden-Information-basiert		• Signalthypothesen • Pecking-Order-Theorie

Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 14: Überblick informationsökonomische Ansätze

³²⁵ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305ff., Myers (1977), S. 147ff. und Jensen (1986), S. 323ff.

³²⁶ Vgl. Ross (1977), S. 23ff., Leland/Pyle (1977), S. 371ff. und Myers/Majluf (1984), S. 187ff.

³²⁷ Vgl. Breuer (1998), S. 122.

3.1.4.1 Risikoverschiebungstheorie

Die Risikoverschiebungstheorie geht auf JENSEN/MECKLING zurück und wird in der Literatur auch als Vermögenssubstitution bezeichnet.³²⁸

Im Mittelpunkt des Ansatzes steht die Frage, welche Anreize für das Management eines Unternehmens bestehen, nach einer Aufnahme von Fremdkapital vom ursprünglich geplanten Investitionsprogramm abzuweichen. Die Autoren unterstellen dabei, dass die Eigenkapitalgeber als Anteilseigner auch das Management des Unternehmens sind.³²⁹ Damit wird also ein Konflikt zwischen den externen Fremdkapitalgebern und den geschäftsführenden Gesellschaftern eines Unternehmens untersucht.

In der Ausgangssituation nehmen die Autoren ein unverschuldetes Unternehmen an, dessen Investitionsprogramm festgelegt ist. In der MODIGLIANI/MILLER-Welt ergibt sich der Wert des gesamten Unternehmens allein durch den Wert dieses Investitionsprogramms. JENSEN/MECKLING unterstellen nun aber einen Agency-Konflikt zwischen den Kreditgebern und der Unternehmensleitung. Nach Aufnahme des Kredits kann es für die Unternehmensleitung vorteilhaft sein, von dem ursprünglichen Investitionsprogramm abzuweichen und eine Investition durchzuführen, die mit hohem Risiko behaftet ist und im positiven Fall nur einen Gewinn für das Unternehmen darstellt, obwohl im negativen Fall der Fremdkapitalgeber den Verlust trägt.³³⁰

Dieser Wohlfahrtsgewinn für das Management soll an einem Beispiel erläutert werden.³³¹ Die folgende Abbildung zeigt im linken Teil die möglichen Zahlungsströme eines fiktiven Investitionsprogramms und im rechten Teil die Erwartungswerte dieser Zahlungsströme.

³²⁸ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 305 ff. und Drobetz/Pensa/Wöhle (2004), S. 16.

³²⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 334.

³³⁰ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 431.

³³¹ Beispiel in Anlehnung an Franke/Hax (2004), S. 432.

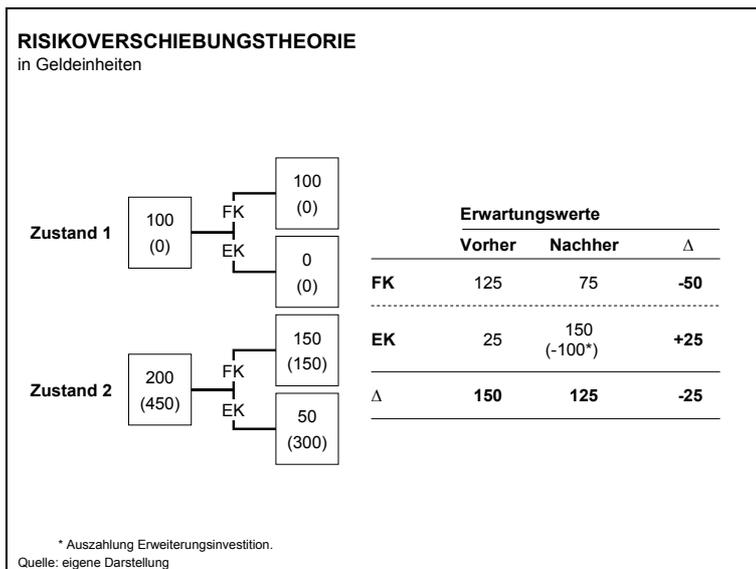


Abbildung 15: Risikoverschiebungstheorie

Von den Zahlungsströmen wird angenommen, dass zu einem zukünftigen Zeitpunkt nur zwei verschiedene, aber gleich wahrscheinliche Ausprägungen möglich sind.

Im ersten Fall führt das Investitionsprogramm zu einer Auszahlung von 100 Geldeinheiten (GE), im zweiten Fall sind es 200 GE. Es wird angenommen, dass der Rückzahlungsanspruch der Fremdkapitalgeber in der Zukunft 150 GE betragen soll. Dieser kann folglich nur ganz befriedigt werden, wenn der zweite Fall eintritt, im ersten Fall erhält der Fremdkapitalgeber den gesamten Zahlungsstrom von 100 GE und der Eigenkapitalgeber erhält nichts.

Nun wird angenommen, dass der Eigenkapitalgeber nach der Kreditaufnahme die Möglichkeit besitzt, das Investitionsprogramm zu modifizieren. Im angenommenen Beispielunternehmen erweitert der Eigenkapitalgeber das Investitionsprogramm um eine risikoreiche Investition, deren Folgen für das gesamte Investitionsprogramm in Klammern dargestellt sind. Infolge der risikoreichen Modifikation sinkt im ersten Fall der Zahlungsstrom von 100 GE auf 0 GE. Die neue Investition verursacht folglich einen Rückgang des Zahlungsstroms um genau 100 GE. Tritt der zweite Fall ein, steigt der Zahlungsstrom allerdings auf 450 GE an, mithin eine Zunahme um 250 GE. Da der Anspruch der Fremdkapitalgeber gleich bleibt, werden in diesem Fall nur die 150 GE fällig, die auch ohne die Erweiterung zu zahlen waren. Entsprechend bleiben für den Eigenkapitalgeber 300 GE Überschuss.

Eine Betrachtung der im rechten Teil der Abbildung dargestellten Erwartungswerte verdeutlicht die zwei Effekte dieses Verhaltens. Zunächst ist durch das risikoreiche Ergänzungsprojekt insgesamt ein Wohlfahrtsverlust in Höhe von 25 GE entstanden, da der kumulierte Erwartungswert des Investitionsprogramms von 150 GE auf 125 GE gesunken ist.³³² Mit dieser Reduktion ist der Rückgang des Erwartungswerts der Fremdkapitalgeber um 50 GE aber nur zur Hälfte erklärt. Die verbleibenden 25 GE fließen im Rahmen eines Vermögenstransfers den Eigenkapitalgebern zu.³³³

Die in diesem Beispiel dargestellte Logik ist nur dann gültig, wenn das Unternehmen ausfallbedroht ist. In allen anderen Fällen würden die Fremdkapitalgeber nicht für das übernommene Risiko haften, vielmehr würden die Unternehmen aus ihrem Eigenkapital die zu erwartenden Verluste tragen. Daher ist bei zunehmender Verschuldung und folglich zunehmendem Konkursrisiko zu erwarten, dass es zu einer Vermögenssubstitution im beschriebenen Sinne kommt.³³⁴

3.1.4.2 Unterinvestitionstheorie

Die Unterinvestitionstheorie geht auf MYERS zurück.³³⁵ Mit dem Ansatz von JENSEN/MECKLING vergleichbar werden Anreizprobleme bei Fremdfinanzierung untersucht.³³⁶ Eine weitere Parallelität der Modelle besteht darin, dass beide Theorien unterstellen, dass es nach dem Abschluss eines Finanzierungsvertrags zu einer Abweichung von dem ursprünglich geplanten Investitionsprogramm kommt.³³⁷ Während JENSEN/MECKLING den Fall beschreiben, dass das Management eine für die gesamte Wohlfahrtsposition unvorteilhafte Investition durchführt, untersucht MYERS das gegenteilige Phänomen. In seinem Ansatz besteht für die geschäftsführenden Gesellschafter der Anreiz, ein wohlfahrtsstiftendes Investitionsprojekt nicht durchzuführen, weil dieses im Insolvenzfall in erster Linie die Position des Kreditgebers ver-

³³² Ein Wohlfahrtsverlust soll als Reduktion des Marktwerts des Unternehmens durch ein Projekt mit einem erwarteten negativen Zahlungsstrom beschrieben sein.

³³³ Vgl. für eine quantitative Ableitung Jensen/Meckling (1976), S. 336 f.

³³⁴ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 431.

³³⁵ Vgl. Myers (1977), S. 147 ff.

³³⁶ Vgl. Breuer (1998), S. 178.

³³⁷ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 432.

bessert. Auch dieser Fall soll zum besseren Verständnis beispielhaft erläutert werden. Zur besseren Vergleichbarkeit mit der Risikoverschiebungstheorie wird das gleiche Grundbeispiel variiert und in der folgenden Abbildung dargestellt.³³⁸

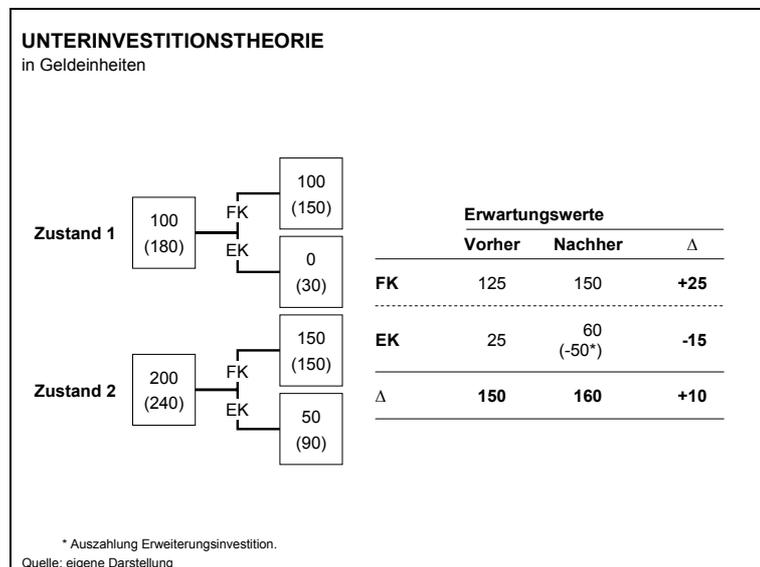


Abbildung 16: Unterinvestitionstheorie

Im ersten Umweltzustand führt das gegebene Investitionsprogramm zu einer Auszahlung von 100 GE. Für den zweiten Zustand soll die Auszahlung 200 GE betragen. Beide Zustände sind gleich wahrscheinlich. Auch in diesem Beispiel soll der in der Zukunft fällige Anspruch des Fremdkapitalgebers 150 GE betragen, sodass dieser nur dann vollständig befriedigt werden kann, wenn der zweite Zustand eintritt. Da dem Eigenkapitalgeber das nach Abzug der Fremdkapitalansprüche verbleibende Residuum zufällt, bekommt dieser im ersten Fall nichts, im zweiten Fall 50 GE ausbezahlt. Analog zur Risikoverschiebungstheorie wird nun erneut angenommen, dass das Eigentümer-Management nach der Kreditfinanzierung erneut über das Investitionsprogramm entscheiden kann. Die Unterinvestitionstheorie nimmt an, dass sich das Management gegen eine wohlfahrtsstiftende Erweiterung des Investitionspro-

³³⁸ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 432 und Myers (1977), S. 153. „Der gleiche“ und „derselbe“ können in diesem Fall synonym benutzt werden, da eine Unterscheidung zwischen Identität der Gattung und der Identität des Einzelfalls nicht möglich ist. Vgl. dazu Duden (2001), S. 226.

gramms in Höhe von 50 GE entscheidet.³³⁹

Allein betrachtet führt die Erweiterungsinvestition bei einer einmaligen Auszahlung von 50 GE zu einer Einzahlung von 80 GE im ersten Zustand und zu einer Einzahlung von 40 GE im zweiten Zustand, sodass der Erwartungswert bei Gleichverteilung der Zustände 60 GE beträgt. Die Zahlen in Klammern zeigen nun die kumulierten Zahlungsströme bei Durchführung der Erweiterungsinvestition. Im ersten Zustand fließen dem Unternehmen nun 180 GE zu, sodass die Ansprüche der Fremdkapitalgeber in Höhe von 150 GE vollkommen berücksichtigt werden können. Entsprechend verbleiben 30 GE zur Auszahlung an die Eigentümer. Tritt der zweite Zustand ein, fließen dem Unternehmen insgesamt 240 GE zu. Nach Abzug der zustandsunabhängigen Fremdkapitalansprüche von 150 GE verbleiben 90 GE für die Eigenkapitalgeber.

Die linke Seite der Abbildung liefert anhand der Erwartungswerte der Zahlungsströme die Erklärung für die Entscheidung des Managements, das bestehende Investitionsprogramm nicht zu verändern. Zunächst wird deutlich, dass die Durchführung der Erweiterungsinvestition den Unternehmenswert insgesamt um 10 GE von 150 GE auf 160 GE erhöht. Dennoch unterbleibt die Investition, weil das Management ohne Erweiterungsinvestition mit einem erwarteten Zahlungsstrom von 25 GE besser gestellt ist als mit der Erweiterung des Investitionsprogramms. Unter Berücksichtigung der anfänglichen Auszahlung von 50 GE für die Erweiterung verbleibt in diesem Fall dem Management ein erwarteter Zahlungsstrom von 10 GE, d. h. eine Reduktion ihrer Position um 15 GE. Die Erhöhung der Gesamtposition um 10 GE geht also einher mit einer Verschiebung der Positionen der verschiedenen Kapitalgeber. Während die Fremdkapitalgeber durch die Durchführung der Zusatzinvestition einen Zuwachs um 25 GE verzeichnen könnten, nimmt die Position der Eigenkapitalgeber um 15 GE ab. Da die Entscheidung über die Durchführung der Erweiterungsinvestition den Eigenkapitalgebern vorbehalten ist, kommt es zu einer Unterinvestition.³⁴⁰

³³⁹ Für die Erweiterung des Investitionsprogramms wird eine reine Eigenkapitalfinanzierung unterstellt.

³⁴⁰ Vgl. Myers (1977), S. 153 f.

3.1.4.3 Free-Cash-flow-Theorie

Die Free-Cash-flow-Theorie geht auf JENSEN zurück und wird in der Literatur auch als Überinvestitionsproblem diskutiert.³⁴¹

Anders als die beiden ersten informationsökonomischen Ansätze, problematisiert die Free-Cash-flow-Theorie Anreizprobleme bei externer Eigenkapitalfinanzierung. Damit steht nicht mehr das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern im Vordergrund, sondern die Beziehung zwischen externen Eigenkapitalgebern und dem Management des Unternehmens.³⁴² Grundlage für das opportunistische Verhalten bei Beteiligungsfinanzierung ist dabei die Annahme, dass das Eigentum und die Verfügungsgewalt über dieses Eigentum voneinander separiert werden können. Damit fokussiert der Ansatz auf Informationsasymmetrien zwischen den Eigenkapitalgebern als Principals und den Managern als Agents.

Bei der Darstellung der verschiedenen Finanzierungsformen im zweiten Kapitel dieser Arbeit ist die Ausgestaltung einer Eigenkapitalfinanzierung ausführlich eingeführt worden. An dieser Stelle ist relevant, dass eine Beteiligungsfinanzierung sich dadurch auszeichnet, dass die Prämie für die Kapitalüberlassung vom Unternehmenserfolg abhängt. Anders als Fremdkapitalgeber erhalten Eigenkapitalgeber regelmäßig keine vertraglich fixierte Verzinsung auf das eingesetzte Kapital. Im Extremfall kann der erfolgsabhängigen Eigenkapitalgebervergütung die vollkommen vom Unternehmenserfolg unabhängige Vergütung der angestellten Manager gegenüberstehen. Auf dieser Basis kann nun der Anreiz für opportunistisches Verhalten des Managements beschrieben werden.³⁴³

Als Ausgangspunkt soll angenommen werden, dass dem Management das gesamte Eigenkapital des Unternehmens zusteht. In diesem Fall eines geschäftsführenden Gesellschafters fließt der gesamte Unternehmenserfolg dem Management zu, weil es

³⁴¹ Vgl. Jensen (1986), S. 323 ff. und Breuer (1998), S. 165.

³⁴² Damit wird implizit die Annahme aufgegeben, dass das Management Anteilseigner des Unternehmens ist.

³⁴³ Über den originär bei JENSEN dargestellten Ansatz soll hier ein weites Verständnis des Verhaltens bei Eigenkapitalfinanzierung und der daraus folgenden Agency-Kosten gelten.

auch Eigentümer des Unternehmens ist. Dann liegt kein Interessenkonflikt vor, da die Positionen vollkommen identisch sind und das Eigentum und die Verfügungsgewalt darüber nicht auseinander fallen. Kommt es nun zu der Beteiligung von externen Eigenkapitalgebern, sinkt der Anteil am Unternehmenserfolg, der dem Management zusteht, genau in Höhe der Beteiligungsquote dieser externen Kapitalgeber. Bei gleichem Arbeitseinsatz fließt dem Management folglich nur noch eine geringere Erfolgsprämie zu. Im Extremfall steht dem Management als Angestellten des Unternehmens, das keine Eigenkapitalanteile besitzt, kein Anteil am Unternehmenserfolg zu. In diesem Kompensationsmodell wird es für das Management mit steigender Beteiligungsquote Externer immer vorteilhafter, Handlungen durchzuführen, die den Gewinn des Unternehmens reduzieren und den Nutzen privatisieren.³⁴⁴

In der Literatur finden sich drei verschiedene Kategorien von Management-Verhalten, die bei der Entkopplung von Eigentum und Management in diesem Vergütungsmodell zu beobachten sind.³⁴⁵

Die erste Kategorie unterstellt, dass der Gewinn eines Unternehmens eine Funktion des Arbeitseinsatzes des Managements ist und der Grad des opportunistischen Verhaltens durch den Arbeitseinsatz allein beschrieben werden kann.³⁴⁶ Aus steigender externer Beteiligung folgt daher im ersten Schritt eine Reduktion des Arbeitseinsatzes des Managements, sodass daraus unmittelbar im zweiten Schritt eine Reduktion des Unternehmensgewinns folgt.

Die zweite Kategorie von Verhaltensmustern unterstellt den Konsum von sog. Perks durch das Management.³⁴⁷ Dabei lassen sich Perks beschreiben als konsumorientierte Investitionen, die auf Kosten des Unternehmensgewinns den Status, den Nutzen und die Zufriedenheit des Managements erhöhen.³⁴⁸ Typischerweise zählen luxuriöse

³⁴⁴ Vgl. Breuer (1998), S. 154.

³⁴⁵ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 429.

³⁴⁶ Dieser monokausale Ansatz wird in der Theorie gerne genutzt, da er leicht zu modellieren ist. Vgl. dazu das LEN-Modell von SPREMANN. Praktisch wird dieser Kategorie keine Bedeutung zu-fallen. Vgl. dazu Franke/Hax (2004), S. 430.

³⁴⁷ Vgl. Brealey/Myers (2000), S.

³⁴⁸ Bereits JENSEN/MECKLING weisen auf diese Kosten hin. Vgl. dazu Jensen/Meckling (1976), S. 312.

Dienstwagen, eine großzügige Büroausstattung und umfangreiche Dienstreisen in diese Kategorie, die auch als Consumption on the Job bezeichnet wird.³⁴⁹ Diese Investitionen in Luxusgüter können als Überinvestition im weiteren Sinne aufgefasst werden.³⁵⁰ Im Mittelpunkt der Betrachtung bei JENSEN steht allerdings der Fall, dass bei angenommener reichlicher Ausstattung eines Unternehmens mit frei zu verwendenden Zahlungsströmen sich ebenfalls der Nutzen für das Management dadurch erhöht, dass dieses Geld unabhängig von der Güte der Investition im Unternehmen angelegt und nicht an die Anteilseigner ausgeschüttet wird.³⁵¹ Der Nutzen der Investition ergibt sich unabhängig von deren tatsächlicher Vorteilhaftigkeit allein aus der Vergrößerung der dem Management zur Verfügung stehenden Ressourcen.³⁵²

Die dritte Kategorie beschreibt das Verhalten des Managements in Konfliktsituationen. Im Umgang mit Personal- oder Gewerkschaftsvertretern werden Manager immer dann großzügiger zulasten der Kostensituation des Unternehmens sein, wenn es ihnen gelingt, ihr persönliches Ansehen zu steigern. Überdurchschnittliche Sozialleistungen und ein hohes Gehaltsniveau sind beispielhafte Folgen dieses Verhaltens.³⁵³

3.1.4.4 Signalhypothese

Als Hidden-Information-basierte Theorie ist die Signalhypothese von den ersten drei informationsökonomischen Ansätzen abzugrenzen, da es um Informationsasymmetrien vor Abschluss des Finanzierungsvertrags geht.

Grundidee der Signalhypothese ist, dass der vor dem Vertragsabschluss besser informierte interne Manager zu seinem eigenen Vorteil handelt, wenn er die annahm gemäß durch die Informationsasymmetrie schlechter informierten externen Kapitalgeber durch ein positives Signal über die tatsächliche Güte seines Unternehmens

³⁴⁹ Vgl. Perridon/Steiner (2007), S. 526.

³⁵⁰ Vgl. Breuer (1998), S. 165.

³⁵¹ Vgl. Jensen (1986), S. 324.

³⁵² Die Theorie schließt nicht aus, dass auch Projekte mit negativem Barwert durchgeführt werden. Vgl. dazu Jensen (1986), S. 328 und Breuer (1998), S. 165.

³⁵³ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 430.

unterrichtet. Um die Glaubwürdigkeit eines positiven Signals zu gewährleisten, wird ferner angenommen, dass das Aussenden eines falschen Signals derart mit negativen Konsequenzen verbunden ist, dass es aus der Sicht des Managers nicht lohnenswert ist, ein unwahres Signal zu senden. Die Differenz zwischen Signalisierungskosten und positivem Bruttoertrag des Signals muss für den Fall eines falschen Signals folglich negativ sein.³⁵⁴ In diesem Fall ist das Aussenden eines Signals direkt mit Kosten verbunden, daher handelt es sich um ein sog. kostenverursachendes Signal.³⁵⁵ Bei dem sog. kostenlosen Signal ergibt sich die Glaubwürdigkeit eines positiven Signals aus dem Umstand, dass ein falsches Signal für den Verursacher zu einer negativen Marktreaktion führt.³⁵⁶

In der Literatur finden sich verschiedene Ausprägungen dieser Signalisierungshypothese, die nach der Art des ausgesendeten Signals unterscheiden.³⁵⁷ Im Folgenden sollen daher zwei Ansätze vorgestellt werden, die auf dem Signalgrundgedanken aufbauen.³⁵⁸ Nach dem Ansatz von ROSS kann dargestellt werden, wie die aktive Verschuldungsgradwahl durch das Management als Gütesignal verstanden werden kann.³⁵⁹ Der Ansatz von LELAND/PYLE begründet die positive Signalwirkung letztlich in einer Managementbeteiligung an der Finanzierung eines positiven Projekts.³⁶⁰ Andere Ansätze nutzen beispielsweise die Höhe der ausgeschütteten Dividenden als Signal.³⁶¹

ROSS begründet die positive Signalwirkung einer zusätzlichen Fremdfinanzierung in dem darin implizit zum Ausdruck kommenden Vertrauen des Managements in die Fähigkeit des Unternehmens, zukünftig fixe Zahlungsverpflichtungen für Zins und

³⁵⁴ Vgl. Breuer (1998), S. 122.

³⁵⁵ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 424.

³⁵⁶ Vgl. Franke/Hax (2004), S. 424. Das im folgenden Abschnitt dargestellte Pecking-Order-Modell kann als kostenloses Signal verstanden werden. Allerdings finden sich auch Einordnungen als kostenverursachendes Signal. Vgl. dazu Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 425.

³⁵⁷ Vgl. Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 416 ff.

³⁵⁸ Die Darstellung in dieser Arbeit fokussiert auf eine qualitative Ableitung der Theorie. Eine quantitative Beschreibung findet sich bei Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 417 und S. 419.

³⁵⁹ Vgl. Ross (1977), S. 23 ff.

³⁶⁰ Vgl. Leland/Pyle (1977), S. 371.

³⁶¹ Vgl. Bhattacharya (1979), S. 259 ff.

Tilgung leisten zu können.³⁶² Gute Unternehmen können sich einem erhöhten Zahlungsstrukturrisiko aussetzen, während bei schlechten Unternehmen das Insolvenzrisiko bei zunehmender Verschuldung dominiert. Daraus folgt, dass gute Unternehmen im Idealfall weniger Fremdfinanzierung nutzen als möglich, damit noch ausreichend Potenzial besteht, ein zukünftig mögliches positives Investment mit Fremdkapital zu finanzieren.³⁶³

LELAND/PYLE folgen dieser Argumentation.³⁶⁴ Bei einem gegebenen Investitionsvolumen führt die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital *ceteris paribus* zu einer Verringerung des Eigenkapitals. Dieses Eigenkapital kann von den internen, gut informierten Managern aufgebracht werden oder ebenfalls von externen Kapitalgebern zur Verfügung gestellt werden. Nimmt man eine konstante Eigenkapitalposition des gut informierten Managements an, bedeutet eine Fremdkapitalaufnahme eine Vergrößerung des relativen Eigenkapitalanteils des gut informierten Managements.³⁶⁵ Der Markt zieht also aus einem steigenden Eigentumsanteil des gut informierten Managements einen positiven Rückschluss auf die Güte des Unternehmens.³⁶⁶

Beiden dargestellten Ausprägungen ist gemein, dass sie aktives Signalisieren untersuchen, also die Finanzierungsentscheidung des Managements als bewusste Form der Nachrichtenübermittlung interpretieren. Das jetzt einzuführende Pecking-Order-Modell wird dagegen auch als passive Signaltheorie bezeichnet.

³⁶² Vgl. Ross (1977), S. 23 und S. 25.

³⁶³ Vgl. Pracht (2000), S. 40.

³⁶⁴ Vgl. Drobetz/Pensa/Wöhle (2004), S. 19.

³⁶⁵ Vgl. Leland/Pyle (1977), S. 372.

³⁶⁶ In ihrem Beitrag argumentieren LELAND und PYLE anhand einer Projektfinanzierung. Die Erkenntnisse sind aber auf Unternehmen übertragbar. Vgl. Leland/Pyle (1977), S. 381.

3.1.4.5 Pecking-Order-Modell

Das Pecking-Order-Modell basiert auf einer Arbeit von MYERS/MAJLUF.³⁶⁷

Mit den beiden Ausprägungen der Signalhypothese vergleichbar handelt es sich bei dem Pecking-Order-Modell um einen Hidden-Information-basierten Ansatz, der auf einer zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bereits bestehenden Informationsasymmetrie zwischen den unternehmensinternen Managern und den externen Investoren aufbaut.³⁶⁸ Auch im Annahmenkanon des Pecking-Order-Modells gelten die externen Investoren dabei als schlechter informiert im Vergleich zu den internen Managern, die als Inhaber proprietärer Informationen angesehen werden.³⁶⁹ Im Mittelpunkt der Untersuchung von MYERS/MAJLUF steht die Frage, welche Signalfunktion einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen zukommt und welche Wechselwirkungen zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidung daraus abzuleiten sind.³⁷⁰ In der Literatur findet sich daher fallweise auch eine Einordnung des Pecking-Order-Modells als Ausprägung der Signalhypothese.³⁷¹ In der vorliegenden Arbeit soll das Pecking-Order-Modell hingegen als selbstständiger Ansatz besprochen werden, um seinen Stellenwert in der wissenschaftlichen Diskussion und der empirischen Forschung gerecht zu werden.

MYERS/MAJLUF formulieren ein intertemporales Modell mit drei Zeitpunkten, um die Signalwirkung einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen zu untersuchen.³⁷²

Für den ersten Zeitpunkt $t = 0$ nehmen sie ein vollständig mit Eigenkapital finanziertes Unternehmen an, das die Möglichkeit besitzt, ein zusätzliches Investitionsprojekt durchzuführen. Für dieses Projekt wird angenommen, dass es weder teilbar noch aufschiebbar ist und einen positiven Barwert besitzt.³⁷³ Die Durchführung dieser Investition bedeutet somit einen Wohlfahrtsgewinn für das Unternehmen. Zur Finan-

³⁶⁷ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 187 ff.

³⁶⁸ Vgl. Brealey/Myers (2000), S. 524.

³⁶⁹ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 188.

³⁷⁰ Vgl. Drobetz/Pensa/Wöhle (2004), S. 20.

³⁷¹ Vgl. dazu Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 425 und Breuer (1998), S. 141.

³⁷² Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 190.

³⁷³ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 190 und S. 191.

zierung stehen annahmegemäß die im Unternehmen vorhandenen Barreserven, der Verkauf von Fremdkapitaltiteln und eine Kapitalerhöhung gegen Einlage zur Verfügung. Das Modell summiert die Barreserven des Unternehmens und die risikolose Fremdfinanzierung als Financial Slack. Wenn das Investitionsvolumen diese Summenposition übersteigt, dann besteht für das Management nur die Möglichkeit einer Kapitalerhöhung, um das Projekt durchzuführen. MYERS/MAJLUF unterstellen ferner, dass das Management im Sinne der Aktionäre handelt, die bereits in $t = 0$ Anteilseigner der Unternehmens sind, und dass diese als passive Investoren im Falle einer Kapitalerhöhung keine neuen Anteile beziehen.³⁷⁴

Der zweite Zeitpunkt $t = 1$ ist dadurch gekennzeichnet, dass das Management des Unternehmens erfährt, welcher Zustand in $t = 2$ eintreten wird, sodass in der Kalkulation des Managements die faktischen Werte die Erwartungswerte ersetzen können.³⁷⁵ Diese Information bleibt dem externen Investor vorenthalten und begründet damit die angenommene Informationsasymmetrie.

Im dritten Zeitpunkt $t = 2$ ist die Informationsverteilung wieder ausgeglichen. Sowohl die externen Kapitalgeber wie auch das interne Management wissen sowohl um die inzwischen realisierten Ausprägungen des Investitionsprogramms als auch um die ggf. noch zur Verfügung stehenden Barreserven.³⁷⁶

Die Auswirkungen dieser Informationsdistribution lassen sich formal als Modell darstellen.³⁷⁷

Zur Durchführung der Investition I ist die Zuführung von neuem Eigenkapital durch eine Kapitalerhöhung im Volumen von EK notwendig, da der im Unternehmen vor-

³⁷⁴ Diese Annahmen sind zentral für die Theorie, da aktive Investoren vor und nach einer Kapitalerhöhung den gleichen Anteil am Unternehmen halten und es nicht zu einer Verwässerung ihrer Anteile kommen kann, wenn sie alle Bezugsrechte ausüben. Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 191 und Martens (1996), S. 299.

³⁷⁵ Vgl. Martens (1996), S. 299.

³⁷⁶ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 191.

³⁷⁷ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 198. Die in dem Artikel verwendeten Bezeichnungen werden in dieser Arbeit zur besseren Vergleichbarkeit übernommen.

handene Financial Slack S nicht ausreicht, um die Investition zu finanzieren.³⁷⁸

Für das Volumen der Kapitalerhöhung gilt:

$$(27.) \quad E = I - S$$

Wenn a den Anlagenwert und b den Barwert der Zusatzinvestition bezeichnet, dann gilt für das Vermögen der Altaktionäre V_{alt}^{NON} im Falle der Nichtinvestition:

$$(28.) \quad V_{alt}^{NON} = a + S$$

Das Vermögen der Altaktionäre ergibt sich aus der Summe von Anlagenwert und Barvermögen.³⁷⁹ Führt das Unternehmen die Kapitalerhöhung durch, partizipieren die Alteigentümer in Höhe ihres neuen Anteils an dem neuen Gesamtvermögen des Unternehmens. Für das Gesamtwert des Unternehmens bei Investition gilt:

$$(29.) \quad V = E + S + a + b$$

Die Anteilsquote der Altaktionäre α_{alt} entspricht ihrem Anteil am Gesamtkapital nach Durchführung der Kapitalerhöhung, wobei P' als der Erwartungswert des Unternehmenswerts vor der Kapitalerhöhung definiert ist.

$$(30.) \quad \alpha_{alt} = \frac{P'}{P' + E}$$

Daraus ergibt sich die Vermögensposition der Altaktionäre im Falle der Investition V_{alt}^{INV} mit:

$$(31.) \quad V_{alt}^{INV} = \frac{P'}{P' + E} \cdot (E + S + a + b)^{380}$$

Da das Management im Sinne der Altaktionäre handelt, müssen diese durch die

³⁷⁸ Financial Slack ist die Summe aus Barreserven und nicht genutztem Fremdfinanzierungspotenzial.

³⁷⁹ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 198.

³⁸⁰ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 198.

Durchführung der Investition besser gestellt werden als ohne die Investition. Es ergibt sich folgende Ungleichung als Bedingung für die Durchführung der Investition:

$$(32.) \quad V_{alt}^{INV} \geq V_{alt}^{NON}$$

Es gilt somit:

$$(33.) \quad \frac{P'}{P' + E}(E + S + a + b) \geq (a + S)$$

$$\Leftrightarrow \frac{P'}{P' + E} \cdot (E + b) + \frac{P'}{P' + E} \cdot (a + S) \geq (a + S)$$

$$\Leftrightarrow \frac{P'}{P' + E} \cdot (E + b) \geq \left(1 - \frac{P'}{P' + E}\right) \cdot (a + S)$$

$$\Leftrightarrow \frac{P'}{P' + E} \cdot (E + b) \geq \frac{E}{P' + E} \cdot (a + S)^{381}$$

Die Durchführung der zusätzlichen Investition ist dann vorteilhaft für die Altaktionäre, wenn ihr Anteil an Kapitalerhöhung und Barwert der Investition größer ist als der Anteil der Neuaktionäre an Anlage- und Barvermögen des Unternehmens, der spiegelbildlich auch als sog. Verwässerungsverlust der Altaktionäre interpretiert werden kann.³⁸²

Damit das Management des Unternehmens der Entscheidung über die Durchführung indifferent gegenüber ist, müssen beide Faktoren einander entsprechen. Nach Umformung und Auflösung nach b ergibt sich folgende Indifferenzkurve:

$$(34.) \quad b = \left(\frac{E}{P'}\right) \cdot a + \left[\frac{E \cdot (S - P')}{P'}\right]^{383}$$

Diese Indifferenzkurve teilt grafisch in einem $a - b$ -Diagramm den Investitions-

³⁸¹ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 199.

³⁸² Vgl. Martens (1996), S. 300.

³⁸³ Vgl. Martens (1996), S. 301.

vom Nichtinvestitionsbereich.³⁸⁴ Der Investitionsbereich zeichnet sich dadurch aus, dass das zusätzliche Projekt einen hohen Barwert hat und der Anlagenwert gering ist. Umgekehrt liegt der Nichtinvestitionsbereich bei kleinen Projektbarwerten und hohen Anlagenwerten. Je höher der Barwert des zusätzlichen Projekts ist, desto eher profitieren die Altaktionäre von der Durchführung des Projekts.³⁸⁵

Das in der folgenden Abbildung eingeführte Beispiel soll dieses Modell illustrieren.³⁸⁶

PECKING-ORDER-MODELL			
In Geldeinheiten, gleich wahrscheinliche Zustandsverteilung			
	Anlagenwert	Barwert	Summe
Zustand 1	200	30	230
Zustand 2	50	20	70
Summe	250	50	300

Erwartungswert: 150 GE

Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 17: Pecking-Order-Modell

Im ersten Zustand beträgt der erwartete Anlagenwert a 200 GE, der Barwert aus dem zusätzlichen Investitionsprojekt b beträgt 30 GE. Tritt der zweite Zustand ein, beträgt der erwartete Anlagenwert 50 GE und der Vorteil aus der Erweiterung der Investitionen 20 GE. Der Marktwert des Unternehmens entspricht dem Erwartungswert von 150 GE, da beide dargestellten Umweltzustände ex ante als gleich wahr-

³⁸⁴ Vgl. grafische Darstellung bei Myers/Majluf (1984), S. 200.

³⁸⁵ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 200.

³⁸⁶ Das Beispiel entspricht der Darstellung bei Myers/Majluf (1984), S. 192 ff.

scheinlich gelten.³⁸⁷ Nun wird angenommen, dass das zusätzliche Investitionsprojekt in Höhe von 100 GE auf jeden Fall durch Ausgabe neuer Aktien erfolgen soll.

Im ersten Zustand ergibt sich ein Gesamtwert des Unternehmens inkl. der Kapitalerhöhung von 330 GE. Der auf die Altaktionäre entfallende Anteil beträgt in Geldeinheiten analog zu Gleichung (31.):

$$(31a.) \quad \frac{150}{150 + 100} \cdot 330 = 198$$

Ihrer Anteilsquote entsprechend entfällt der folgende Geldbetrag auf die neuen Aktionäre:

$$(31b.) \quad \frac{100}{150 + 100} \cdot 330 = 132$$

Im zweiten Zustand beträgt der Gesamtwert des Unternehmens 170 GE, die wie folgt zu verteilen sind.

Auf die Altaktionäre entfallen Geldeinheiten in Höhe von:

$$(31c.) \quad \frac{150}{150 + 100} \cdot 170 = 102$$

Die externen Kapitalgeber erhalten im zweiten Zustand erneut den ihrer Anteilsquote entsprechenden Anteil am Unternehmenswert in Höhe von:

$$(31d.) \quad \frac{100}{150 + 100} \cdot 170 = 68$$

Ein Vergleich der Positionen der Altaktionäre liefert nun die Erklärung für die Signalwirkung der Kapitalerhöhung. Im ersten Zustand beträgt der auf die Altaktionäre entfallende Unternehmenswert 198 GE, wenn das Management das zusätzliche Investitionsprogramm durchführt. Hingegen entfallen 200 GE auf die Altaktionäre,

³⁸⁷ Das Management kennt den eintretenden Zustand in $t = 1$, während die externen Kapitalgeber erst in $t = 2$ erfahren, welcher Zustand eingetreten ist.

wenn dieser Zustand eintritt und das Unternehmen das vorteilhafte Projekt nicht durchführt. Handelt die Unternehmensleitung annahmegemäß im Interesse der Altaktionäre, wird es das vorteilhafte Projekt nur dann durchführen, wenn es weiß, dass der zweite Zustand eintritt, denn nur in diesem stellen sich die Altaktionäre mit der Durchführung der zusätzlichen Investition besser. Dann beträgt die Position der Altaktionäre mit zusätzlicher Investition 102 GE, während ihr Vermögen ohne das zusätzliche Projekt nur 50 GE betragen würde. Die Durchführung einer Kapitalerhöhung signalisiert bei gegebenem Informationsvorsprung der Unternehmensleitung damit, dass der zweite Zustand eintreffen wird, sodass sich ein neues Gleichgewicht einstellen kann.³⁸⁸

Aus der negativen Signalwirkung ergibt sich die namensgebende Hackordnung für Finanzierungstitel. Zunächst wird ein Unternehmen auf internes Kapital zurückgreifen, da interne Finanzierungstitel keinen Informationsasymmetrien unterliegen. Erst wenn alle internen Finanzierungsmittel genutzt sind, wird sich das Unternehmen an externe Kapitalgeber wenden. In diesem Fall ist eine externe Kreditfinanzierung der Begebung neuer Aktien vorzuziehen, da diese die Altaktionäre vor einem Vermögenstransfer schützt. Erst wenn das Fremdfinanzierungspotenzial des Unternehmens erschöpft ist, wird das Management vor dem oben beschriebenen Hintergrund die Durchführung einer Kapitalerhöhung als Finanzierungsoption in Betracht ziehen. Dabei konnte oben nachgewiesen werden, dass das im Sinne passiver Altaktionäre handelnde Management sogar positive Barwertprojekte nicht durchführen wird, wenn das Unternehmen am Kapitalmarkt unterbewertet ist.³⁸⁹

Unmittelbar aus der beschriebenen Präferenzreihenfolge des Managements für Finanzierungstitel folgt, dass das Pecking-Order-Modell nicht die Ableitung einer optimalen Kapitalstruktur zulässt. Sowohl die von der Theorie bevorzugte Innenfinanzierung als auch die von der Theorie kritisch bewertete externe Kapitalerhöhung stellen Eigenkapital erhöhende Finanzierungen dar, die die Eigenkapitalquote steigen lassen. Somit kann aus dem hier verfolgten Ansatz keine absolute Höhe für eine Ziel-

³⁸⁸ Vgl. Myers/Majluf (1984), S. 193.

³⁸⁹ Vgl. Breuer (1998), S. 143.

Eigenkapitalquote abgeleitet werden.³⁹⁰

3.1.5 Sonstige Ansätze

Der traditionelle Ansatz bildet gemeinsam mit den marktorientierten und den informationsökonomischen Theorien den Kanon der klassischen Finanzierungstheorien.³⁹¹ Darüber hinaus finden sich weitere Ansätze zur Erklärung der Kapitalstruktur, von denen hier nur drei kurz eingeführt werden sollen, damit der interessierte Leser diese Ansätze vertiefen kann.³⁹²

Die Stakeholder-Theorie nach GRINBLATT/TITMAN berücksichtigt neben der Rolle der Eigen- oder Fremdkapitalgeber bei der Finanzierungsentscheidung zusätzlich auch die nicht originär durch Finanztitel mit dem Unternehmen verbundenen Personen.³⁹³ Hierzu zählen Kunden ebenso wie Zulieferer, Angestellte und das Gemeinwesen.

Die Lebenslauftheorie nach BERGER/UDELL formuliert einen kausalen Zusammenhang zwischen dem Entwicklungsstadium, in dem sich ein Unternehmen bezogen auf seinen Lebenslauf befindet, und der optimalen Kapitalstruktur.³⁹⁴

Der Zusammenhang zwischen der Produkt- und Marktstrategie einerseits sowie dem Finanzierungsverhalten eines Unternehmens andererseits steht im Mittelpunkt der Betrachtung bei dem Ansatz von BRANDER/LEWIS.³⁹⁵ Am Beispiel eines aggressiven Preiskampfs, der von einem ausschließlich eigenkapitalfinanzierten Unternehmen begonnen wird, soll verdeutlicht werden, dass ein mit Fremdkapital finanziertes Konkurrenzunternehmen, das diesen Umsatzverlust nicht tragen kann, aus dem Markt gedrängt werden kann.

³⁹⁰ Vgl. Drobetz/Pensa/Wöhle (2004), S. 20.

³⁹¹ Vgl. Breuer (1998), S. 199.

³⁹² Zur detaillierten Darstellung empfiehlt sich die Lektüre der Originalquellen sowie die Darstellung bei Pracht (2000), S. 52 ff. und bei Breuer (1998), S. 199 ff.

³⁹³ Vgl. Grinblatt/Titman (2002), S. 597 ff.

³⁹⁴ Vgl. Berger/Udell (1998), S. 613.

³⁹⁵ Vgl. Brander/Lewis (1986), S. 956 ff.

Mit der Erwähnung dieser neueren Ansätze endet die Darstellung der Kapitalstrukturtheorien. Der nun folgende zweite Abschnitt dieses Kapitels ist der Frage gewidmet, welche der dargestellten Theorien geeignet erscheint, das Finanzierungsverhalten großer mittelständischer Unternehmen zu erklären.

3.2 Eignung des Pecking-Order-Modells zur Erklärung der Kapitalstruktur

Der zweite Abschnitt dieses Kapitels versucht die Frage zu beantworten, welche der zuvor dargestellten Modelle am besten geeignet erscheint, die Kapitalstruktur bei den empirisch untersuchten großen mittelständischen Unternehmen zu erklären. Aufgrund der Verschiedenartigkeit der dargestellten Denkschulen kommt einer plausiblen Auswahl der zu überprüfenden Theorie eine zentrale Rolle zu. Diese Auswahl der zu validierenden Theorie muss daher weniger einer kriterienbasierten Bewertung der einzelnen Ansätze folgen, sondern einer Plausibilitätsprüfung standhalten, die hinterfragt, ob ein sinnvoller Zusammenhang zwischen den untersuchten Unternehmen einerseits und der Theorie andererseits besteht.

Die Systematisierung der Theorien nach traditionellen Ansätzen, marktorientierten Ansätzen und informationsökonomischen Theorien macht es möglich, zunächst auf Ebene dieser Theorieklassen die Anwendbarkeit einer einzelnen Klasse allgemein im Zusammenhang der Arbeit zu untersuchen und erst in einem zweiten Schritt eine Theorie der gewählten Klasse konkret zu benennen.

Der als traditioneller Ansatz dargestellten Theorie wird in der Literatur ein für die Praxis hohes Maß an Relevanz konzidiert.³⁹⁶ Nicht näher detailliert wird die Frage, ob bestimmte Gruppen von Unternehmen in einem besonderen Zusammenhang zu diesem Ansatz stehen. Daher und da die grundlegenden Arbeiten dieser Richtung bereits eine ausführliche Diskussion und Weiterentwicklung erfahren haben, soll im Rahmen dieser Arbeit nicht auf den traditionellen Ansatz zurückgegriffen werden.

³⁹⁶ Vgl. Breuer (1998), S. 59.

Die friktionsfreie Duplizierung von Zahlungsströmen über einen perfekten Kapitalmarkt steht im Mittelpunkt des marktorientierten Ansatzes. Daraus resultieren umfangreiche Annahmen über die Struktur und Ausprägung des zur Verfügung stehenden Kapitalmarkts. Neben der gängigen Kritik an der Realitätsferne dieser Annahmen sind es gerade die mittelständischen Unternehmen, denen ein Zugang zum Kapitalmarkt wegen verschiedener Hürden nicht möglich ist.³⁹⁷ Daher sollen auch die marktorientierten Ansätze nicht als Basis für die Hypothesengenerierung in dieser Arbeit ausgewählt werden.

Die informationsökonomischen Ansätze, die oben vorgestellt worden sind, basieren auf der Annahme von ungleich verteilten Informationen. Gerade eine asymmetrische Informationsverteilung lässt sich aber für die mittelständischen Unternehmen anhand verschiedener Indikatoren begründet vermuten. Zunächst ist insbesondere bei mittelständischen Familienunternehmen zu vermuten, dass möglichst wenige Informationen über das Unternehmen mit der Öffentlichkeit geteilt werden sollen.³⁹⁸ Der Wunsch auf Börsenkurse, Analystenmeinungen, Emissionsprospekte, Rating und Hauptversammlungen zu verzichten, manifestiert sich häufig in der Wahl einer Rechtsform, die mit den geringstmöglichen Offenlegungspflichten verbunden ist. Vor diesem Hintergrund erscheint es plausibel, eine Theorie auszuwählen, die genau an dieser geringen Transparenz der Unternehmen anknüpft.

Aus dem umfangreichen Kanon der informationsökonomischen Ansätze soll das Pecking-Order-Modell im Folgenden als Grundlage zur Hypothesengenerierung dienen.

Damit folgt diese Arbeit TIROLE, der das Pecking-Order-Modell als guten Analyse-Startpunkt bezeichnet.³⁹⁹ Eine vergleichbare Wertschätzung des Pecking-Order-Ansatzes findet sich bei COPELAND/WESTON/SHASTRI.⁴⁰⁰

³⁹⁷ Vgl. Kokalj/Paffenholz/Moog (2003), S. 3.

³⁹⁸ Vgl. Achleitner/Fingerle (2004), S. 12.

³⁹⁹ Vgl. Tirole (2006), S. 238.

⁴⁰⁰ Vgl. Copeland/Weston/Shastri (2005), S. 603.

Eine Auswahl der aktuellen empirischen Studien, die das Pecking-Order-Modell testen, findet sich im folgenden Abschnitt.

3.3 Relevanter Forschungskontext zum Pecking-Order-Modell

Es lassen sich eine Vielzahl von empirischen Studien identifizieren, die die Evidenz des Pecking-Order-Modells untersuchen. Dabei untersuchen diese Studien regelmäßig, ob sich die Kapitalstruktur eines Unternehmens durch verschiedene Einflussfaktoren erklären lässt.

Für diese Studien werden im Folgenden chronologisch nach europäischen und nicht-europäischen Untersuchungen geordnet Betrachtungsumfang und Hauptergebnis dargestellt, wobei zunächst die nicht-europäischen Studien genannt sind. Das methodische Vorgehen der Studien wird im vierten Kapitel beschrieben.

3.3.1 Studie von BASKIN (1989)

BASKIN untersucht 378 amerikanische Großunternehmen, die zwischen 1960 und 1984 in der FORTUNE-500-Liste enthalten waren, wobei die Analyse auf den Zeitraum zwischen 1960 und 1972 begrenzt ist.⁴⁰¹

BASKIN kann für diesen Paneldatensatz die Bedeutung des Pecking-Order-Modells nachweisen, indem er zeigt, dass der Verschuldungsgrad als abhängige Variable positiv mit vergangenem Wachstum korreliert und negativ mit vergangenem Gewinn.⁴⁰²

3.3.2 Studie von ALLEN (1993)

Die Untersuchung von ALLEN basiert auf 89 Unternehmen in Australien, die an der Börse notiert sind. Die Studie verwendet für diese Unternehmen Bilanzdaten des

⁴⁰¹ Vgl. Baskin (1989), S. 28.

⁴⁰² Vgl. Baskin (1989), S. 33.

Zeitraums 1954 bis 1992.⁴⁰³

ALLEN kann die Ergebnisse von BASKIN mit seinem Datensatz bestätigen. Auch er stützt das Pecking-Order-Modell mit dem Befund, dass ein negativer Zusammenhang zwischen dem aktuellen Verschuldungsgrad und der Profitabilität nachgewiesen wird.⁴⁰⁴ Ebenfalls wird das Pecking-Order-Modell dadurch gestützt, dass ein positiver Zusammenhang zwischen der Verschuldung und dem Wachstum des Unternehmens nachgewiesen werden kann.⁴⁰⁵

3.3.3 Studie von RAJAN/ZINGALES (1995)

Die Autoren dieser Studie basieren ihre Analyse auf Bilanzdaten von 8.000 Unternehmen in 31 verschiedenen Ländern für den Zeitraum zwischen 1987 und 1991.⁴⁰⁶

Hauptziel der Analyse ist zu vergleichen, ob der Verschuldungsgrad der Unternehmen landesspezifisch variiert. RAJAN und ZINGALES untersuchen dabei auch die Wirkung der Einflussfaktoren Tangibilität der Assets, Markt-Buchwertverhältnis, Firmengröße und Profitabilität auf den Verschuldungsgrad der Unternehmen.⁴⁰⁷

Diese Analyse kann das Pecking-Order-Modell sowohl für den Einflussfaktor Tangibilität der Assets als auch für den Faktor Profitabilität bestätigen.⁴⁰⁸ Je tangibler die Assets eines Unternehmens desto höher der Verschuldungsgrad einerseits und je besser die Profitabilität desto niedriger der Verschuldungsgrad andererseits. Der als positiv angenommene Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Verschuldungsgrad konnte jedoch ebenso wenig nachgewiesen werden wie der erwartete positive Zusammenhang zwischen Wachstum und Verschuldungsgrad.

⁴⁰³ Vgl. Allen (1993), S. 103.

⁴⁰⁴ Vgl. Allen (1993), S. 111.

⁴⁰⁵ Vgl. Allen (1993), S. 111.

⁴⁰⁶ Vgl. Rajan/Zingales (1995), S. 1423.

⁴⁰⁷ Vgl. Rajan/Zingales (1995), S. 1451. Das Verhältnis von Markt- zu Buchwert wird als Näherungswert für das Wachstum des Unternehmens verwendet.

⁴⁰⁸ Vgl. Rajan/Zingales (1995), S. 1453.

3.3.4 Studie von GHOSH/CAI (1999)

Diese Analyse basiert auf den Auswertungen von COMPUSTAT-Daten von 256 Firmen, die sowohl 1974 als auch 1992 in der FORTUNE-500-Liste enthalten waren und bezieht sich auf genau diesen Zeitraum.⁴⁰⁹

Auch GHOSH und CAI weisen für diesen Datensatz nach, dass Unternehmen bei der Entscheidung über ihre Kapitalstruktur der Pecking-Order-Hypothese folgen, analysieren aber nicht, welche Einflussfaktoren den Verschuldungsgrad eines Unternehmens beeinflussen.⁴¹⁰

3.3.5 Studie von FAMA/FRENCH (2002)

FAMA und FRENCH basieren ihre Untersuchung ebenfalls auf COMPUSTAT-Daten, in ihrem Fall auf Daten des Zeitraums 1965 bis 1999. Eine genaue Anzahl der Unternehmen wird nicht genannt, ein Unternehmen wird nur dann berücksichtigt, wenn für drei aufeinander folgende Perioden Daten vorliegen.⁴¹¹

Die Autoren untersuchen Einflussfaktoren auf den Verschuldungsgrad und die Höhe der Dividendenzahlung und vergleichen dabei das Trade-Off-Modell mit dem Pecking-Order-Modell. Zentrales Ergebnis ihrer Analyse ist, dass neben vielen erwarteten Übereinstimmungen die Pecking-Order-Hypothese in der Hinsicht bestätigt wird, dass zwischen der Profitabilität eines Unternehmens und dem Verschuldungsgrad ein negativer Zusammenhang besteht.⁴¹²

3.3.6 Studie von ZOPPA/McMAHON (2002)

Die Autoren dieser Studie untersuchen in einer Panelstudie 871 mittelständische Un-

⁴⁰⁹ Vgl. Ghosh/Cai (1999), S. 33.

⁴¹⁰ Vgl. Ghosh/Cai (1999), S. 37.

⁴¹¹ Vgl. Fama/French (2002), S. 30.

⁴¹² Vgl. Fama/French (2002), S. 29.

ternehmen in Australien zwischen 1995 und 1998.⁴¹³

Sie untersuchen den Einfluss von Profitabilität, Unternehmensgröße und Unternehmensalter auf den Verschuldungsgrad der Unternehmen.⁴¹⁴ Für alle drei Einflussfaktoren können sie mit ihrem Sample das Pecking-Order-Modell bestätigen.

3.3.7 Studie von AUTORE/KOVACS (2004)

AUTORE und KOVACS basieren ihre Panelanalyse auf Daten von 42.985 amerikanischen Unternehmen für den Zeitraum 1984 bis 2002.⁴¹⁵

Sie beziehen sich auf RAJAN und ZINGALES (1995) und untersuchen daher ebenfalls die folgenden vier Einflussfaktoren: Tangibilität der Assets, Markt-Buchwertverhältnis, Firmengröße und Profitabilität.⁴¹⁶

Allerdings testen sie eine von VISWANATH formulierte dynamische Version des Pecking-Order-Modells, in der die externe Eigenkapitalaufnahme unter bestimmten Bedingungen vorteilhafter sein kann als die Fremdkapitalaufnahme.⁴¹⁷

Dennoch können auch AUTORE und KOVACS im Sinne des Pecking-Order-Modells bestätigen, dass Unternehmen bei niedrigen Kosten adverser Selektion und hohen Wachstumschancen Außenfinanzierungsquellen nutzen.⁴¹⁸

Für Europa liegen die folgenden Studien vor.

3.3.8 Studie von BONTEMPI (2002)

In der ältesten europäischen Studie untersucht die Autorin in ihrer Analyse 29.012

⁴¹³ Vgl. Zoppa/McMahon (2002), S. 2.

⁴¹⁴ Vgl. Zoppa/McMahon (2002), S. 15.

⁴¹⁵ Vgl. Autore/Kovacs (2004), S. 8.

⁴¹⁶ Vgl. Autore/Kovacs (2004), S. 11.

⁴¹⁷ Vgl. Viswanath (1993), S. 213.

⁴¹⁸ Vgl. Autore/Kovacs (2004), S. 30.

italienische Unternehmen zwischen 1982 und 1995.⁴¹⁹

BONTEMPI testet ein kombiniertes Modell aus Pecking-Order-Modell und Trade-off-Theorie. Mit Bezug auf die Pecking-Order untersucht die Autorin den Einfluss der Summe der Investments und des Cash-Flows auf den Verschuldungsgrad.⁴²⁰

Zentrales Ergebnis ihrer Arbeit ist die Definition von zwei Klassen von Unternehmen in ihrem Sample. Die eine folgt in ihrem Finanzierungsverhalten dem Pecking-Order-Modell, die zweite Klasse von Unternehmen folgt der Trade-Off-Theorie.⁴²¹

3.3.9 Studie von BRUINSHOOFD/KOOL (2002)

BRUINSHOOFD und KOOL untersuchen 473 niederländische Unternehmen für den Zeitraum zwischen 1986 und 1997.⁴²²

Unabhängige Variable in ihrer Untersuchung ist nicht der Verschuldungsgrad des Unternehmens sondern die Liquidität. Die Autoren testen dies in einem Modell, das zwischen kurz- und langfristiger Liquidität unterscheiden kann.⁴²³

Sie konstatieren für das Management der kurzfristigen Liquidität, dass die Unternehmen in Übereinstimmung mit dem Pecking-Order-Modell handeln, während das langfristige Liquiditätsmanagement nicht mit dem Pecking-Order-Modell zu erklären ist.⁴²⁴

3.3.10 Studie von DE HAAN/HINLOOPEN (2002)

DE HAAN und HINLOOPEN untersuchen 153 an der Börse notierte, niederländische

⁴¹⁹ Vgl. Bontempi (2002), S. 11.

⁴²⁰ Vgl. Bontempi (2002), S. 13f. Der Cash-Flow wird dabei von der Autorin in vier Komponenten zerlegt.

⁴²¹ Vgl. Bontempi (2002), S. 21.

⁴²² Vgl. Bruinshoofd/Kool (2002), S. 8.

⁴²³ Vgl. Bruinshoofd/Kool (2002), S. 3.

⁴²⁴ Vgl. Bruinshoofd/Kool (2002), S. 21.

Unternehmen über den Zeitraum zwischen 1984 und 1997.⁴²⁵

Die Autoren testen, welche Hierarchie zwischen den Finanzierungsinstrumenten Innenfinanzierung, Bankkredite, Bonds und Aktienemissionen besteht.⁴²⁶

Die dabei ermittelte Reihenfolge entspricht den Vorhersagen des Pecking-Order-Modells, da die untersuchten Firmen die Innenfinanzierung der Außenfinanzierung vorziehen und innerhalb der Außenfinanzierung Bankkredite vor Aktienemissionen vor Bondemissionen präferieren.⁴²⁷ Die im Vergleich zum Pecking-Order-Modell vertauschte Präferenzrelation zwischen Aktien- und Bondemissionen sehen die Autoren in dem unterentwickelten Bondmarkt in den Niederlanden begründet.⁴²⁸

3.3.11 Studie von SOGORB-MIRA/LOPEZ-GRACIA (2003)

Die Autoren dieser Studie untersuchen 6.482 kleine und mittelständische Unternehmen in Spanien für den Zeitraum 1994 bis 1998.⁴²⁹

Dabei testen sie sowohl das Pecking-Order-Modell als auch das Trade-off-Modell. Als Einflussfaktoren auf den Verschuldungsgrad eines Unternehmens untersuchen SOGORB-MIRA und LOPEZ-GRACIA für das Pecking-Order-Modell den Cash-Flow, das Alter und das Wachstum der Unternehmen.⁴³⁰

Für alle drei Einflussfaktoren können die formulierten Hypothesen bestätigt und damit das Pecking-Order-Modell belegt werden.⁴³¹

⁴²⁵ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 5.

⁴²⁶ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 4.

⁴²⁷ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 20.

⁴²⁸ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 20.

⁴²⁹ Vgl. Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), S. 11. Die Definition kleiner und mittlerer Unternehmen folgt den Kriterien der EU.

⁴³⁰ Vgl. Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), S. 10.

⁴³¹ Vgl. Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), S. 25.

3.3.12 Studie von BENITO (2003)

Im Mittelpunkt der Studie von BENITO steht der Vergleich des Finanzierungsverhaltens von spanischen und britischen Unternehmen vor dem Hintergrund der Unterschiedlichkeit der Finanzmärkte hinsichtlich ihrer Kapitalmarktorientierung.⁴³²

Für Spanien kann der Autor auf Daten von 6.417 Unternehmen im Zeitraum zwischen 1985 und 2000 zurückgreifen, für Großbritannien stehen Daten von 1.784 Unternehmen zwischen 1973 und 2000 zur Verfügung.⁴³³

Trotz der unterschiedlichen Finanzsysteme in Spanien und Großbritannien bestätigen beide Unternehmenssample die Hypothesen des Pecking-Order-Modells in Bezug auf die untersuchten Einflussfaktoren Profitabilität, Cash-Flow und Summe der Investitionen.⁴³⁴

3.3.13 Studie von BROUNEN/DE JONG/KOEDIJK (2004)

Die Studie von BROUNEN, DE JONG und KOEDIJK unterscheidet sich von allen anderen hier genannten Studien dadurch, dass sie nicht auf finanziellen Daten von Unternehmen basiert, sondern ein an die Finanzvorstände von 313 Unternehmen versendeter Fragebogen über das Verhalten der Unternehmen die Datenbasis der Untersuchung darstellt.⁴³⁵

Sie untersuchen Großbritannien, Deutschland, Frankreich und die Niederlande und müssen für alle Ländern die auf Pecking-Order getesteten Hypothesen verwerfen, konstatieren aber, dass der Wunsch nach finanzieller Flexibilität, der auch aus dem Pecking-Order-Modell ableitbar ist, ein wichtiges Entscheidungskriterium ist.⁴³⁶

Die vorangegangene Zusammenfassung dokumentiert, dass eine Vielzahl von Stu-

⁴³² Vgl. Benito (2003), S. 8. Großbritannien wird als kapitalmarktorientiertes, Spanien als bankorientiertes Finanzsystem beschrieben.

⁴³³ Vgl. Benito (2003), S. 11.

⁴³⁴ Vgl. Benito (2003), S. 16 und S. 18.

⁴³⁵ Vgl. Brounen/de Jong/Koedijk (2004), S: 4.

⁴³⁶ Vgl. Brounen/de Jong/Koedijk (2004). S. 18.

dien vorliegt, die sich jeweils empirisch mit der Gültigkeit des Pecking-Order-Modells beschäftigt.

Allerdings findet sich keine empirische Arbeit, die ausschließlich auf Deutschland fokussiert, obwohl von den Rahmendingungen gerade Deutschland für eine Pecking-Order-Untersuchung interessant ist, weil es einerseits über einen ausgeprägten Mittelstand verfügt, andererseits über einen bankdominierten Finanzmarkt, der Fremdkapital verfügbar macht.⁴³⁷

⁴³⁷ Anders als in angelsächsischen Ländern ermöglicht die Struktur des deutschen Finanzmarkts die Aufnahme von langfristigen Investitionskrediten bei Banken.

4 Aufbau der empirischen Untersuchung

Die Untersuchung der relevanten Forschungslandschaft im dritten Kapitel bestätigt grundsätzlich die Eignung des Pecking-Order-Modells zu Erklärung des Finanzierungsverhalten von Unternehmen. Um die für den deutschen Mittelstand bestehende Forschungslücke zu schließen, analysiert die vorliegende Arbeit empirisch große mittelständische Unternehmen. Der Aufbau dieser empirischen Untersuchung soll im Rahmen dieses Kapitels beschrieben werden.

Zentrales Element dabei ist die Ableitung der Forschungshypothesen aus dem im dritten Kapitel vorbereiteten Theoriegebäude, die im ersten Abschnitt erfolgt.

Der zweite Abschnitt beschreibt das technische Vorgehen zur Überprüfung dieser Hypothesen. Dazu wird sowohl der Kontext erläutert, in dem die Datenbasis generiert wurde, als auch das methodische Vorgehen erläutert.

Der dritte Abschnitt beschreibt detailliert, wie sich die Stichprobe zusammensetzt und ermöglicht damit eine Einschätzung der der Arbeit zugrunde liegenden Primärdaten.

4.1 Formulierung der Forschungshypothesen

Aus den theoretischen Erkenntnissen und den bereits vorhandenen empirischen Studien werden in diesem Abschnitt die zu testenden Hypothesen über die Wirkung verschiedener Einflussfaktoren auf den Verschuldungsgrad eines Unternehmens in der Pecking-Order-Welt formuliert.⁴³⁸

Die folgende Abbildung fasst zusammen, welche Einflussfaktoren auf den Verschuldungsgrad in welcher der im vorangegangenen Studie untersucht worden sind.

⁴³⁸ Eine Analyse der Einflussfaktoren auf die Höhe der Dividendenzahlung ist nicht Gegenstand dieser Arbeit.

Übersicht Einflussfaktoren	
Einflussfaktor	Studie
Profitabilität	Baskin (1989), Allen (1993), Rajan/Zingales (1995), Fama/French (2002), Zoppa/McMahon (2002), Autore/Kovacs (2004), de Haan/Hinloopen (2002), Benito (2003)
Wachstum	Baskin (1989), Allen (1993), Rajan/Zingales (1995), Fama/French (2002), Autore/Kovacs (2004), Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003)
Tangibilität der Assets	Rajan/Zingales (1995), Autore/Kovacs (2004)
Größe	Rajan/Zingales (1995), Zoppa/McMahon (2002), Autore/Kovacs (2004), de Haan/Hinloopen (2002), Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003)
Alter	Zoppa/McMahon (2002), Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003)
Cash-Flow	Bontempi (2002), de Haan/Hinloopen (2002), Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), Bontempi (2002), Benito (2003)
Investments	Bontempi (2002), Benito (2003)

Abbildung 18: Übersicht Einflussfaktoren

Auf dieser Grundlage und auf der Grundlage der Darstellung des Pecking-Order-Modells kann nun für jeden Einflussfaktor der in dem Pecking-Order-Modell postulierte Zusammenhang mit dem Verschuldungsgrad in Form einer Hypothese beschrieben werden.⁴³⁹

4.1.1 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Profitabilität

Hypothese 1: Der Verschuldungsgrad von profitablen Unternehmen ist geringer als der Verschuldungsgrad von unprofitablen Unternehmen.

In der Pecking-Order-Welt besteht zwischen der Profitabilität und dem Verschuldungsgrad ein negativer Wirkungszusammenhang. Ein profitables Unternehmen kann die erwirtschafteten Gewinne thesaurieren und bei Bedarf zur Finanzierung von Investitionen verwenden, sodass eine mit Informationsasymmetrien verbundene externe Finanzierung gar nicht notwendig wird. Mit zunehmender Profitabilität kann ein geringerer Verschuldungsgrad erwartet werden.⁴⁴⁰

⁴³⁹ Bei allen Unternehmen handelt es sich im Folgenden um große mittelständische Unternehmen in Deutschland.

⁴⁴⁰ Vgl. Allen (1993), S. 103 und Fama/French (2002), S. 9.

Die Messung der Profitabilität eines Unternehmens kann grundsätzlich entweder über absolute oder relative Erfolgskennzahlen erfolgen. Der Gewinn vor Steuern und Zinsen eignet sich zum Erfolgsvergleich, da sowohl rechtsformabhängige Steuerunterschiede als auch die im Jahresüberschuss enthaltenen Fremdkapitalzinsen mitberücksichtigt werden. Diese in der angelsächsischen Literatur als sog. Earnings before Interest and Taxes (EBIT) bezeichnete Kennzahl kann in Relation zum eingesetzten Eigen- oder Gesamtkapital ebenfalls als relative Erfolgsgröße dienen.

4.1.2 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Wachstum

Hypothese 2: Der Verschuldungsgrad von Unternehmen, die in der Vergangenheit stark gewachsen sind, ist höher als der Verschuldungsgrad von Unternehmen, die weniger stark gewachsen sind.

Das Pecking-Order-Modell vermutet bei stark wachsenden Unternehmen eine Finanzierung durch Fremdkapital, da bei starkem Wachstum die internen Finanzmittel schnell aufgebraucht sein werden. Folglich besteht ein positiver Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und dem Wachstum eines Unternehmens.⁴⁴¹

Das Wachstum eines Unternehmens kann über die Entwicklung von leistungs- und finanzwirtschaftlichen Kennzahlen quantifiziert werden. In der leistungswirtschaftlichen Dimension kann mit Input- und Outputgrößen gemessen werden. Kennzahlen, die den Leistungseinsatz beschreiben, sind Inputgrößen (z. B. Anzahl Mitarbeiter). Outputgrößen sind die finanziell noch nicht bewerteten Ausbringungsmengen des Unternehmens (z. B. Anzahl produzierter Autos). Als finanzwirtschaftliches Standardmaß zur Beurteilung des Unternehmenswachstums gilt die Umsatzentwicklung des Unternehmens, d. h. die Entwicklung der mit den am Markt erzielbaren Preisen bewerteten Ausbringungsmenge der Produkte.

⁴⁴¹ Vgl. Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), S. 25.

4.1.3 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Tangibilität der Assets

Hypothese 3: Der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit tangiblen Vermögensgegenständen ist höher als der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit weniger tangiblen Vermögensgegenständen.⁴⁴²

Aus dem Pecking-Order-Modell folgt ein positiver Zusammenhang zwischen der Asset-Tangibilität und dem Verschuldungsgrad. Da tangible Vermögensgegenstände besser bewertet werden können, reduzieren sich die Informationsasymmetrien mit zunehmender Tangibilität, sodass ein positiver Effekt auf den Verschuldungsgrad vermutet werden kann. Ein weiterer Aspekt, der diesen Zusammenhang stützt, ergibt sich aus der Eignung tangibler Vermögensgegenstände, als Sicherheit im Zuge der erwarteten Kreditgewährung zu dienen.⁴⁴³

Die Tangibilität der Assets kann grundsätzlich über die Vermögensstruktur des Unternehmens abgebildet werden. Der Anteil des um die immatriellen Vermögensgegenstände reduzierten Anlagevermögens am Gesamtvermögen kann als Schätzer für die Tangibilität der Assets verwendet werden.⁴⁴⁴

4.1.4 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Unternehmensgröße

Hypothese 4: Der Verschuldungsgrad von großen Unternehmen ist höher als der Verschuldungsgrad von kleinen Unternehmen.

Zwischen der Unternehmensgröße und dem Verschuldungsgrad besteht in dem Pecking-Order-Modell ein positiver Zusammenhang. Mit zunehmender Größe kann vermutet werden, dass das Unternehmen von Externen immer besser beobachtet

⁴⁴² Die Tangibilität der Vermögensgegenstände bezeichnet die Greif- und Verwertbarkeit von Vermögensgegenständen. Diese sind dann greif- und verwertbar, wenn sie physisch existent, voneinander abgrenzbar und lokalisierbar sind.

⁴⁴³ Vgl. Frank/Goyal (2003), S. 224 und Autore/Kovacs (2004), S. 11.

⁴⁴⁴ Vgl. § 266 HGB. Zu den immateriellen Vermögensgegenständen des Anlagevermögens zählen Konzessionen, Lizenzen und Patente, die eben nicht tangibel sind.

werden kann.⁴⁴⁵ Diese Beobachtung kann durch Rating-Agenturen ebenso erfolgen wie durch Bank-Analysten.⁴⁴⁶ Nimmt man konstante "Fixkosten" für die Analyse eines Unternehmens an, so sinken die relativen Kosten mit zunehmender Unternehmensgröße. Daher soll vermutet werden, dass der Verschuldungsgrad mit zunehmender Größe steigt, da die Informationsasymmetrien analog sinken.⁴⁴⁷

Die Unternehmensgröße kann analog zum Wachstum des Unternehmens sowohl leistungs- als auch finanzwirtschaftlich gemessen werden.⁴⁴⁸ In der Literatur am häufigsten genannt werden Umsatz und Anzahl Mitarbeiter als Messgrößen für die Unternehmensgröße.

4.1.5 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Unternehmensalter

Hypothese 5: Der Verschuldungsgrad von alten Unternehmen ist höher als der von jungen Unternehmen.

SOGORB-MIRA und LOPEZ-GRACIA argumentieren, dass in der Pecking-Order-Welt ältere Unternehmen bereits über den gesamten Zeitraum ihrer Existenz die Möglichkeit hatten, Rücklagen zu bilden. Diese Möglichkeit haben junge Unternehmen nicht, so dass diese eher auf externes Fremdkapital angewiesen sind.⁴⁴⁹ Darüber hinaus haben junge Unternehmen noch keine Reputation und Kredithistorie, so dass das Risiko aus der Sicht der Kapitalgeber höher ist.

Das Alter eines Unternehmens kann über die Anzahl Jahre, die das Unternehmen besteht, gemessen werden. Alternativ kann das Gründungsdatum des Unternehmens als Alterskennzahl dienen.

⁴⁴⁵ Der ebenfalls mit der Unternehmensgröße verbundene Diversifikationseffekt wird separat betrachtet.

⁴⁴⁶ Auch nicht börsennotierte Unternehmen werden mit zunehmender Größe durch die steigende Anzahl von Stakeholdern transparenter.

⁴⁴⁷ DE HAAN/HINLOOPEN weisen darauf hin, dass mit abnehmenden Informationsasymmetrien auch die Begebung von Eigenkapital vereinfacht wird.. Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 9.

⁴⁴⁸ Vgl. Ausführungen in Kapitel 4.1.2.

⁴⁴⁹ Vgl. Sogorb-Mira/Lopez-Gracia (2003), S. 25.

4.1.6 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Cash-Flow

Hypothese 6: Der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit einem hohen Cash-Flow ist geringer als der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit einem geringen Cash-Flow.

DE HAAN und HINLOOPEN nutzen den Cash-Flow eines Unternehmens parallel zur Profitabilität, um die Verfügbarkeit von Innenfinanzierung abzuschätzen. Sie argumentieren analog zur Profitabilität, dass ein Unternehmen mit einem hohen Cash-Flow und damit mit einer guten Verfügbarkeit von Innenfinanzierung weniger auf externe Finanzmittel angewiesen ist als ein Unternehmen, das nicht über ausreichendes Innenfinanzierungspotenzial verfügt.⁴⁵⁰ BENITO sowie SOGORB-MIRA und LOPEZ-GRACIA argumentieren analog.⁴⁵¹

Der Cash-Flow eines Unternehmens hat als selbstständige Erfolgskennzahl einen festen Platz in der Finanzanalyse eingenommen. Da unterschiedliche Definitionen existieren, ist bei einer vergleichenden Analyse sicherzustellen, dass die Daten aller Unternehmen in der gleichen Logik erhoben werden.⁴⁵²

4.1.7 Zusammenhang zwischen Verschuldungsgrad und Höhe der Investitionen

Hypothese 7: Der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit vielen Investitionsmöglichkeiten ist höher als der Verschuldungsgrad von Unternehmen mit weniger Investitionsmöglichkeiten.

BENITO argumentiert, dass bei gegebenem Cash-Flow ein Unternehmen mit einem umfangreichen Investitionsprogramm Fremdkapital zur Finanzierung dieser geplan-

⁴⁵⁰ Vgl. De Haan/Hinloopen (2002), S. 8.

⁴⁵¹ Vgl. Benito (2003), S. 9.

⁴⁵² Diese Anforderung gilt natürlich für alle zu vergleichenden Kennzahlen. Die Einlassung findet hier Erwähnung, da insbesondere bei der Kennzahl Cash-Flow unterschiedlichste Definitionen zu finden sind.

ten Investitionen in Anspruch nehmen muss.⁴⁵³

Die Summe aller Investitionsauszahlungen eines Jahres kann als Kennzahl zur Quantifizierung der Investitionsaktivität eines Unternehmens verwendet werden.

Der Vollständigkeit halber ist zu erwähnen, dass diese Liste mit Einflussfaktoren und zugehörigen Hypothesen nicht vollständig ist. In Zusammenhang mit anderen Modellen zur Erklärung der Kapitalstruktur werden weitere Faktoren auf ihren Einfluss auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens untersucht. Eine Übersicht dazu findet sich bei HARRIS und RAVIV.⁴⁵⁴

4.2 Vorgehen

Der zweite Abschnitt beschreibt wie die zuvor abgeleiteten Hypothesen und die daraus resultierenden Datenanforderungen mit den zur Verfügung stehenden Daten in Einklang gebracht werden.

Im ersten Unterabschnitt wird das Projekt „Unternehmertum Deutschland“ vorgestellt, das als Datenbasis dient, und im zweiten Unterabschnitt werden die Datenanforderungen aus den Hypothesen mit den vorliegenden Daten abgeglichen, um die zu testenden Variablen zu operationalisieren. Der dritte Unterabschnitt beschreibt die im fünften Kapitel verwendete Testmethodik zur Überprüfung der Hypothesen.

4.2.1 Datenbasis „Unternehmertum Deutschland“

Die empirische Untersuchung basiert auf Daten, die im Rahmen des Projekts „Unternehmertum Deutschland“ erhoben worden sind. Daher soll im Folgenden kurz der Hintergrund der Initiative beschrieben werden.

Grundsätzlich lässt sich die vorliegende Arbeit mit der Verwendung externer Daten zur Hypothesenüberprüfung in das Vorgehen der obigen Studien einreihen, die bis

⁴⁵³ Vgl. Benito (2003), S. 9.

⁴⁵⁴ Vgl. Harris/Raviv (1991), S. 327ff.

auf einige Ausnahmen ebenfalls über keine originäre Datenbasis verfügen.

Die daraus resultierenden Probleme sollen konkret bei der Operationalisierung der Variablen im folgenden Unterabschnitt aufgezeigt werden.

4.2.1.1 Hintergrund und Ziele der Initiative

Das Projekt „Unternehmertum Deutschland“ verfolgt zwei Ziele:

- Primärziel der Initiative ist die Identifikation von kritischen Erfolgsfaktoren und Strategiemustern für profitables Wachstum bei mittelständischen Unternehmen. Es sollen in einem ersten Schritt konkrete Handlungsempfehlungen für profitables Wachstum auf Unternehmensebene abgeleitet werden.
- Das Sekundärziel der Initiative ergibt sich aus der Übertragung der Einzel-Unternehmensziele auf eine kumulierte Betrachtungsebene. „Unternehmertum Deutschland“ zielt darauf, Wachstum und Beschäftigung für den Standort Deutschland im Segment der mittelständischen Unternehmen zu erzielen.

Als motivierenden Hintergrund nennt das Projekt die anhaltende Wachstumsstagnation in Deutschland und die dabei immer mehr auch in den Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Diskussion rückende Rolle der mittelständischen Unternehmen.⁴⁵⁵

4.2.1.2 Fokus und inhaltlicher Umfang der Untersuchung

Im Mittelpunkt der Untersuchung des Projekts stehen große mittelständische Unternehmen, die einen Umsatz von mehr als 50 Mio. und weniger als 3 Mrd. Euro erwirtschaften.⁴⁵⁶ Ausgeschlossen von der Betrachtung sind Branchen ohne oder nur mit geringem Wertschöpfungsanteil, sodass der primäre Sektor, d. h. Land- und Forstwirtschaft sowie Fischerei, ebenso unberücksichtigt bleibt wie der Handels- und Finanzdienstleistungsbereich.⁴⁵⁷ Die analysierten Unternehmen lassen sich damit in

⁴⁵⁵ Vgl. McKinsey (2005), S. 13.

⁴⁵⁶ Vgl. McKinsey (2005), S. 17.

⁴⁵⁷ Vgl. McKinsey (2005), S. 17.

acht verschiedene Branchen einteilen. Dies sind: Automobil und Maschinenbau, Chemie, Energie und Metall, Konsumgüter-Industrie, Hightech, Transport und Logistik, Telekom, Medien und Internet, Bau-Industrie sowie Pharma und Gesundheitswesen. Mit diesem Unternehmensfokus unterscheidet sich die Untersuchung von bereits veröffentlichten Mittelstandsstudien, da diese i. d. R. eine andere quantitative Definition von Mittelstand verwenden und kleinere Unternehmen mit einem maximalen Umsatz von 50 Mio. Euro untersuchen.

Inhaltlich erfolgt die Untersuchung der Unternehmen in sechs verschiedenen Themenkomplexen, die jeweils einen Abschnitt in dem an die Unternehmen versendeten Fragebogen bilden.⁴⁵⁸

Der Themenbereich „Strategische Marktausrichtung“ analysiert die derzeitige Strategie des Unternehmens, die erwarteten Herausforderungen sowie die geplanten Anpassungen an diesen Wandel.⁴⁵⁹

Kern des Komplexes „Wertschöpfung“ ist die Frage, welche Teile der Wertschöpfung bereits heute oder in der Zukunft nicht mehr im eigenen Unternehmen erbracht werden und welche Gründe für oder gegen ein Outsourcing von Wertschöpfungsstufen sprechen.⁴⁶⁰

Der dritte Abschnitt ist dem Thema „Internationalisierung“ gewidmet. Kernfrage ist, welche Teile des Unternehmens warum und wann internationalisiert werden sollen. Ein besonderer Schwerpunkt der Untersuchung liegt auf der Analyse der Erfolgsfaktoren verschiedener Internationalisierungsstrategien.⁴⁶¹

Das Thema „Innovation“ steht im Mittelpunkt des vierten Abschnitts. Hier untersucht das Projekt vor allem die Frage, in welchem Umfang Innovation zielführend ist und welche Innovationsformate wann vorteilhaft sind.⁴⁶²

⁴⁵⁸ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion A bis F.

⁴⁵⁹ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion A.

⁴⁶⁰ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion B.

⁴⁶¹ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion C.

⁴⁶² Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion D.

Das Themengebiet „Finanz- und Risikomanagement“ untersucht neben der Professionalität dieser Unternehmensfunktionen konkret die Finanzierungsstruktur, den Einsatz von Finanzinstrumenten, die Beziehung zur Hausbank und unter Risikomanagementaspekten auch die Folgen von Basel II.⁴⁶³

Die Untersuchung endet mit dem Komplex „Führung und Organisation“, in dem die organisatorische Aufstellung und die Führungskultur des Unternehmens betrachtet werden.⁴⁶⁴

Eingerahmt werden diese sechs Themengebiete im Fragebogen von einleitenden und abschließenden Fragen, in denen Basiskennzahlen über das Unternehmen abgefragt werden.

4.2.1.3 Prozess und Zeitplan

Das Projektvorgehen lässt sich in drei Phasen einteilen. Dies sind die Konzeptionsphase, die Durchführung der Breitenbefragung und die Auswertungsphase.

Schwerpunkttätigkeit der fünfmonatigen Konzeptionsphase, die von Januar bis Mai 2004 dauerte, war die Erstellung des Fragebogens, der an die Unternehmen versendet worden ist. Inhaltlich sind zunächst in allen sechs Bereichen Hypothesen formuliert worden, die es empirisch zu überprüfen galt. Prozessual lag der Schwerpunkt der Projektarbeit auf der Sicherstellung einer befriedigenden Rücklaufquote. Dazu wurde der Fragebogen sowohl durch einen Pretest mit 100 zufällig ausgewählten Unternehmen als auch durch zahlreiche interne und externe Experteninterviews weiterentwickelt. Als unterstützende Tätigkeit in dieser Projektphase ist vor allem der Aufbau einer individuellen Unternehmensdatenbank zu nennen.

Mit dem Versand der Fragebögen an die Unternehmen begann Anfang Juni 2004 die zweimonatige Durchführung der Breitenbefragung. Die Absicherung der Rücklaufquote erfolgte über zwei umfangreiche telefonische Nachfassaktionen, die in zwei

⁴⁶³ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion E und McKinsey (2005), S. 88.

⁴⁶⁴ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion F.

Wellen Ende Juni und Anfang Juli durchgeführt worden sind.

In der dritten Projektphase sind die Ergebnisse der Umfrage ausgewertet worden. Das Ergebnis wurde in Form einer Artikelserie und einer Ergebnisbroschüre veröffentlicht.⁴⁶⁵ Parallel zur Auswertung hat das Projektteam etwa 20 Tiefeninterviews geführt, um einzelne Fragestellungen zu vertiefen.

4.2.1.4 Beteiligte Institutionen

McKinsey ist bei der Durchführung des Projekts „Unternehmertum Deutschland“ wissenschaftlich von JÖRG FREILING vom Lehrstuhl für Mittelstand, Existenzgründung und Entrepreneurship (LEMEX) an der Universität Bremen und von THOMAS HUTZSCHENREUTER vom Lehrstuhl für Unternehmensentwicklung und Electronic Media Management an der WHU Koblenz unterstützt worden.⁴⁶⁶ Medienpartner der Initiative war die Zeitschrift „WirtschaftsWoche“, in der die Veröffentlichung der Ergebnisartikelserie erfolgt.⁴⁶⁷

4.2.2 Operationalisierung der Variablen

Da die vorliegende Arbeit auf diesem vorhandenen Datenmaterial aufsetzt, können nicht alle Hypothesen überprüft werden, da nicht alle Einflussfaktoren mit dem vorhandenen Daten operationalisiert werden können.

Die folgende Abbildung zeigt, welche der obigen Hypothesen mit den vorhandenen Daten getestet werden können. Im Anschluss werden die verwendeten Proxys kurz kritisch diskutiert.

⁴⁶⁵ Vgl. McKinsey (2005), S. 1ff.

⁴⁶⁶ Vgl. McKinsey (2005), S. 109. Der Autor der vorliegenden Arbeit war seitens McKinsey mit der Erstellung der finanzwirtschaftlichen Sektion des Fragebogens beauftragt.

⁴⁶⁷ Die zum Themenkomplex Finanzierung veröffentlichten Informationen finden sich im Anhang der Arbeit, um zu belegen, dass diese weder inhaltlich noch konzeptionell mit der vorliegenden Arbeit vergleichbar sind.

OPERATIONALISIERUNG DER VARIABLEN		
Hypothese/Variable	operationalisierbar	Proxy
1/Profitabilität	ja	Gesamtkapitalrentabilität
2/Wachstum	ja	Jährliches Umsatzwachstum zwischen 1998 und 2003
3/Tangibilität der Assets	nein	Kein Proxy
4/Unternehmensgröße	ja	Umsatzhöhe Anzahl Mitarbeiter
5/Unternehmensalter	ja	Gründungsjahr
6/Cash-Flow	ja	Einschätzung der Liquidität
7/Investments	nein	Kein Proxy
Verschuldungsgrad	ja	Eigenkapitalquote

Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 19: Operationalisierung der Variablen

Die Tangibilität der Assets und die Höhe der Investitionen sind mit dem vorhandenen Datenmaterial nicht zu testen, die verbleibenden fünf Hypothesen können überprüft werden.⁴⁶⁸

Die Profitabilität des Unternehmens ist im Fragebogen über die Gesamtkapitalrentabilität abgebildet.⁴⁶⁹ Da diese auf dem Jahresüberschuss vor Steuern basiert, entspricht diese Schätzgröße dem Vorgehen in den Vergleichsstudien.⁴⁷⁰ Dabei wird unterstellt, dass die Fremdkapitalzinsen bei der Berechnung der Gewinngröße wieder zugerechnet worden sind.

Das Wachstum des Unternehmens kann im Fragebogen indirekt über die Umsatzdifferenz zwischen 1998 und 2003 ermittelt werden.⁴⁷¹ ZOPPA und MCMAHON verwenden ebenfalls das jährliche Umsatzwachstum als Proxy.

Sowohl RAJAN und ZINGALES als auch AUTORE und KOVACS verwenden als Proxy für die Assettangibilität den Anteil des bilanziellen Anlagevermögens am Gesamt-

⁴⁶⁸ Auch die unabhängige Variable kann mit dem vorhandenen Datenmaterial operationalisiert werden.

⁴⁶⁹ Vgl. Anhang Fragebogen, Abschließende Fragen 06 und Abschließende Fragen 07.

⁴⁷⁰ Vgl. Benito (2003), S. 34 und Fama/French (2002), S. 32.

⁴⁷¹ Vgl. Anhang Fragebogen, Abschließende Fragen 03.

vermögen.⁴⁷² Diese wurde nicht erfragt, so dass die Tangibilität der Assets nicht geschätzt werden kann.

Die Größe eines Unternehmens kann über den Umsatz oder die Anzahl der Mitarbeiter gemessen werden. Im Fragebogen wird die Unternehmensgröße in beiden Dimensionen erfasst.⁴⁷³ RAJAN und ZINGALES basieren ihre Analyse ebenfalls auf dem Unternehmensumsatz.⁴⁷⁴ DE HAAN und HINLOOPEN verwenden alternativ die Summe der Vermögensgegenstände des Unternehmens.⁴⁷⁵

Das Alter eines Unternehmens kann über das Gründungsjahr des Unternehmens ermittelt werden.⁴⁷⁶ Diese Operationalisierung entspricht der bei ZOPPA und MCMAHON.⁴⁷⁷

Der Cash-Flow eines Unternehmens kann über die Einschätzung der momentanen Liquidität des Unternehmens geschätzt werden.⁴⁷⁸ Kritisch ist bei diesem Vorgehen, dass die Liquidität nicht wie in den Vergleichstudien über quantitative Determinanten berechnet werden kann, sondern dass sie auf der Einschätzung der Ausfüllenden beruht. Ferner kann die Einschätzung der kurzfristigen Liquidität durch Einzelereignisse wie z. B. Desinvestitionen stichpunktbezogen verzerrt sein und daher keinen Rückschluss auf den Cash-Flow des Unternehmens zulassen.

Die Höhe der Investments kann mit dem vorliegenden Fragebogen nicht geschätzt werden. In den Vergleichsstudien werden die Investments als die Veränderung des Anlagevermögens im Zeitablauf quantifiziert.⁴⁷⁹

Für den Verschuldungsgrad kann auf die Abfrage der Eigenkapitalquote zurückgegriffen werden.⁴⁸⁰ Hier ist kritisch anzumerken, dass durch die Abfrage der Eigenka-

⁴⁷² Vgl. Rajan/Zingales (1995), S. 1451 und Autore/Kovacs (2004), S. 11.

⁴⁷³ Vgl. Anhang Fragebogen, Abschließende Fragen 01 und Abschließende Fragen 03.

⁴⁷⁴ Vgl. Rajan/Zingales (1995), S. 1453.

⁴⁷⁵ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 25.

⁴⁷⁶ Vgl. Anhang Fragebogen, Einleitende Fragen 03.

⁴⁷⁷ Vgl. Zoppa/McMahon (2002), S. 9.

⁴⁷⁸ Vgl. Anhang Fragebogen, Finanz- und Risikomanagement E04.

⁴⁷⁹ Vgl. Benito (2003), S. 35.

⁴⁸⁰ Vgl. Anhang Fragebogen, Finanz- und Risikomanagement E18.

pitalquote nicht gesichert ist, dass alle Ausfüllenden ein gleiches Verständnis des Begriffs haben. Insbesondere ist nicht zu unterscheiden, ob die Eigenkapitalquote zu Buch- oder Marktwerten ermittelt worden ist. Grundsätzlich kritisch bemerken DE HAAN und HINLOOPEN, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens zu einem Stichtag immer das Ergebnis vieler Entscheidungen in der Unternehmensgeschichte ist und deshalb zeitbezogene Informationen nicht erfasst sind.⁴⁸¹ Davon unberührt basieren alle genannten Studien auf der Eigenkapitalquote als Indikator für den Verschuldungsgrad.⁴⁸²

4.2.3 Methodik

4.2.3.1 Ausgangslage

Die Formulierung der Hypothesen in Kapitel 4.1 determiniert das Verfahren zur Überprüfung dieser Hypothesen.⁴⁸³

Bei oben formulierten Hypothesen handelt es sich um gerichtete, unspezifische Unterschiedshypothesen.

Unterschiedshypothesen machen eine Aussage über die verschiedene Ausprägung eines Merkmals in mindestens zwei verschiedenen Gruppen. Konkret machen alle sieben Hypothesen eine Aussage über das Merkmal "Verschuldungsgrad" für jeweils zwei verschiedene Gruppen von Unternehmen.

Die Hypothesen sind gerichtet, weil sie eine Aussage machen, in welcher der beiden Gruppen der Verschuldungsgrad größer oder kleiner ist. Ungerichtete Hypothesen würden lediglich einen Unterschied postulieren.

⁴⁸¹ Vgl. de Haan/Hinloopen (2002), S. 3.

⁴⁸² Diese Operationalisierung des Verschuldungsgrades durch die Eigenkapitalquote führt bei der Formulierung der statistischen Hypothesen zu einer Umkehr der Richtung der Hypothese.

⁴⁸³ Vgl. Bortz (2005), S. 108.

Unspezifisch sind diese Hypothesen, weil die Richtung, aber nicht der Umfang des Unterschieds, postuliert wird.

Als Verfahren zur Überprüfung von Hypothesen dieser Art werden von der Literatur Mittelwertvergleiche als Standardansatz vorgeschlagen, die daher im Folgenden kurz erläutert werden sollen.⁴⁸⁴

4.2.3.2 Vorgehen zur Überprüfung der Forschungshypothesen

Die Überprüfung der Hypothesen erfolgt in drei Schritten.

Zunächst werden die Forschungshypothesen aus Kapitel 4.1 in statistische Hypothesen überführt. Hierzu werden den zu testenden Hypothesen widersprechende Nullhypothesen formuliert. Im vorliegenden Fall negieren die Nullhypothesen folglich einen Unterschied der Eigenkapitalquote in den jeweiligen Unternehmensklassen.

Im zweiten Schritt werden diese Nullhypothesen mit einem Mittelwertvergleich überprüft. Dabei wird für jede der beiden definierten Unternehmensklassen untersucht, ob sich die Mittelwerte der Eigenkapitalquoten in den Klassen voneinander unterscheiden.⁴⁸⁵

Die Ergebnisse dieses Vergleichs geben einen ersten Hinweis über die empirische Haltbarkeit der Hypothesen, aber ohne Signifikanztest ist keine Aussage möglich, ob die Ergebnisse der Stichprobe auch auf die Grundgesamtheit zu übertragen sind, oder einfach aus Verzerrungen der Stichprobe resultieren.

Da es sich bei der zu testenden Eigenkapitalquote um eine intervallskalierte stetige Variable handelt, ist als Signifikanztest der sog. t-Test anzuwenden.⁴⁸⁶ Mit Hilfe dieses mathematischen Tests wird eine sog. Irrtumswahrscheinlichkeit errechnet, die angibt, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, dass bei Annahme der Nullhypothese das

⁴⁸⁴ Vgl. Bortz (2005), S. 135ff.

⁴⁸⁵ Zu Mittelwertdefinition siehe Bosch (1996), S. 20.

⁴⁸⁶ Vgl. Sachs (2004), S. 205 und Bortz (2005), S. 135.

vorliegende Ergebnis auftritt.⁴⁸⁷ Ist die Irrtumswahrscheinlichkeit kleiner als 5 %, so kann das gefundene Ergebnis praktisch nicht mit der Nullhypothese in Einklang gebracht werden, diese ist zu verwerfen.⁴⁸⁸

4.2.3.3 Kritische Punkte

Im Unterschied zu den in Kapitel 3.3 genannten Studien sind die Hypothesen in dieser Arbeit als Unterschiedshypothesen formuliert und werden univariat getestet. Die anderen Studien formulieren jeweils Zusammenhangshypothesen, die mit einer multivariaten Regressionsanalyse untersucht werden.

Voraussetzung hierfür ist allerdings die Operationalisierbarkeit aller Einflussfaktoren, die aufgrund der Datenbasis dieser Arbeit nicht gegeben ist. Der Ausweg über die Formulierung eines eigenen Modells, das nur die vorhandenen Daten benötigt, stellte eine nichtzulässige retrograde Hypothesenbildung dar und ist deshalb zu Gunsten eines statistisch weniger anspruchsvollen, aber aussagekräftigen Mittelwertvergleichs zu verwerfen.⁴⁸⁹

4.3 Detaillierung der Stichprobe

Die Auswertungen in dieser Arbeit basieren auf einem Rücklauf von 601 Fragebögen. Dies entspricht einer Rücklaufquote von etwa 11 % bezogen auf 5.430 verschickte Fragebögen.

Mit diesem Rücklauf von über 600 Fragebögen ist „Unternehmertum Deutschland“ damit die umfangreichste Analyse, die je in diesem Segment durchgeführt worden ist.⁴⁹⁰

⁴⁸⁷ Eine mathematische Ableitung des t-Tests findest sich bei Sachs (2004), S. 342ff. Auf die Darstellung wird verzichtet, weil im Rahmen der Arbeit dieser Test nicht manuell, sondern durch SPSS erfolgt.

⁴⁸⁸ Vgl. zu den möglichen Fehlern bei diesem Vorgehen Bortz (2005), S. 110.

⁴⁸⁹ Vgl. auch Anmerkungen zu weiterem Forschungsbedarf.

⁴⁹⁰ Vgl. McKinsey (2005), S. 16.

Diese Stichprobe soll zunächst entlang der Dimensionen Unternehmensgröße, Gesamtkapitalrendite, Wachstum, Branchenzugehörigkeit, Rechtsform und Unternehmensalter detailliert werden. Die Klassenbildung innerhalb dieser sechs Vergleichsdimensionen orientiert sich dabei an den Abgrenzungen der Initiative „Unternehmertum Deutschland“, um die Ergebnisse mit der Studie vergleichbar zu machen.

Um dem Leser ein besseres qualitatives Verständnis von dem Charakter der Stichprobe zu ermöglichen, sind neben den Daten der Stichprobe, die auf dem Fragebogen basieren, auch die Daten der Grundgesamtheit dargestellt, sofern diese durch den Hoppenstedt-Informationssdienst öffentlich zugänglich sind.⁴⁹¹ Größere Abweichungen der Stichprobe von der Grundgesamtheit können damit identifiziert und diskutiert werden.

4.3.1 Häufigkeiten nach Unternehmensgröße

Die Größe der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen kann in den Dimensionen Umsatz und Anzahl Mitarbeiter beschrieben werden.

Die folgende Abbildung zeigt die Häufigkeitsverteilung der Unternehmen nach dem im Jahr 2003 erzielten Umsatz in Mio. Euro.

⁴⁹¹ Unter Grundgesamtheit werden alle in Deutschland in das betrachtete Segment fallenden Unternehmen bezeichnet. Diese Unternehmen sind einer von der Firma Hoppenstedt exklusiv erstellten Datenbank entnommen worden und stellen eine Outside-in-Perspektive dar. Gibt ein antwortendes Unternehmen ein Merkmal nicht an, wird es nicht aus dieser Datenbank aufgefüllt, um eine saubere Datentrennung sicherzustellen. Nicht öffentlich verfügbar sind Informationen zur Gesamtkapitalrendite und zum Wachstum des betrachteten Unternehmens. In diesen Fällen kann kein Strukturvergleich zwischen Stichprobe und Grundgesamtheit erfolgen.

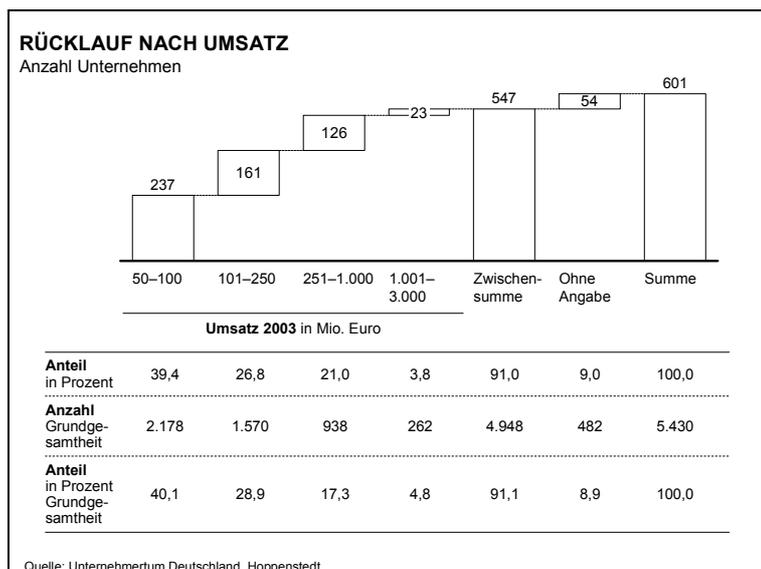


Abbildung 20: Rücklauf nach Umsatz

237 Unternehmen erwirtschafteten einen Umsatz zwischen 50 und 100 Mio. Euro. Bei 161 Unternehmen lag der Umsatz zwischen 100 und 250 Mio. Euro. Der Umsatz von 126 antwortenden Unternehmen betrug im Jahr 2003 mehr als 250 Mio. Euro, aber weniger als 1 Mrd. Euro. 23 Unternehmen sind der Umsatzklasse zwischen 1 Mrd. und 3 Mrd. Euro zuzurechnen. 54 Unternehmen machten keine Angabe.

Der Strukturvergleich von Stichprobe und Grundgesamtheit zeigt insgesamt keine größeren Abweichungen, lediglich sind die Unternehmen der Umsatzklasse 251 bis 1.000 Mio. Euro. in der Stichprobe mit 21,0 % repräsentiert, während ihr Anteil in der Grundgesamtheit nur 17,3 % beträgt.

Die Häufigkeitsverteilung nach Anzahl der Mitarbeiter ist in der folgenden Abbildung visualisiert.

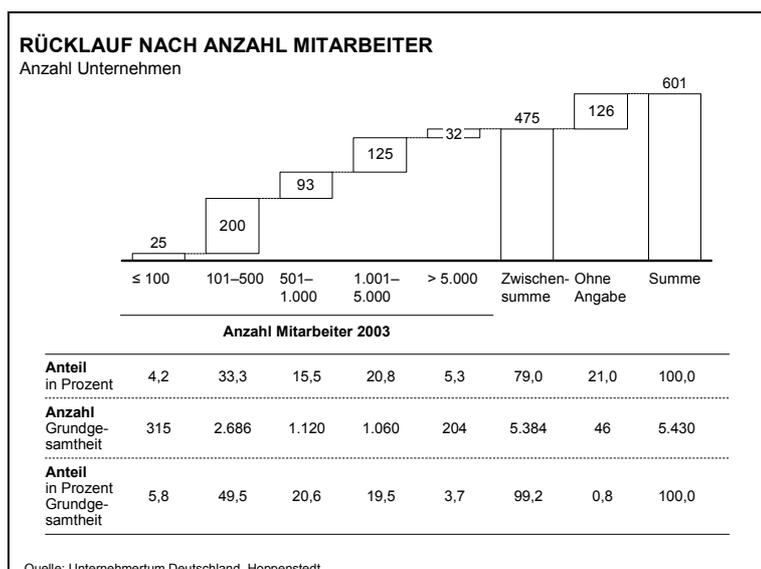


Abbildung 21: Rücklauf nach Anzahl Mitarbeiter

25 Unternehmen beschäftigen weniger als 100 Mitarbeiter. In 200 Unternehmen arbeiten mehr als 100, aber weniger als 500 Mitarbeiter. 93 Unternehmen sind Arbeitgeber für mehr als 500 Mitarbeiter, aber für weniger als 1.000 Mitarbeiter. Mehr als 1.000 und bis zu 5.000 Beschäftigte haben 125 Unternehmen. 32 Unternehmen der Stichprobe beschäftigen mehr als 5.000 Mitarbeiter. 126 Unternehmen machten keine Angabe.

Der Strukturvergleich nach der Anzahl der Mitarbeiter zeigt größere Abweichungen in zwei Mitarbeiterklassen. In der Klasse der Unternehmen mit mehr als 100, aber weniger als 500 Mitarbeitern beträgt der Anteil in der Stichprobe 33,3 %, im Gesamtsample aber 49,5 %. Ebenso sind die Unternehmen mit zwischen 501 und 1.000 Beschäftigten in der Stichprobe unterrepräsentiert, da ihr Anteil 15,5 % verglichen mit 20,6 % im Gesamtsample entspricht. Diese Abweichungen könnten darin begründet sein, dass viele Unternehmen in diesen Klassen, die den Fragebogen beantwortet haben, keine Aussage über die Anzahl der Beschäftigten gemacht haben. Der Anteil der Unternehmen ohne Angabe der Beschäftigtenzahl liegt im Rücklauf bei 21,0 % verglichen mit 0,8 % im Gesamtsample.

4.3.2 Häufigkeiten nach Gesamtkapitalrendite

Sortiert man die Unternehmen der Stichprobe nach der im Jahr 2003 von ihnen er-

wirtschafteten Gesamtkapitalrendite, so ergibt sich die in der folgenden Abbildung dargestellte Verteilung.

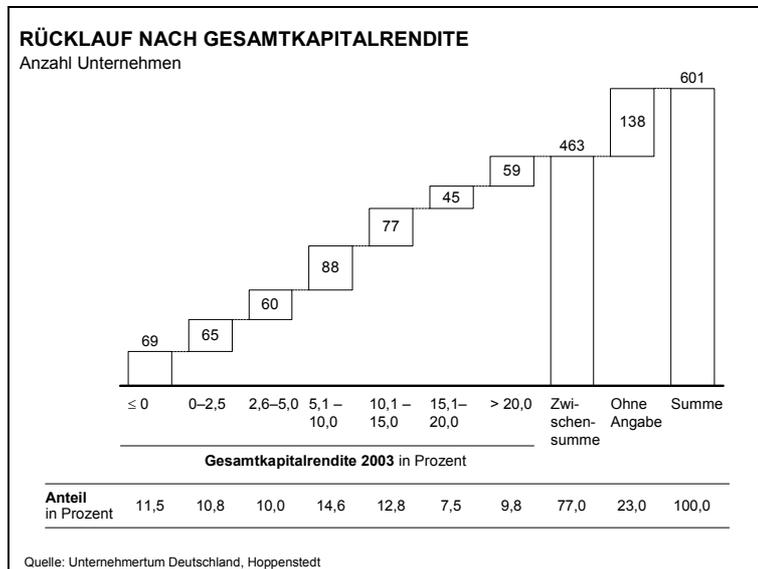


Abbildung 22: Rücklauf nach Gesamtkapitalrendite

69 Unternehmen sind nicht profitabel und erwirtschaften eine negative Gesamtkapitalrendite. Der Gesamtkapitaleinsatz rentiert sich bei 65 Unternehmen mit 0 bis 2,5 %, weitere 60 Unternehmen erwirtschaften zwischen 2,5 und 5,0 % als Einsatz auf ihr Gesamtkapital. Bei 88 Unternehmen beträgt diese Rendite mehr als 5,0 %, aber weniger als 10,0 %. In der Renditeklasse von 10,0 bis 15,0 % liegen 77 Unternehmen, weitere 45 in der von 15,0 bis 20,0 %. Die verbleibenden 59 Unternehmen erzielen eine Rendite auf das eingesetzte Kapital von mehr als 20,0 %. 138 Unternehmen machten keine Angabe.

Bei der Gesamtkapitalrendite ist kein Vergleich zwischen Stichprobe und Grundgesamtheit möglich, da outside-in keine vergleichbaren Rentabilitätsinformationen verfügbar sind.

4.3.3 Häufigkeiten nach Unternehmenswachstum

Nach der Stärke des jährlichen Umsatzwachstums zwischen 1998 und 2003 ergibt sich für die 471 verfügbaren Unternehmen die folgende Verteilung.

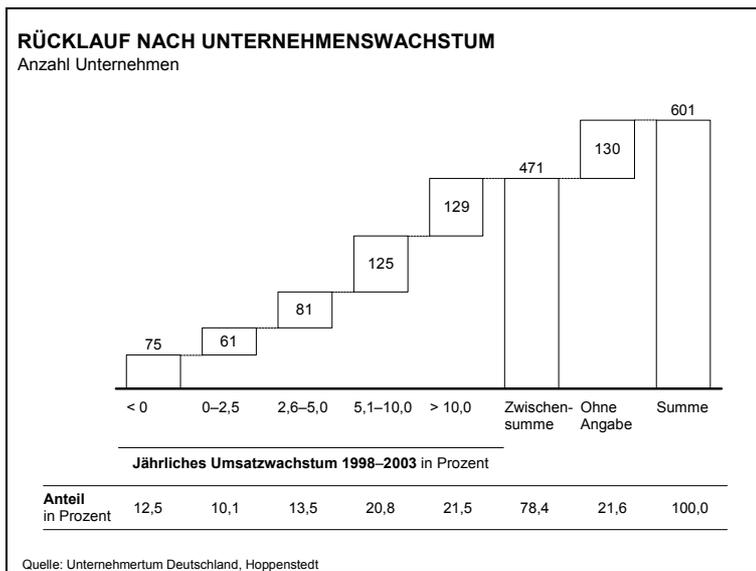


Abbildung 23: Rücklauf nach Unternehmenswachstum

75 Unternehmen erwirtschafteten 2003 weniger Umsatz als 1998. 61 Unternehmen sind jährlich um zwischen 0,0 % und 2,5 % gewachsen. Mit einer Wachstumsrate zwischen 2,5 % und 5,0 % wuchsen zwischen 1998 und 2003 81 Unternehmen der Stichprobe. 125 Unternehmen sind um mehr als 5,0 % und weniger als 10,0 % jährlich gewachsen, bei 129 Unternehmen lag die annualisierte Wachstumsrate über 10,0 %. 130 Unternehmen machten keine Angabe.

Wie auch bei der Gesamtkapitalrendite ist der Faktor Wachstum nicht der Struktur nach zwischen Stichprobe und Grundgesamtheit zu unterscheiden, da keine öffentlich zugänglichen Informationen über das Unternehmenswachstum verfügbar sind.

4.3.4 Häufigkeiten nach Branchenzugehörigkeit

Die Stichprobe lässt sich wie folgt in acht Branchen einteilen.

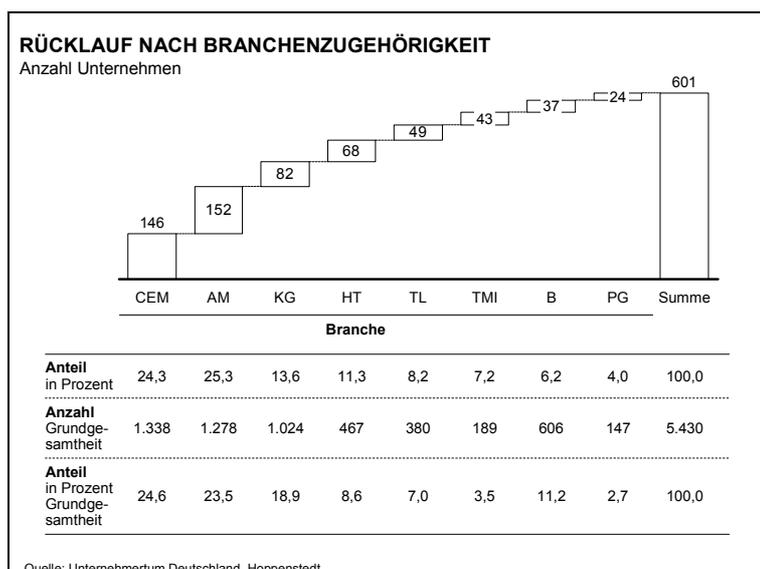


Abbildung 24: Rücklauf nach Branchenzugehörigkeit

146 Unternehmen zählen in den Bereich Chemie, Energie und Metall, der in der Abbildung als CEM bezeichnet ist. 152 Unternehmen vertreten den Bereich Automobil und Maschinenbau (AM), die Konsumgüter-Industrie (KG) ist mit 82 Unternehmen vertreten. Weitere 68 Unternehmen repräsentieren den Bereich Hightech (HT), aus dem Bereich Transport und Logistik (TL) kommen 49 Unternehmen. Insgesamt 43 Unternehmen sind der Telekom-, Medien- und Internet-Branche (TMI) zuzuordnen, 37 Unternehmen der Bau-Industrie (B). 24 Unternehmen aus dem Bereich Pharma und Gesundheitswesen (PG) vervollständigen die Stichprobe.⁴⁹²

Der Strukturvergleich nach Branchen zeigt, dass in der Stichprobe die Branchen Telekommunikation, Medien und Internet sowie der Bereich Hightech stärker vertreten sind als es ihrem Anteil an der Grundgesamtheit entspricht. Umgekehrt verhält es sich bei den Branchen Konsumgüter und der Bau, die beide in der Grundgesamtheit der Unternehmen stärker als im Rücklauf vertreten sind.

⁴⁹² Vgl. McKinsey (2005), S. 17.

4.3.5 Häufigkeiten nach Rechtsform

Nach der Rechtsform, in der die Unternehmen im Jahr 2003 geführt wurden, lässt sich die Stichprobe wie folgt detaillieren.

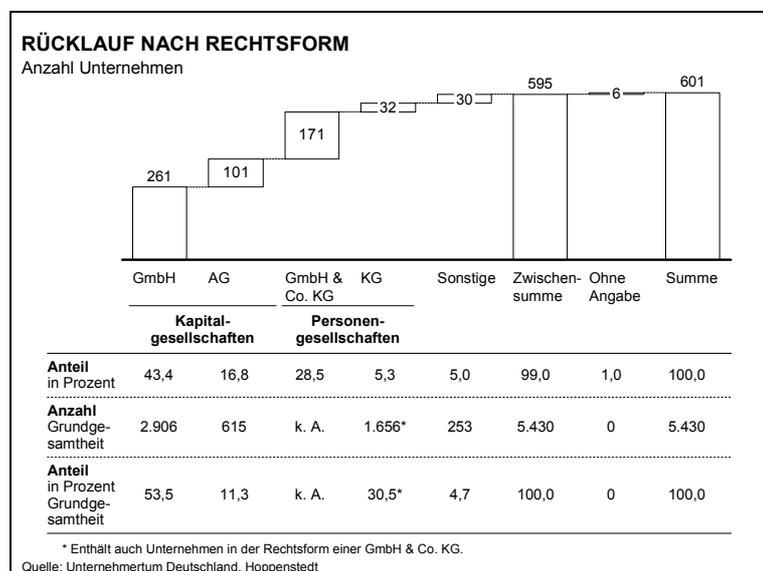


Abbildung 25: Rücklauf nach Rechtsform

362 Unternehmen werden in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft geführt, 101 davon als Aktiengesellschaft und 261 Unternehmen als GmbH. 203 Unternehmen sind als Personengesellschaft organisiert, 32 davon als KG und 171 in der Mischform der GmbH & Co. KG. 36 Gesellschaften werden in anderen Rechtsformen geführt.⁴⁹³ Sechs Unternehmen machten keine Angabe.

Beim Vergleich von Stichprobe und Grundgesamtheit wird deutlich, dass sich sowohl bei den Kapital- als auch bei den Personengesellschaften die Anteile entsprechen. Lediglich bei den Kapitalgesellschaften sind in der Stichprobe die Aktiengesellschaften stärker vertreten, als es ihrem Anteil an der Grundgesamtheit entspricht. Dem gegenüber steht ein geringerer Anteil von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, der im Rücklauf unter dem Anteil am Gesamtsample liegt.

⁴⁹³ Dazu zählen Einzelunternehmen, GbR, eG, OHG und KGaA.

4.3.6 Häufigkeiten nach Unternehmensalter

Nach dem Jahr der Gründung des Unternehmens gruppiert ergibt sich für die Stichprobe das folgende Ergebnis.

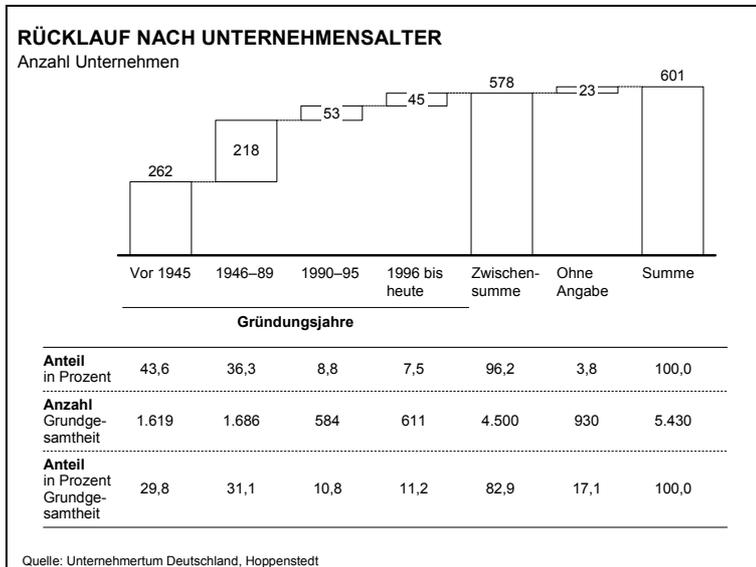


Abbildung 26: Rücklauf nach Unternehmensalter

262 Unternehmen wurden vor dem Ende des zweiten Weltkriegs gegründet, 218 Unternehmen in der Zeit zwischen 1945 und 1989. 53 Unternehmen sind zwischen 1989 und 1995 gegründet worden. Die Anzahl der ab 1996 gegründeten Unternehmen beträgt in der Stichprobe 45. 23 Unternehmen machten keine Angabe.

Verglichen nach dem Unternehmensalter wird deutlich, dass alte Unternehmen, die vor 1945 gegründet worden sind, den Fragebogen häufiger beantwortet haben als es ihrem Anteil entspricht. Demgegenüber fallen die jungen Unternehmen, insbesondere die nach 1995 gegründeten, in der Stichprobe hinter ihren Anteil an der Grundgesamtheit zurück.

5 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Das fünfte Kapitel der Arbeit präsentiert die Überprüfung der im vierten Kapitel der Arbeit formulierten Hypothesen.

Bevor die Ergebnisse der Hypothesentests im zweiten Abschnitt des Kapitels ausführlich dargestellt werden, soll im ersten Abschnitt die Höhe der Eigenkapitalquote in den Dimensionen detailliert werden, in denen auch im vierten Kapitel der Rücklauf beschrieben wurde. Diese Analyse wird aus zwei Gründen ergänzt. Zum einen darf nicht versäumt werden, eine umfangreiche Datenbasis wie die vorliegende mit den Studien zu vergleichen, die sich mit der Höhe der Eigenkapitalausstattung auseinandersetzen. Zum anderen soll geprüft werden, ob die Vermutung gilt, dass insbesondere branchenspezifische Unterschiede bei der Eigenkapitalausstattung vorliegen, die eine Erweiterung der Analysen im zweiten Abschnitt sinnvoll machen.

5.1 Auswertung der Eigenkapitalquoten

Der erste Abschnitt ist der Frage gewidmet, wie hoch die Eigenkapitalquote bei den Unternehmen der Stichprobe ist. Diese Analyse soll in den Dimensionen, in denen auch die Stichprobe detailliert wurde, transparent machen, über welche Eigenkapitalausstattung die antwortenden Unternehmen verfügen.

5.1.1 Eigenkapitalquote der Gesamtstichprobe

Insgesamt 471 Unternehmen haben eine Angabe zu ihrer Eigenkapitalausstattung gemacht. Bei einer Standardabweichung von 20,1 % beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung in der Gesamtstichprobe 36,1 %.

116 Unternehmen verfügen über eine Eigenkapitalquote von weniger als 20 %. 211 Unternehmen haben eine Eigenkapitalquote zwischen 21 % und 40 %. Bei

94 Unternehmen beträgt die Ausstattung mit Eigenkapital zwischen 40 % und 60 %. 37 Unternehmen der Stichprobe verfügen über 61 % bis 80 % Eigenkapital und 13 Unternehmen haben eine Eigenkapitalquote von mehr als 80 %. Die folgende Abbildung visualisiert diese Häufigkeitsverteilung.⁴⁹⁴

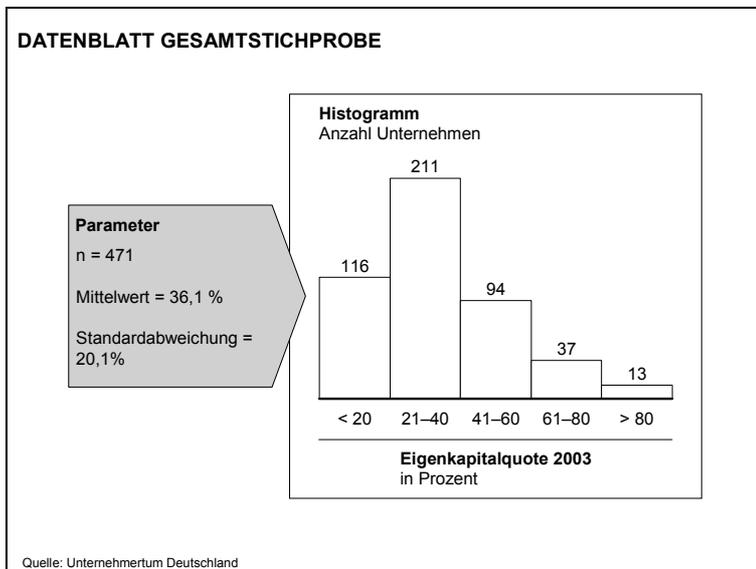


Abbildung 27: Datenblatt Gesamtstichprobe

5.1.2 Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße

Die Unternehmensgröße wird in der Arbeit in den zwei Dimensionen Umsatzgröße und Größe nach Anzahl der Mitarbeiter abgebildet.

Nach der Umsatzgröße lassen sich vier Unternehmensklassen unterscheiden, die in der folgenden Abbildung dargestellt sind.

⁴⁹⁴ Im Folgenden kann auf eine Beschreibung der Klassenhäufigkeiten im Text verzichtet werden, da die Datenblätter die jeweiligen Verteilungen visualisieren.

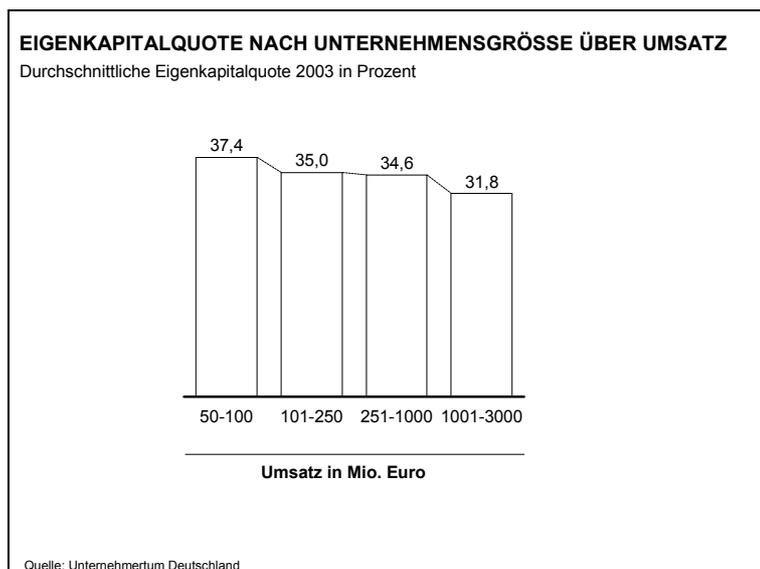


Abbildung 28: Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße über Umsatz

In der 188 Unternehmen umfassenden Klasse der Unternehmen mit 50 bis 100 Mio. Euro Jahresumsatz beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 37,4 % bei einer Standardabweichung von 22,0 %.

Bei den 134 Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro und weniger als 250 Mio. Euro beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 35,0 % bei einer Standardabweichung von 18,4 %.

Die Klasse der Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 251 und 1.000 Mio. Euro im Jahr 2003 umfasst 100 Unternehmen und lässt sich durch eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 34,6 % bei einer Standardabweichung von 19,1 % beschreiben.

Die vierte Klasse umfasst 18 Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 1.000 und 3.000 Mio. Euro. Hier beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 31,8 % und die Standardabweichung 15,2 %.

Der zweite Einflussfaktor, über den die Größe eines Unternehmens beschrieben werden kann, ist die Anzahl der Mitarbeiter. Nach dieser Größe können fünf Unternehmensklassen unterschieden werden.

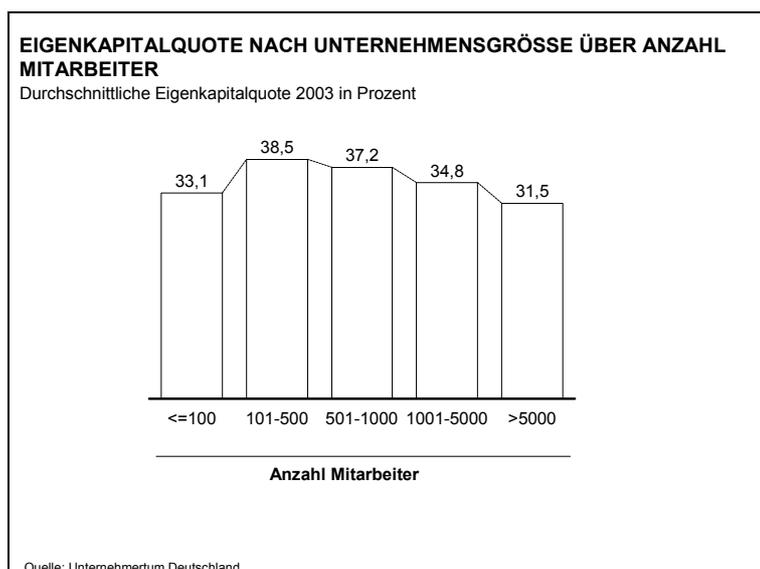


Abbildung 29: Eigenkapitalquote nach Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter

Die erste Unternehmensklasse beschäftigt weniger als 100 Mitarbeiter. Die 22 Unternehmen dieser Klasse verfügen über eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 33,1 % bei einer Standardabweichung von 26,8 %.

Die zweite Klasse von Unternehmen beschäftigt mehr als 100, aber maximal 500 Mitarbeiter. Hier finden sich 165 Unternehmen mit einer durchschnittlichen Eigenkapitalausstattung von 38,5 % bei einer Standardabweichung von 21,3 %.

In der Klasse der Unternehmen mit mehr als 500 und maximal 1.000 Beschäftigten verfügen die 72 Unternehmen über eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 37,2 % bei einer Standardabweichung von 19,8 %.

Die 100 Unternehmen, die mehr als 1.000 Mitarbeiter, aber höchstens 5.000 Mitarbeiter beschäftigen, weisen bei der Eigenkapitalquote einen arithmetischen Mittelwert von 34,8 % auf bei einer Standardabweichung von 17,1 %.

26 Unternehmen der Stichprobe beschäftigen mehr als 5.000 Mitarbeiter. In dieser Klasse beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 31,5 % bei einer Standardabweichung von 15,1 %.

5.1.3 Eigenkapitalquote nach Gesamtkapitalrendite

Nach der Höhe der Gesamtkapitalrendite lassen sich die Unternehmen in sieben

Renditeklassen einteilen. Die Ergebnisse dieser Analyse sind in der folgenden Übersicht zusammengefasst.

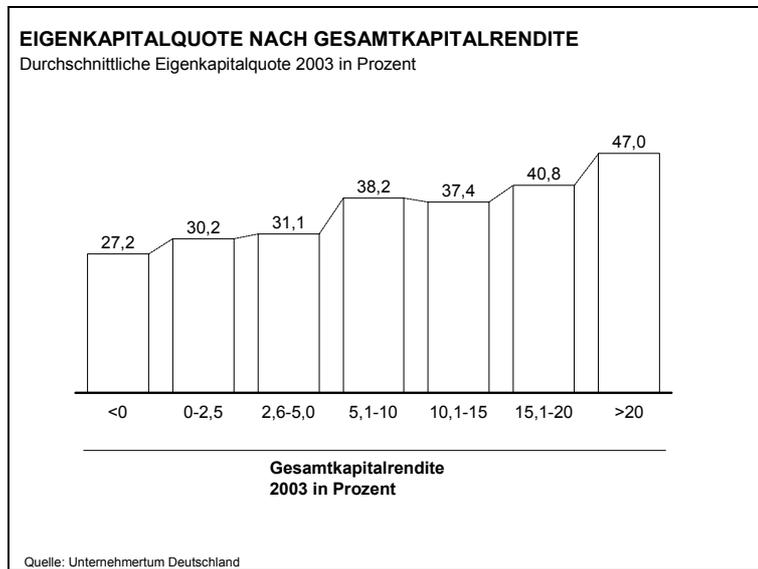


Abbildung 30: Eigenkapitalquote nach Gesamtkapitalrendite

In der Klasse der Unternehmen mit negativer Gesamtkapitalrendite im Jahr 2003 befinden sich 55 Unternehmen, die über eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 27,2 % verfügen. Hier beträgt die Standardabweichung 18,4 %.

Bei den ebenfalls 55 Unternehmen mit einer erwirtschafteten Rendite zwischen 0 % und 2,5 % beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung 30,2 % und die Standardabweichung 16,7 %.

51 Unternehmen, die im Jahr 2003 eine Verzinsung zwischen 2,6 % und 5,0 % auf das eingesetzte Gesamtkapital erzielten, haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 31,1 % bei einer Standardabweichung von 13,2 %.

Bei den 82 Unternehmen mit einer Gesamtkapitalrendite zwischen 5,1 % und 10,0 % beträgt das arithmetische Mittel der Eigenkapitalquote 38,2 % bei einer Standardabweichung von 20,9 %.

Die 71 Unternehmen umfassende Klasse der Unternehmen mit einer Gesamtkapitalrendite von 10,1 % bis 15,0 % verfügt über eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 37,4 % bei einer Standardabweichung von 20,1 %.

Die Renditeklasse von 15,1 % bis 20,0 % verfügt über 43 Unternehmen mit einer durchschnittlichen Eigenkapitalausstattung von 40,8 % bei einer Standardabweichung von 19,1 %.

Die Klasse der Unternehmen mit einer Gesamtkapitalrendite von mehr als 20,0 % umfasst 52 Unternehmen. Diese verfügen über eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 47,0 % bei einer Standardabweichung von 24,0 %.

5.1.4 Eigenkapitalquote nach Unternehmenswachstum

Nach Wachstumsintensität lassen sich fünf verschiedene Klassen einteilen. Als Messvariable für Wachstum verwendet diese Arbeit das gewogene jährliche Umsatzwachstum im Zeitraum zwischen 1998 und 2003.

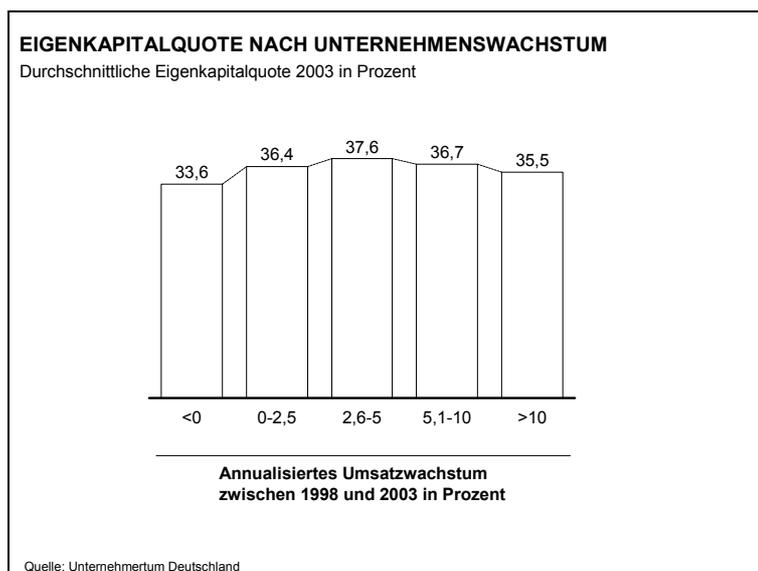


Abbildung 31: Eigenkapitalquote nach Unternehmenswachstum

In der Klasse der Unternehmen mit negativem Umsatzwachstum beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 33,6 % bei einer Standardabweichung von 18,8 %.

Die 52 Unternehmen, die jährlich um zwischen 0,0 % und 2,5 % gewachsen sind, haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 36,4 % bei einer Standardabweichung von 18,1 %.

In der Klasse der Unternehmen mit einem Wachstum von mehr als 2,5 % und maximal 5,0 % beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung bei den

70 Unternehmen 37,6 % bei einer Standardabweichung von 23,4 %.

Unternehmen, die um mehr als 5,0 % und maximal 10,0 % gewachsen sind, verfügen über einen arithmetischen Mittelwert der Eigenkapitalquote von 36,7 % bei einer Standardabweichung von 17,7 %.

Bei den 110 Unternehmen der Stichprobe, die jährlich um mehr als 10,0 % gewachsen sind, beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung 35,5 % bei einer Standardabweichung von 19,8 %.

5.1.5 Eigenkapitalquote nach Branchenzugehörigkeit

Die Unternehmen der Stichprobe lassen sich in acht verschiedene Branchen aufteilen.

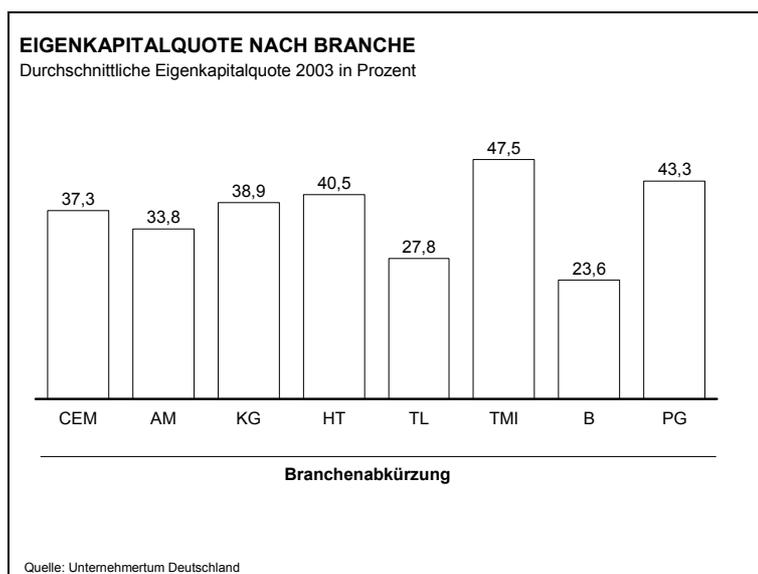


Abbildung 32: Eigenkapitalquote nach Branche

Die 120 der Branche Chemie, Energie und Metall zugeordneten Unternehmen haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 37,3 % bei einer Standardabweichung von 18,6 %.

In der Branche Automobile und Maschinenbau beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote der 124 Unternehmen 33,8 % bei einer Standardabweichung von 20,6 %.

Die 70 Unternehmen der Konsumgüterindustrie haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 38,9 % bei einer Standardabweichung von 18,5 %.

Zur Branche Hightech zählen 50 Unternehmen. Diese weisen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 40,5 % bei einer Standardabweichung von 18,8 % aus.

Die 31 Unternehmen der Transport- und Logistik-Branche haben eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 27,8 % bei einer Standardabweichung von 16,7 %.

26 Unternehmen sind dem Bereich Telekommunikation, Medien und Internet zuzuordnen. Diese Unternehmen verfügen über eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 47,5 % bei einer Standardabweichung von 28,8 %.

Die 34 Unternehmen der Baubranche weisen eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 23,6 % aus bei einer Standardabweichung von 14,3 %.

In der achten Branchenklasse Pharma und Gesundheit befinden sich 16 Unternehmen. Die Eigenkapitalquote dieser Unternehmen beträgt im Durchschnitt 43,3 % bei einer Standardabweichung von 20,0%.

Diese Analyse zeigt deutlich, dass bei den betrachteten Unternehmen branchenspezifische Unterschiede in der Eigenkapitalausstattung vorhanden sind. Um eine mögliche Verzerrung der Analyseergebnisse durch diesen Faktor auszuschließen, muss die induktive Auswertung mit einem Branchenfilter detailliert werden.

5.1.6 Eigenkapitalquote nach Rechtsform

Nach der Rechtsform werden im Rahmen dieser Arbeit fünf verschiedene Unternehmensklassen analysiert.

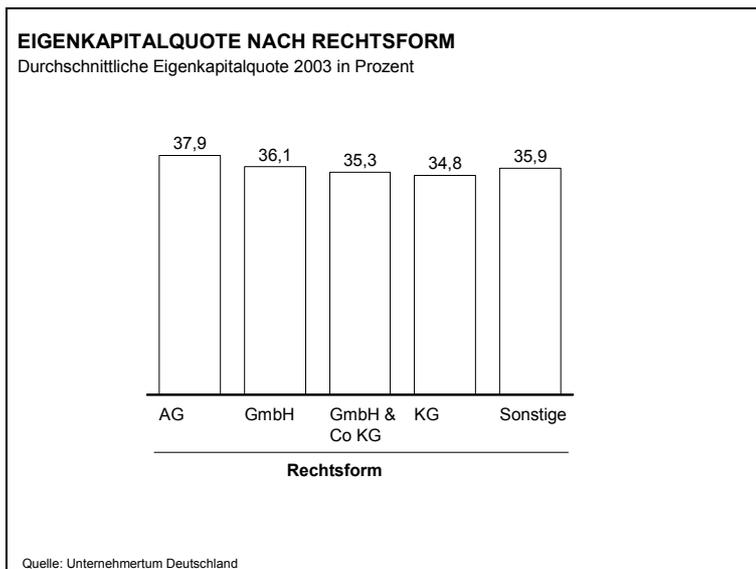


Abbildung 33: Eigenkapitalquote nach Rechtsform

Die 86 als Aktiengesellschaft geführten Unternehmen haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 37,9 % bei einer Standardabweichung von 18,1 %.

Die 197 in der Rechtsform einer GmbH geführten Unternehmen weisen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 36,1 % bei einer Standardabweichung von 21,3 % aus.

Die 138 Unternehmen in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG haben im Mittel eine Eigenkapitalquote von 35,3 % bei einer Standardabweichung von 20,5 %.

24 Unternehmen sind als KG organisiert. Diese Unternehmen haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 34,8 % bei einer Standardabweichung von 14,4 %.

In anderen Rechtsformen werden 25 Unternehmen geführt. Diese weisen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 35,9 % bei einer Standardabweichung von 20,7 % aus.⁴⁹⁵

⁴⁹⁵ Zu diesen Rechtsformen gehören Einzelunternehmen, GbR, eG, OHG, und KGaA.

5.1.7 Eigenkapitalquote nach Unternehmensalter

Nach dem Gründungsjahr des Unternehmens werden in dieser Arbeit vier verschiedene Altersklassen unterschieden.

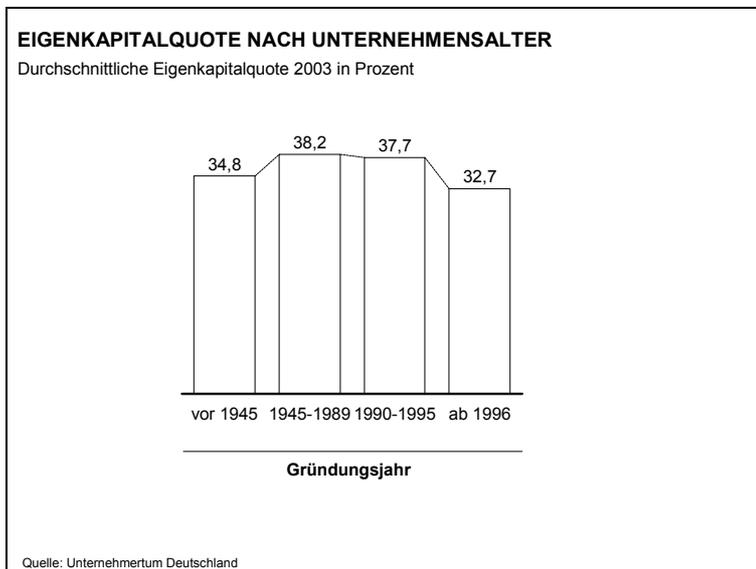


Abbildung 34: Eigenkapitalquote nach Unternehmensalter

Vor 1945 wurden 216 Unternehmen gegründet. Diese verfügen über eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 34,8 % bei einer Standardabweichung von 17,6 %.

Zwischen 1946 und 1989 wurden 161 Unternehmen gegründet, die eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 38,2 % bei einer Standardabweichung von 21,7 % aufweisen.

Zwischen 1990 und 1995 wurden 48 der betrachteten Unternehmen gegründet. Die in dieser Zeit gegründeten Unternehmen haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 37,7 % bei einer Standardabweichung von 22,8 %.

Die 35 zwischen 1996 und 2004 gegründeten Unternehmen verfügen im Durchschnitt über eine Eigenkapitalquote von 32,7 %, wobei die Standardabweichung 23,7 % beträgt.

Die deskriptive Untersuchung der Eigenkapitalquoten zeigt entlang der untersuchten Merkmale durchaus erhebliche Unterschiede in den einzelnen Unternehmensklassen.

Ob diese signifikant und geeignet sind, die Valenz des Pecking-Order-Verhaltens bei großen mittelständischen Unternehmen in Deutschland zu bestätigen, wird im Zuge der induktiven Analyse zum Test der in oben entwickelten Hypothesen im Folgenden untersucht.

5.2 Überprüfung der Hypothesen

Der zweite Abschnitt des fünften Kapitels beschreibt die Ergebnisse der Überprüfung der in Kapitel 4.1 formulierten Forschungshypothesen, soweit diese mit dem vorhandenen Datenmaterial testbar sind.⁴⁹⁶

Dabei wird folgendes Vorgehen gewählt. Zunächst werden anhand der abhängigen Variablen zwei Unternehmensklassen getrennt, deren Mittelwerte der Eigenkapitalquote miteinander verglichen werden. Dieser Unterschied wird gleichzeitig auf statistische Signifikanz getestet. Mit dieser Analyse kann eine Aussage über die Stichprobe insgesamt gemacht werden. In einem zweiten Schritt wird die Stichprobe nach acht verschiedenen Branchen getrennt analysiert. Hier werden in jeder Branche die Unternehmen erneut in Klassen eingeteilt und die Mittelwerte verglichen und auf Signifikanz getestet. Dies ermöglicht Aussagen über einzelne Branchen innerhalb der Stichprobe. Abschließend werden nur die Randklassen der Unternehmen bezogen auf die Ausprägung der abhängigen Variablen betrachtet und analog getestet.⁴⁹⁷

5.2.1 Profitabilität des Unternehmens

Zwischen der Profitabilität eines Unternehmens und der Eigenkapitalquote besteht dem Pecking-Order-Modell folgend ein positiv gerichteter Unterschied.⁴⁹⁸

Im Rahmen dieser Arbeit soll die Profitabilität über die Abfrage der Gesamtkapital-

⁴⁹⁶ Vgl. Kapitel 4.2.2.

⁴⁹⁷ Sind die abhängigen Variablen im Fragebogen stetig, so werden die oberen und unteren 20% der Verteilung einbezogen, sind die abhängigen Variablen im Fragebogen nach Klassen sortiert, so werden die oberste und die unterste Klasse betrachtet.

⁴⁹⁸ Vgl. Darstellung des Wirkungszusammenhangs in Kapitel 4.1.1.

rendite im Jahr 2003 operationalisiert werden.⁴⁹⁹ Ein Unternehmen wird in dieser Arbeit der Klasse der profitablen Unternehmen zugeordnet, wenn die erwirtschaftete Gesamtkapitalrendite im Jahr 2003 mehr als 5,0 % betrug. Dies war bei 248 Unternehmen der Fall. 161 Unternehmen erwirtschafteten eine Rendite von weniger als 5,0 % und bilden die Klasse der weniger profitablen Unternehmen.

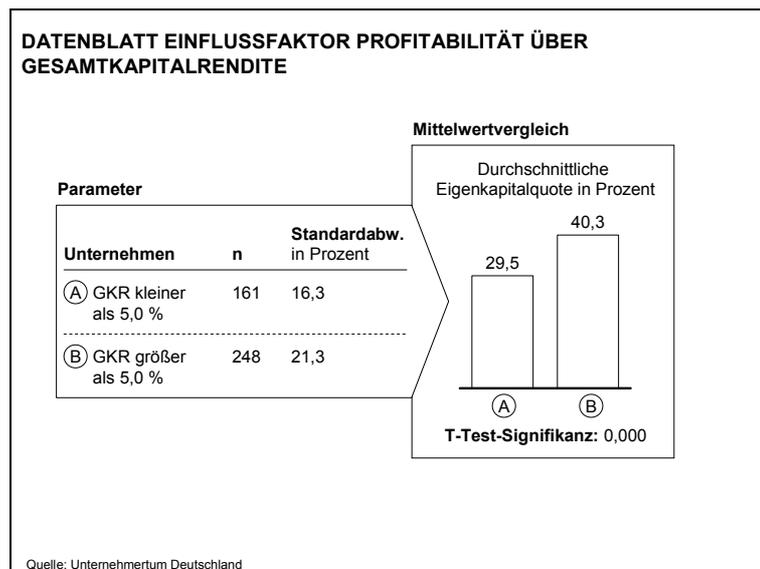
Die Alternativhypothese für den gerichteten Unterschied zwischen den durchschnittlichen Eigenkapitalquoten in diesen beiden Unternehmensklassen lautet folglich:

H_1 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von profitablen Unternehmen μ_0^P ist größer als die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von weniger profitablen Unternehmen μ_1^P . Es gilt: $\mu_0^P > \mu_1^P$.

Daraus folgt unmittelbar die komplementäre Nullhypothese:

H_0 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von profitablen Unternehmen ist bestenfalls so hoch wie die von weniger profitablen Unternehmen. Es gilt: $\mu_0^P \leq \mu_1^P$.

Der statistische Test der Irrtumswahrscheinlichkeit liefert das folgende Ergebnis.



⁴⁹⁹ Vg. Anhang Fragebogen, Sektion Abschließende Fragen, Frage 07.

Abbildung 35: Datenblatt Einflussfaktor Profitabilität über Gesamtkapitalrendite

In der Klasse der als profitabel definierten Unternehmen beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung 40,3 %, während dieser Wert bei den weniger profitablen Unternehmen 29,5 % beträgt.

Der T-Test weist eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,000$ aus. Unter der Annahme, dass die Nullhypothese richtig ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses damit 0,0 %.⁵⁰⁰

Die Nullhypothese ist somit zu verwerfen, die Alternativhypothese kann als statistisch signifikant bezeichnet werden.

Ebenfalls als signifikant erweist sich das Ergebnis, wenn die Umsatzrendite als Operator verwendet wird. In diesem Fall beträgt die Irrtumswahrscheinlichkeit ebenfalls 0,0 %, sodass auch hier die Alternativhypothese anzunehmen ist.

Nach Branchenklassen getrennt analysiert ergibt sich ein im Wesentlichen vergleichbares Ergebnis. Die Branchen mit signifikanten Unterschieden in den durchschnittlichen Eigenkapitalausstattungen sind im folgenden Schaubild grau unterlegt.

BRANCHENFILTER EINFLUSSFAKTOR PROFITABILITÄT ÜBER GESAMTKAPITALRENDITE							
Branche	Unternehmen						Signifikanz
	GKR kleiner als 5 %			GKR größer als 5 %			
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	
Chemie, Energie und Metall	32	13,7	32,7	70	20,5	41,5	0,028
Automobil und Maschinenbau	41	15,1	24,5	65	22,2	39,2	0,000
Konsumgüter	25	17,6	33,0	34	18,9	42,8	0,049
Hightech	19	18,5	39,7	26	19,2	39,4	0,962
Transport und Logistik	17	12,4	25,1	12	14,5	28,2	0,548
Telekom, Medien und Internet	7	15,4	27,7	16	29,5	55,7	0,029
Bau	17	8,6	19,8	15	17,2	27,7	0,102
Pharma und Gesundheit	3	28,2	53,0	10	15,3	40,8	0,334
Summe	161			248			

Quelle: Unternehmenswert Deutschland

⁵⁰⁰ Der Ausweis der Irrtumswahrscheinlichkeit erfolgt in SPSS dreistellig.

Abbildung 36: Branchenfilter Einflussfaktor Profitabilität über Gesamtkapitalrendite

Die vier Branchen Chemie, Energie und Metall, Automobil und Maschinenbau, Konsumgüter und Telekom, Medien und Internet bestätigen den Zusammenhang zwischen Gesamtkapitalrendite und Eigenkapitalausstattung im Sinne des Pecking-Order-Modells. Da zu diesen vier Branchen 290 der betrachteten 409 Unternehmen zählen, kann der Befund als grundsätzlich bestätigt gelten mit der Einschränkung, dass er sich mit den vorhandenen Daten in den Branchen Hightech, Transport und Logistik, Bau und Pharma und Gesundheitsindustrie nicht nachweisen lässt.

Die Dichotomisierung der Unternehmen entlang der Gesamtkapitalrendite entspricht ebenfalls den Ergebnissen der Basisanalyse. Die 52 Unternehmen der Stichprobe mit einer Gesamtkapitalrendite von mehr als 20 % verfügen über eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 47,0 %. Diese liegt damit fast 20 Prozentpunkte über dem in der Klasse der Unternehmen mit negativer Gesamtkapitalrendite gemessenen Durchschnitt von 27,2 %. Bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,000$ ist auch hier die Nullhypothese zu verwerfen und die Alternativhypothese anzunehmen. Alle Daten sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst.

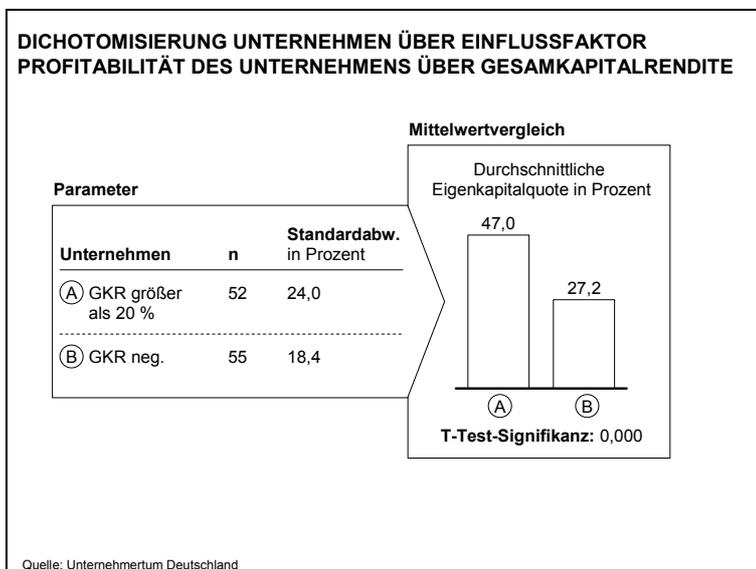


Abbildung 37: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Profitabilität des Unternehmens über Gesamtkapitalrendite

Sowohl die Basisanalyse als auch die Erweiterungsanalysen belegen den aus dem Pecking-Order-Modell vermuteten Zusammenhang zwischen Profitabilität und Ei-

genkapitalquote. Profitable Unternehmen bewerten die aus einer soliden Eigenkapitalposition folgende Freiheit bei Finanzierungsentscheidungen und die damit einhergehende Unabhängigkeit von externen Kapitalgebern höher als die Möglichkeit, steuerliche Vorteile aus der Finanzierung mit Fremdkapital zu ziehen oder die Eigenkapitalverzinsung aufzuhebeln.

5.2.2 Wachstum

Zwischen Wachstum und Eigenkapitalausstattung besteht im Pecking-Order-Modell ein negativ gerichteter Unterschied.⁵⁰¹

Als Wachstumsmaß soll in dieser Arbeit das gewogene jährliche Umsatzwachstum zwischen 1998 und 2003 verwendet werden.⁵⁰² Unternehmen, die in diesem Zeitraum mit mehr als 10,0 % pro Jahr gewachsen sind, sollen als stark wachsende Unternehmen bezeichnet werden. Hierzu gehören 110 Unternehmen der Umfrage. 276 Unternehmen sind mit weniger als 10,0 % pro Jahr gewachsen und werden als weniger stark wachsende Unternehmen bezeichnet.

Daraus ergibt sich für den gerichteten Unterschied der Eigenkapitalausstattungen zwischen stark und weniger stark wachsenden Unternehmen die folgende Alternativhypothese:

H_1 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von stark wachsenden Unternehmen μ_0^W ist geringer als die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von weniger stark wachsenden Unternehmen μ_1^W . Es gilt: $\mu_0^W < \mu_1^W$.

Es folgt die Nullhypothese mit:

H_0 : Die durchschnittliche Eigenkapitalquote von stark wachsenden Unternehmen ist mindestens genauso hoch wie die durchschnittliche Eigenkapitalquote

⁵⁰¹ Vgl. Darstellung des Wirkungszusammenhangs in Kapitel 4.1.2.

⁵⁰² Berechnung erfolgt aus Umsatzangaben für 1998 und 2003. Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion Abschließende Fragen, Frage 03.

von weniger stark wachsenden Unternehmen. Es gilt: $\mu_0^W \geq \mu_1^W$.

Der statistische Test dieser Hypothesen liefert das folgende Ergebnis.

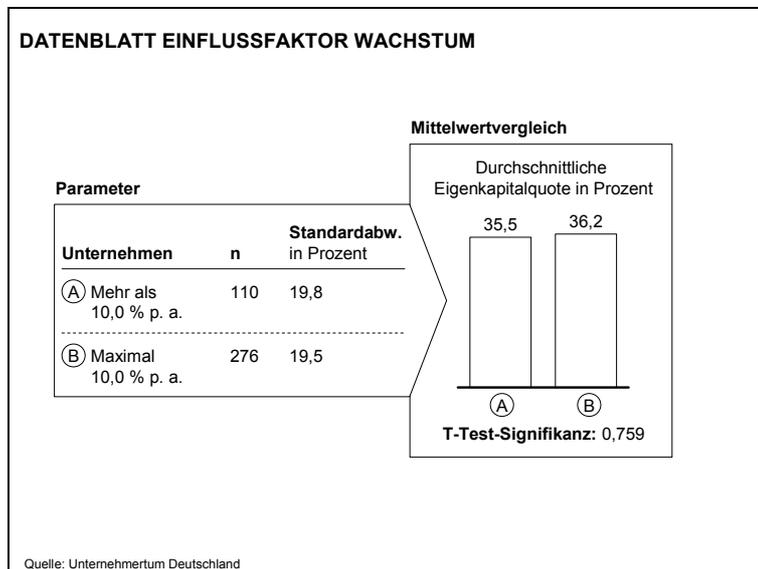


Abbildung 38: Datenblatt Einflussfaktor Wachstum

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote in der Klasse der stark wachsenden Unternehmen beträgt 35,5 %. Der Vergleichswert in der Klasse der weniger stark wachsenden Unternehmen beträgt 36,2 %.

Ergebnis des T-Tests ist eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,759$. Falls die Nullhypothese richtig ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses 75,9 %.

Die Nullhypothese kann mit der vorliegenden Untersuchung nicht verworfen werden, über die Richtigkeit der Alternativ- und der Nullhypothese kann keine Aussage gemacht werden.

Auch die Segmentierung der Unternehmen nach Branchen kann den vermuteten Unterschied zwischen wachsenden und stagnierenden Unternehmen in Bezug auf die Eigenkapitalausstattung nicht bestätigen. Die detaillierten Analyseergebnisse im folgenden Schaubild zeigen, dass in keiner Branche der postulierte Zusammenhang signifikant ist.

Branche	Unternehmen						Signifikanz
	Mehr als 10 % p. a.			Maximal 10 % p. a.			
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	
Chemie, Energie und Metall	20	15,2	36,7	75	19,2	38,0	0,773
Automobil und Maschinenbau	33	19,4	32,1	68	19,1	33,8	0,676
Konsumgüter	9	21,0	35,9	54	18,3	38,9	0,651
Hightech	24	20,5	40,2	18	16,8	42,9	0,656
Transport und Logistik	7	19,1	30,4	17	11,8	25,5	0,444
Telekom, Medien und Internet	5	35,0	39,8	15	30,3	50,5	0,519
Bau	8	22,1	27,9	21	10,4	22,6	0,387
Pharma und Gesundheit	4	14,0	48,0	8	20,8	37,9	0,405
Summe	110			276			

Quelle: Unternehmertum Deutschland

Abbildung 39: Branchenfilter Einflussfaktor Wachstum

Auch die Unterscheidung zwischen 79 Top-Wachstumsunternehmen mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von mehr als 15 % und den 75 Unternehmen, deren Umsatz zwischen 1998 und 2003 real geschrumpft ist, liefert keine Bestätigung der formulierten Hypothese.

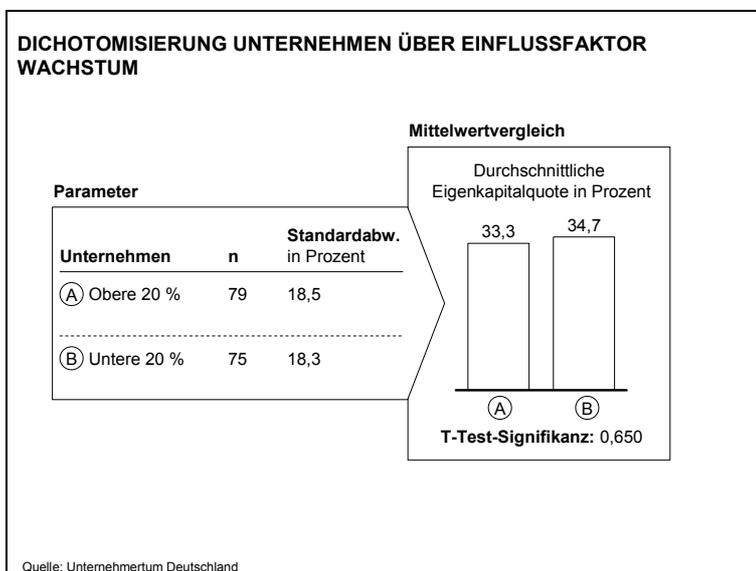


Abbildung 40: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Wachstum

Weder die Basis- noch die Ergänzungsanalysen können die formulierten Hypothesen zum Einflussfaktor Wachstum bestätigen.

Dieses Ergebnis kann mit zwei Erklärungsansätzen begründet werden, die den erwar-

teten Pecking-Order-Effekt überlagern könnten.

Der erste Erklärungsansatz bezieht die Anfangskapitalausstattung der Unternehmen mit ein. Da die Eigenkapitalquote im Rahmen dieser Arbeit stichpunktbezogen ermittelt wird, ist keine Aussage darüber möglich, wie sich die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen verändert hat. Hier könnte eine zeitraumbasierte Analyse Hinweise liefern, ob eigenfinanziertes Wachstum über Zeit bei den betrachteten Unternehmen zu einem Abschmelzen der Eigenkapitalquote geführt hat.

Ein weiterer Erklärungsansatz liegt in der Theorie selbst begründet. Eine Auswirkung von Wachstum auf die Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens ist der Höhe nach genau dann nicht nachzuweisen, wenn die vermutete Fremdkapitalfinanzierung durch eine zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung durch Aufnahme externer Eigenkapitalgeber kompensiert wird. Hier kann nur eine Analyse der Eigenkapitalstruktur über die Zeit eine Antwort geben.

5.2.3 Unternehmensgröße

Zwischen der Größe eines Unternehmens und der Eigenkapitalquote besteht dem Pecking-Order-Modell folgend ein negativ gerichteter Unterschied.⁵⁰³

Im Rahmen dieser Arbeit soll die Größe über die Variablen Umsatz und Anzahl Mitarbeiter operationalisiert werden.⁵⁰⁴ In der Dimension Umsatz liegt die Grenze zur Unterscheidung von großen und weniger großen Unternehmen bei 100 Mio. Euro bezogen auf den im Jahr 2003 erwirtschafteten Umsatz. Große Unternehmen erwirtschaften mehr als 100 Mio. Euro Umsatz, weniger große erwirtschaften maximal 100 Mio. Euro. Zu der ersten Klasse zählen 252 Unternehmen, in die zweite fallen 188 Unternehmen.

Nach Anzahl der Mitarbeiter liegt der der Unterscheidung zugrunde liegende Schwellenwert bei 1.000 Mitarbeitern im Jahre 2003.

⁵⁰³ Vgl. Darstellung des Wirkungszusammenhangs in Kapitel 4.1.4.

⁵⁰⁴ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion Abschließende Fragen, Frage 01 und Frage 03.

Hier fallen 259 Unternehmen in die Klasse der weniger großen Unternehmen mit maximal 1.000 Mitarbeitern, 126 Unternehmen beschäftigen mehr als 1.000 Mitarbeiter und bilden die Klasse der großen Unternehmen.

Für beide Variablen lautet damit die Alternativhypothese über den gerichteten Unterschied in den durchschnittlichen Eigenkapitalausstattungen wie folgt:

H_1 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von großen Unternehmen μ_0^G ist kleiner als die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von weniger großen Unternehmen μ_1^G . Es gilt: $\mu_0^G < \mu_1^G$.

Die daraus folgende Nullhypothese lautet:

H_0 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von großen Unternehmen ist mindestens so hoch wie die von weniger großen Unternehmen. Es gilt: $\mu_0^G \geq \mu_1^G$.

Die folgenden Abbildungen visualisieren das Ergebnis der statistischen Tests.

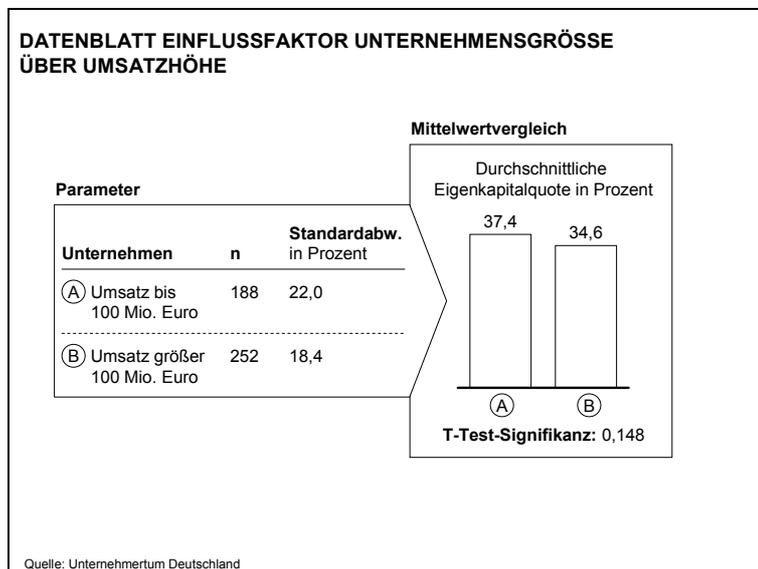


Abbildung 41: Datenblatt Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe

In der Klasse der als groß definierten Unternehmen beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 34,6 %, in der Klasse der weniger großen Unternehmen beträgt der Vergleichswert 37,4 %.

Der T-Test weist hier eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,148$ aus. Unter der

Annahme, dass die Nullhypothese richtig ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses damit 14,8 %.

Die Nullhypothese kann mit der vorliegenden Untersuchung nicht verworfen werden, über die Richtigkeit der Alternativ- und der Nullhypothese kann damit keine Aussage gemacht werden.

Die Untersuchung über die Anzahl der Mitarbeiter liefert ein vergleichbares Ergebnis.

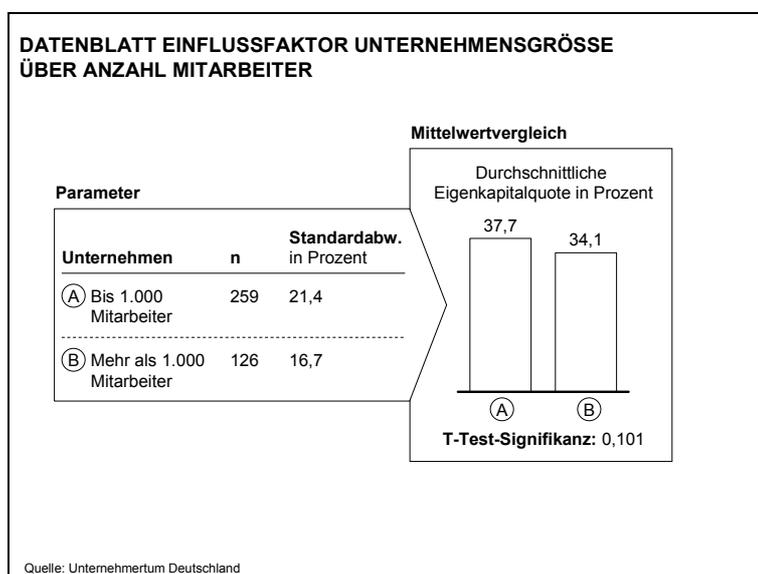


Abbildung 42: Datenblatt Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter

Auch hier liegt mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,101$ kein statistisch signifikantes Ergebnis vor, die Nullhypothese ist nicht zu verwerfen.

Bezogen auf die Messung der Unternehmensgröße über das Merkmal Umsatzhöhe liefert die Branchenbereinigung ein differenzierteres Bild als die Gesamtstichprobe. Für die Branchen Konsumgüter und Hightech kann ein statistisch signifikantes Ergebnis gemessen werden. Im Bereich der Konsumgüterindustrie beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung der großen Unternehmen mit mehr als 100 Mio. Euro Umsatz im Jahr 2003 33,2 %, während in der Klasse der weniger großen Unternehmen der ermittelte Vergleichswert bei 45,5 % liegt. Die Irrtumswahrscheinlichkeit beträgt $P = 0,006$. Unter der Annahme, dass die Nullhypothese richtig ist,

beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses 0,6 %. Somit ist die Nullhypothese zu verwerfen, die Alternativhypothese ist anzunehmen. Dies gilt ebenso für den Bereich Hightech, in dem bei den weniger großen Unternehmen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 52,1 % gemessen werden kann. Die großen Hightech-Unternehmen verfügen dagegen über eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von 35,3 %. Auch hier liegt die Irrtumswahrscheinlichkeit mit $P = 0,004$ unterhalb der 5 %-Grenze, sodass das Ergebnis als statistisch signifikant zu bewerten ist und entsprechend die Alternativhypothese angenommen werden kann. Die folgende Abbildung zeigt die Ergebnisse der Branchenfilterung für die Messung der Umsatzhöhe für alle Branchen.

Branche	Unternehmen						Signifikanz
	Umsatz bis 100 Mio. Euro			Umsatz über 100 Mio. Euro			
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	
Chemie, Energie und Metall	51	19,5	38,0	60	18,7	37,9	0,977
Automobil und Maschinenbau	48	21,3	30,7	67	18,9	34,0	0,385
Konsumgüter	30	20,5	45,5	37	15,0	33,2	0,006
Hightech	14	17,2	52,1	32	17,3	35,3	0,004
Transport und Logistik	7	16,8	26,4	22	12,5	25,4	0,866
Telekom, Medien und Internet	13	34,3	45,5	12	23,8	50,7	0,666
Bau	18	16,0	26,8	14	12,5	20,0	0,202
Pharma und Gesundheit	7	23,0	38,1	8	18,2	45,6	0,494
Summe	188			252			

Quelle: Unternehmertum Deutschland

Abbildung 43: Branchenfilter Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe

Anders als die grau unterlegten und detailliert beschriebenen Branchen Konsumgüterindustrie und Hightech lassen sich in den anderen Branchen keine signifikanten Unterschiede feststellen.

Bei der Messung der Unternehmensgröße über das Merkmal Anzahl Mitarbeiter ergibt sich für keine Branche ein von der Gesamtstichprobe abweichendes Ergebnis. Der Vollständigkeit halber werden im folgenden Schaubild die Analyseergebnisse dargestellt.

BRANCHENFILTER EINFLUSSFAKTOR UNTERNEHMENSGRÖSSE ÜBER ANZAHL MITARBEITER							
Branche	Unternehmen						Signifikanz
	Bis 1.000 Mitarbeiter			Mehr als 1.000 Mitarbeiter			
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	
Chemie, Energie und Metall	69	21,4	39,8	24	15,3	34,5	0,268
Automobil und Maschinenbau	70	20,7	33,1	37	18,4	35,7	0,525
Konsumgüter	48	19,8	40,2	15	14,1	31,8	0,132
Hightech	22	20,7	46,9	21	15,5	37,1	0,089
Transport und Logistik	10	14,0	26,4	12	14,8	26,0	0,949
Telekom, Medien und Internet	15	29,9	54,1	2	9,2	47,5	0,765
Bau	20	9,7	24,0	8	11,9	22,1	0,678
Pharma und Gesundheit	5	13,7	37,2	7	22,0	44,4	0,532
Summe	259			126			

Quelle: Unternehmertum Deutschland

Abbildung 44: Branchenfilter Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter

Neben der Branchentrennung liegt mit der Dichotomisierung der Unternehmen entlang der unabhängigen Variablen eine zweite Erweiterung vor.

Die oberen 20 % der Unternehmen nach dem Merkmal Umsatzhöhe erwirtschaften einen Umsatz zwischen 333 Mio. Euro und 3 Mrd. Euro. Die unteren 20 % der Unternehmen nach Umsatzhöhe erwirtschaften einen Umsatz zwischen 50 und 62 Mio. Euro. In der Klasse der Topumsatz-Unternehmen beträgt die durchschnittliche Eigenkapitalquote 31,7 %, während bei den kleineren Unternehmen der Vergleichswert bei 37,7 % liegt. Die Irrtumswahrscheinlichkeit beträgt $P = 0,062$, sodass die Nullhypothese wie bei der Gesamtstichprobe mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,148$ nicht verworfen werden kann. Das folgende Schaubild fasst die Ergebnisse zusammen.

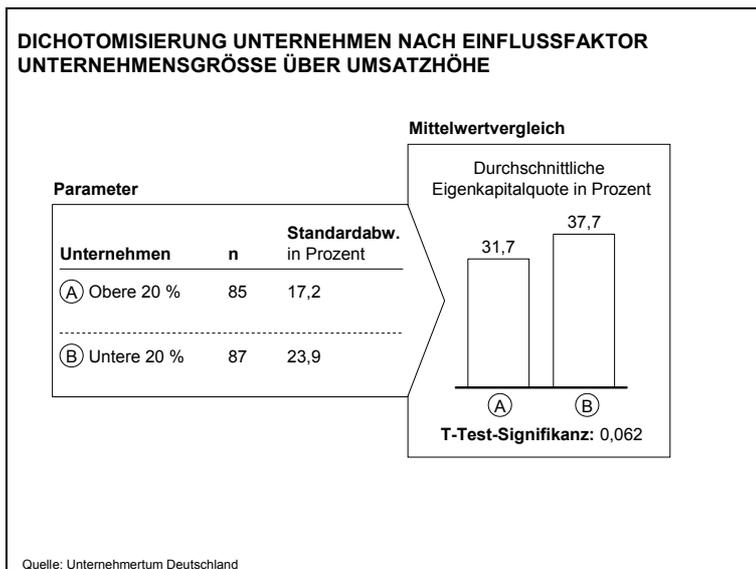


Abbildung 45: Dichotomisierung Unternehmen nach Einflussfaktor Unternehmensgröße über Umsatzhöhe

Nach dem Merkmal der Anzahl der beschäftigten Mitarbeiter ergibt sich ein vergleichbares Bild. Die 77 Top-Unternehmen beschäftigen zwischen 1.600 und 47.000 Mitarbeiter und weisen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 33,9 % auf. Die unteren 20 % der Unternehmen, zu denen 80 Unternehmen gehören, beschäftigen zwischen 16 und 220 Mitarbeiter und haben eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 37,8 %.⁵⁰⁵ Hier ergibt sich eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,248$, die ebenfalls jenseits der gewählten Signifikanzgrenzen liegt. Folglich ist auch in diesem Fall die Nullhypothese nicht zu verwerfen. Das folgende Schaubild fasst die Daten dieser Analyse zusammen.

⁵⁰⁵ Die Anzahl der Unternehmen kann voneinander abweichen, da nicht gleich viele Unternehmen in beiden Klassen Aussagen zur Eigenkapitalausstattung gemacht haben.

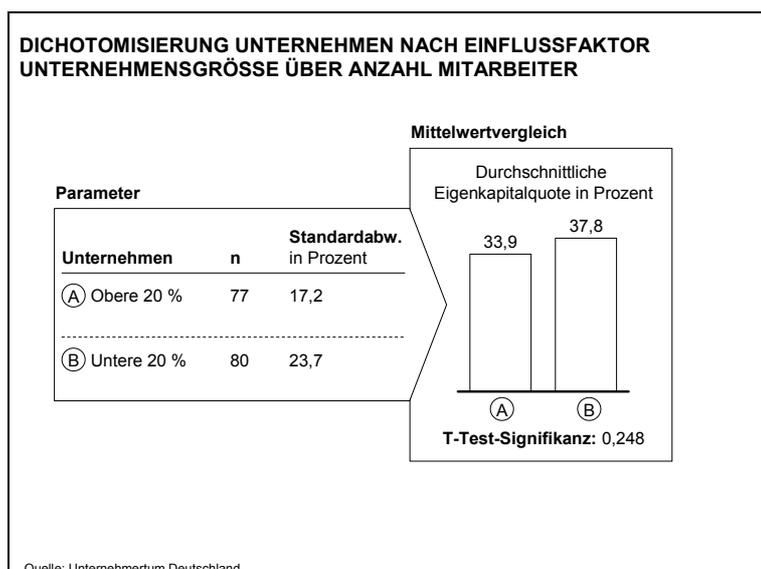


Abbildung 46: Dichotomisierung Unternehmen nach Einflussfaktor Unternehmensgröße über Anzahl Mitarbeiter

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass mit den Daten der vorliegenden Arbeit kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Größe eines Unternehmens und der Eigenkapitalausstattung nachgewiesen werden kann. Ausgenommen davon sind lediglich die Branchen Konsumgüterindustrie und Hightech, für die innerhalb ihrer Branche ein signifikanter Unterschied hinsichtlich der durchschnittlichen Eigenkapitalausstattung zwischen großen und weniger großen Unternehmen zu belegen ist.

Mögliche Erklärung für diesen Befund ist, dass zunehmend mehr Möglichkeiten existieren, auch kleine Unternehmen als Externer umfassend zu beobachten. Insbesondere für Kreditinstitute dürften vor dem Hintergrund der Anforderungen von Basel II die erhöhten Transparenzanforderungen an Kreditnehmer zu einer besseren Information über die betroffenen Unternehmen führen. Doch auch für Nicht-Kreditinstitute stehen eine steigende Zahl von öffentlichen Informationsquellen zur Verfügung, sodass die Größe eines Unternehmens perspektivisch als relevanter Faktor in den Hintergrund treten wird. Um diese These zu belegen, wäre eine zeitraumbasierte Analyse der Größenklassen notwendig.

Eine zweite mögliche Erklärung ist, dass bei den untersuchten Unternehmen der Größeneffekt aus zwei Gründen zu relativieren ist. Zum einen können qualitative Faktoren wie die Zugehörigkeit zu einer Branche den vermuteten Effekt überlagern,

zum anderen kann bei der Größe der untersuchten Unternehmen angenommen werden, dass der Größeneffekt nur noch weniger stark ausgeprägt ist als bei kleinen Unternehmen, weil alle Unternehmen, die im Rahmen dieser Arbeit untersucht werden, möglicherweise über einer als kritisch zu bezeichnenden Transparenz- und Größengrenze anzusiedeln sind. Insofern lassen sich innerhalb des Samples keine systematischen Zusammenhänge zwischen der Unternehmensgröße und der Finanzierungsstruktur mehr erkennen. Eine vergleichende Analyse mit Unternehmen kleinerer Größenklassen könnte diese Vermutung belegen.

5.2.4 Unternehmensalter

Zwischen Alter und Eigenkapitalausstattung des Unternehmens besteht im Pecking-Order-Modell ein positiv gerichteter Unterschied.⁵⁰⁶

Als Altersindikator soll in dieser Arbeit das Gründungsjahr des Unternehmens verwendet werden.⁵⁰⁷ Unternehmen, die vor 1945 gegründet worden sind, sollen als alte Unternehmen bezeichnet werden, Unternehmen, die nach 1945 gegründet worden sind, sollen als weniger alte Unternehmen bezeichnet werden. Bei dieser Klassenbildung enthält die Stichprobe 208 alte Unternehmen und 252 weniger alte Unternehmen.

Daraus ergibt sich für den gerichteten Unterschied der Eigenkapitalausstattungen zwischen alten und weniger alten Unternehmen die folgende Alternativhypothese:

H_1 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von alten Unternehmen μ_0^A ist höher als die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von weniger alten Unternehmen μ_1^A . Es gilt: $\mu_0^A > \mu_1^A$.

⁵⁰⁶ Vgl. Darstellung des Wirkungszusammenhangs in Kapitel 4.1.5.

⁵⁰⁷ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion Einleitende Fragen, Frage 03.

Es folgt die Nullhypothese mit:

H_0 : Die durchschnittliche Eigenkapitalquote von weniger alten Unternehmen ist mindestens genauso hoch wie die durchschnittliche Eigenkapitalquote von alten Unternehmen. Es gilt: $\mu_0^A \leq \mu_1^A$.

Der statistische Test dieser Hypothesen liefert das folgende Ergebnis.

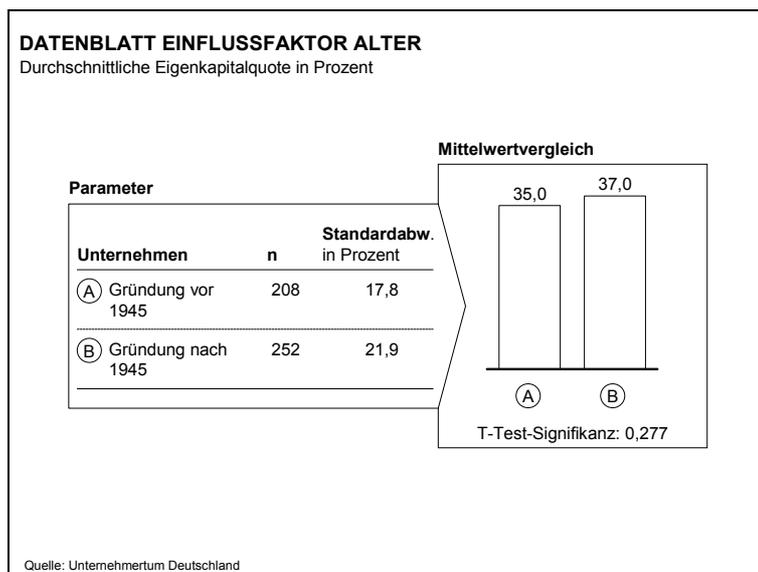


Abbildung 47: Datenblatt Einflussfaktor Alter

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote in der Klasse der alten Unternehmen beträgt 35,0 %. Der Vergleichswert in der Klasse der weniger alten Unternehmen beträgt 37,0 %.

Ergebnis des T-Tests ist eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,277$. Falls die Nullhypothese richtig ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses 27,7 %.

Die Nullhypothese kann mit der vorliegenden Untersuchung nicht verworfen werden, über die Richtigkeit der Alternativ- und der Nullhypothese kann keine Aussage gemacht werden.

Auch die Segmentierung der Unternehmen nach Branchen kann den vermuteten Unterschied zwischen alten und weniger alten Unternehmen in Bezug auf die Eigenkapitalausstattung nicht bestätigen. Die detaillierten Analyseergebnisse im folgenden

Schaubild zeigen, dass in keiner Branche der postulierte Zusammenhang signifikant ist.

Branche	Unternehmen						Signifikanz
	Gründung nach 1945			Gründung vor 1945			
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	
Chemie, Energie und Metall	66	20,8	38,6	51	16,1	36,2	0,493
Automobil und Maschinenbau	59	22,4	32,4	61	19,2	35,1	0,478
Konsumgüter	27	20,8	42,1	42	16,5	37,5	0,307
Hightech	39	19,7	41,4	10	16,5	37,3	0,547
Transport und Logistik	19	15,2	24,8	11	9,0	27,9	0,542
Telekom, Medien und Internet	18	31,0	49,9	7	25,6	43,0	0,608
Bau	14	19,3	26,9	20	9,3	21,2	0,258
Pharma und Gesundheit	10	14,8	37,9	6	25,6	52,5	0,175
Summe	252			208			

Quelle: Unternehmertum Deutschland

Abbildung 48: Branchenfilter Einflussfaktor Alter

Auch die Unterscheidung zwischen 86 Unternehmen, die vor 1900 gegründet worden sind und 95 Unternehmen, die nach 1984 gegründet worden sind, liefert keine Bestätigung der formulierten Hypothese.

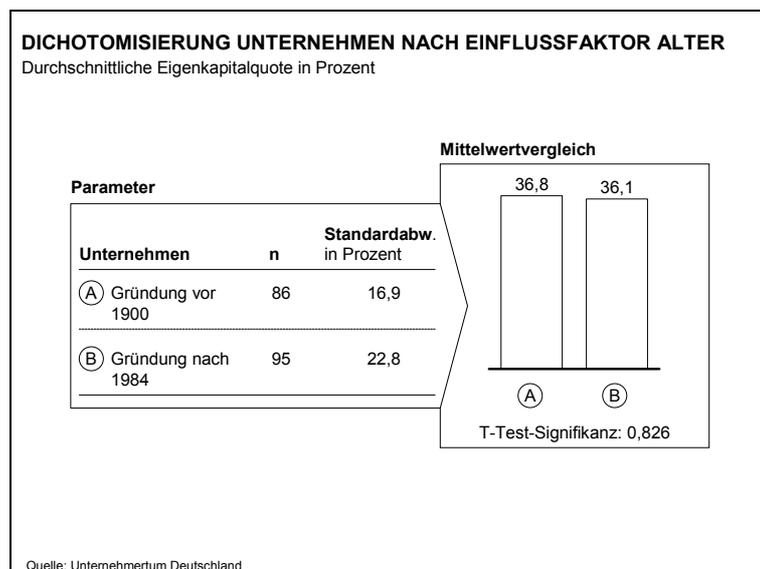


Abbildung 49: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Alter

Weder die Basis- noch die Ergänzungsanalysen können die formulierten Hypothesen zum Einflussfaktor Alter bestätigen.

Das Alter eines Unternehmens alleine vermag keinen Rückschluss auf die Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens zu gewähren. Die Verfügbarkeit von Informationen auch über Unternehmen ohne langjährige Historie ist umfangreich und nahezu ohne Transaktionskosten darstellbar. Der Wert einer langfristigen Beobachtbarkeit des Unternehmens durch den Markt sinkt möglicherweise in dem Maße wie digital basierte Informationsdienste an Einfluss gewinnen.

5.2.5 Cash-Flow

Zwischen dem Cash-Flow und der Eigenkapitalausstattung eines Unternehmens besteht im Pecking-Order-Modell ein positiv gerichteter Unterschied.⁵⁰⁸

Als Indikator für den Cash-Flow soll in dieser Arbeit die Einschätzung der Liquidität durch das Unternehmensmanagement verwendet werden.⁵⁰⁹ Eine sehr gute oder gute Einschätzung der Liquidität soll einen hohen Cash-Flow bedeuten, schlechtere Einschätzungen bilden die Klasse der Unternehmen mit einem weniger hohen Cash-Flow. Zu der ersten Klasse der Unternehmen mit einem hohen Cash-Flow zählen 338 Unternehmen, 127 Unternehmen haben einen weniger hohen Cash-Flow.

Daraus ergibt sich für den gerichteten Unterschied der Eigenkapitalausstattungen zwischen Unternehmen mit hohem und weniger hohem Cash-Flow die folgende Alternativhypothese:

H_1 : Die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von Unternehmen mit hohem Cash-Flow μ_0^{CF} ist höher als die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung von Unternehmen mit weniger hohem Cash-Flow μ_1^{CF} . Es gilt: $\mu_0^{CF} > \mu_1^{CF}$.

⁵⁰⁸ Vgl. Darstellung des Wirkungszusammenhangs in Kapitel 4.1.7

⁵⁰⁹ Vgl. Anhang Fragebogen, Sektion Finanz- und Risikomanagement, Frage 04.

Es folgt die Nullhypothese mit:

H_0 : Die durchschnittliche Eigenkapitalquote von Unternehmen mit weniger hohem Cash-Flow ist mindestens genauso hoch wie die durchschnittliche Eigenkapitalquote von Unternehmen mit hohem Cash-Flow. Es gilt: $\mu_0^{CF} \leq \mu_1^{CF}$.

Der statistische Test dieser Hypothesen liefert das folgende Ergebnis.

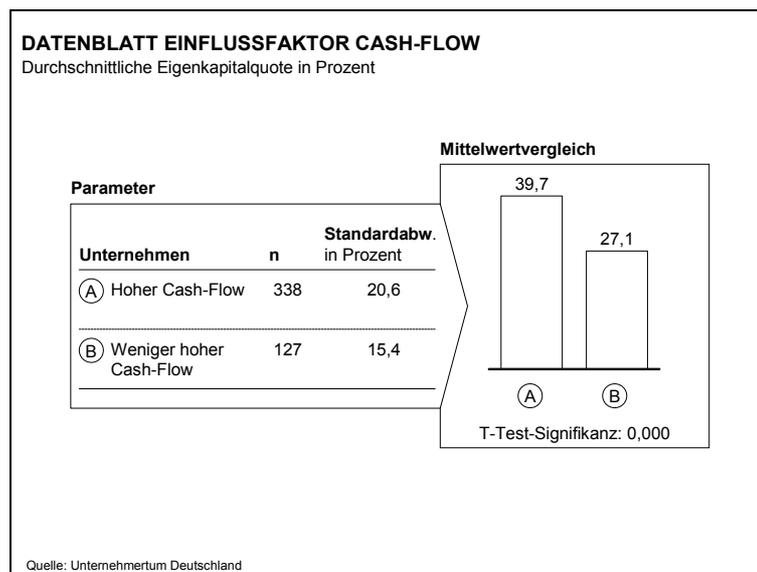


Abbildung 50: Datenblatt Einflussfaktor Cash-Flow

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote in der Klasse der Unternehmen mit hohem Cash-Flow beträgt 39,7 %. Der Vergleichswert in der Klasse der Unternehmen mit weniger hohem Cash-Flow beträgt 27,1 %.

Ergebnis des T-Tests ist eine Irrtumswahrscheinlichkeit von $P = 0,000$. Falls die Nullhypothese richtig ist, beträgt die Wahrscheinlichkeit des gefundenen Ergebnisses 0,0 %.

Die Nullhypothese ist somit zu verwerfen, die Alternativhypothese kann als statistisch signifikant bezeichnet werden.⁵¹⁰

Nach Branchenklassen getrennt analysiert ergibt sich ein detaillierteres Ergebnis. Die Branchen mit signifikanten Unterschieden in den durchschnittlichen Eigenkapitalausstattungen sind im folgenden Schaubild grau unterlegt.

Branche	Unternehmen							Signifikanz
	Hoher Cash-Flow			Weniger hoher Cash-Flow			Signifikanz	
	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote	N	Std.-Abw.	Ø EK-Quote		
Chemie, Energie und Metall	87	19,2	40,2	31	13,8	29,0	0,004	
Automobil und Maschinenbau	87	21,2	38,6	34	13,6	23,1	0,000	
Konsumgüter	52	18,7	41,9	18	15,4	30,2	0,020	
Hightech	38	18,2	43,8	12	17,5	29,8	0,023	
Transport und Logistik	19	14,5	28,7	12	20,5	26,4	0,710	
Telekom, Medien und Internet	22	26,7	51,6	4	18,5	25,0	0,089	
Bau	21	16,8	25,0	12	9,6	21,4	0,510	
Pharma und Gesundheit	12	20,6	42,0	4	20,4	47,0	0,680	
Summe	338			127				

Quelle: Unternehmertum Deutschland

Abbildung 51: Branchenfilter Einflussfaktor Cash-Flow

Die vier Branchen Chemie, Automobil und Maschinenbau, Konsumgüter und Hightech bestätigen den Unterschied zwischen Unternehmen mit hohem und weniger hohem Cash-Flow im Sinne des Pecking-Order-Modells. Da zu diesen vier Branchen 264 der 338 relevanten Unternehmen zählen, kann der Befund als grundsätzlich bestätigt gelten mit der Einschränkung, dass er sich mit den vorhandenen Daten in den sonstigen Branchen nicht nachweisen lässt.

Der Vergleich der Unternehmen mit sehr hohem und sehr niedrigem Cash-Flow stützt nicht das Ergebnis der Stichprobe, da er nur auf den Angaben von vier Unternehmen beruht, die einen sehr niedrigen Cash-Flow angeben.

⁵¹⁰ Das Ergebnis kann allgemeinen Konventionen folgend auch als sehr signifikant bezeichnet werden. Vgl. dazu Bortz (2005), S. 114.

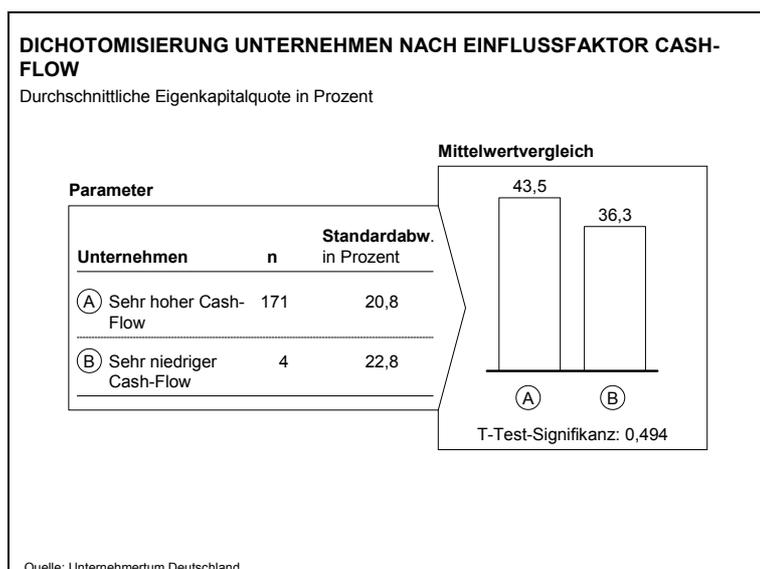


Abbildung 52: Dichotomisierung Unternehmen über Einflussfaktor Cash-Flow

Verfügt ein Unternehmen über einen hohen Cash-Flow, dann verfügt es ebenfalls über eine solide Innenfinanzierungskraft. Diese führt dazu, dass sich die Unternehmen bei Finanzierungsanlässen jeder Art weniger stark verschulden müssen. Dieser Zusammenhang stimmt mit der Erwartung aus dem Pecking-Order-Modell überein und kann für die untersuchten Unternehmen als statistisch signifikant gelten.

5.3 Zusammenfassung der Ergebnisse

Auf Basis der Analyse der Eigenkapitalquoten im ersten Abschnitt des Kapitels kann festgestellt werden, dass die Kapitalstruktur der untersuchten Unternehmen, anders als einleitend vermutet, nicht durch einen Eigenkapitalengpass gekennzeichnet ist.

Mit einer Eigenkapitalausstattung von durchschnittlich 36,1 % befinden sich die untersuchten Unternehmen in einer als solide zu bezeichnenden Finanzierungssituation.⁵¹¹

Für das Segment der betrachteten Unternehmen belegen Vergleichsstudien dieses

⁵¹¹ Vgl. Creditreform (2005), S. 19.

Ergebnis.⁵¹² Die KfW Bankengruppe ermittelte in einer Untersuchung eine durchschnittliche Eigenkapitalausstattung für das Jahr 2001 von 36,9 % für Unternehmen mit einem Umsatz zwischen 50 und 250 Mio. Euro pro Jahr.⁵¹³ Die IKB Deutsche Industriebank ermittelte für 2002 bei 1.300 Kunden eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 32,7 %.⁵¹⁴

Die Gruppe der großen mittelständischen Unternehmen kann somit als ein überdurchschnittlich eigenkapitalstarkes Unternehmenssegment bezeichnet werden, da die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung der Unternehmen in Deutschland 2003 21,9 % betrug.⁵¹⁵ Insbesondere kleine Unternehmen weisen im Vergleich zum Durchschnitt signifikant niedrigere Eigenkapitalquoten auf.⁵¹⁶ Aber auch bei den DAX-100-Unternehmen, die mehr Umsatz als die hier betrachteten Unternehmen erwirtschaften, liegt der Vergleichswert mit 28,7 % unter dem in der vorliegenden Arbeit ermittelten Wert.⁵¹⁷ Kann die geringe Eigenkapitalausstattung insbesondere der kleinen und kleinsten Unternehmen mit der mangelhaften Profitabilität einerseits und der steuerlichen Begünstigung privaten Konsums des Unternehmers andererseits begründet werden, so scheint der im Vergleich zur in dieser Arbeit untersuchten Unternehmensgruppe reduzierte Eigenkapitaleinsatz der DAX-100-Unternehmen stärker durch die aus dem Shareholder-Value-Gedanken resultierende Optimierung der Eigenkapitalrendite begründet zu sein.

Mit Blick auf die zu testenden Hypothesen im zweiten Abschnitt des Kapitels kann das folgende Ergebnis festgehalten werden. Die Unterschiedshypothesen nach den Einflussfaktoren Profitabilität und Cash-Flow können für die Gesamtstichprobe bestätigt werden. Über die Unterschiede nach den trennenden Variablen Wachstum, Unternehmensgröße und Unternehmensalter kann mit dem vorliegenden Datenmate-

⁵¹² Da keine Studien identifiziert werden können, die auf die im Rahmen der Arbeit betrachtete Größenklasse fokussieren, ist die Vergleichbarkeit mit anderen Studien eingeschränkt.

⁵¹³ Vgl. KfW Bankengruppe (2003c), S. 68.

⁵¹⁴ Vgl. IKB Deutsche Kreditbank (2003), S. 26. Typischerweise bedient die IKB industrielle Mittelstandskunden mit einem durchschnittlichen Umsatz von 110 Mio. Euro, sodass eine Vergleichbarkeit der Unternehmen plausibel scheint.

⁵¹⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2005), S. 46.

⁵¹⁶ Vgl. DSGV (2005), S. 25 f.

⁵¹⁷ Vgl. Deutsches Aktien Institut (2005), S. 1.

rial keine Aussage gemacht werden. Die folgende Abbildung fasst die Ergebnisse der Hypothesentests auf einen Blick zusammen.

Abhängige Variable	Analyse		
	Gesamtstichprobe	Branchenfilter	Dichotomisierung
Profitabilität	<i>Alternativhypothese bestätigt</i>	<i>Alternativhypothese bestätigt für 4 Branchen</i>	<i>Alternativhypothese bestätigt</i>
Wachstum	Keine Aussage	Keine Aussage	Keine Aussage
Unternehmensgröße	Keine Aussage	<i>Alternativhypothese bestätigt für 2 Branchen</i>	Keine Aussage
Unternehmensalter	Keine Aussage	Keine Aussage	Keine Aussage
Cash-Flow	<i>Alternativhypothese bestätigt</i>	<i>Alternativhypothese bestätigt für 4 Branchen</i>	(Keine Aussage)

Quelle: eigene Darstellung

Abbildung 53: Übersicht Ergebnisse Hypothesentests

Der Schlussteil der Arbeit ist der Interpretation dieser Ergebnisse gewidmet.

6 Schlussteil

Bevor die Ergebnisse der Hypothesentests zusammengefasst interpretiert werden, soll noch einmal der Spannungsbogen der vorliegenden Arbeit deutlich gemacht werden.

Die vorliegende Arbeit formuliert als Ziel, einerseits die Gültigkeit des Pecking-Order-Modells für große mittelständische Unternehmen zu bestätigen und andererseits einen detaillierten Einblick in die Eigenkapitalstruktur dieser mittelständischen Unternehmen zu gewähren.

Nach einer kurzen Definition der im Rahmen der Arbeit betrachteten Unternehmen zeigt das zweite Kapitel, welche Optionen den Unternehmen bei Finanzierungsanlässen offen stehen. Die Entscheidung für jeden einzelnen Finanzierungsvertrag wird letztlich im Unternehmen auf Basis eines Bewertungsprofils getroffen, anhand dessen alle Optionen evaluiert werden können.

Hebt man die Perspektive von der singulären Finanzierungsentscheidung auf die Ebene der Summe aller je im Unternehmen getroffenen Entscheidungen über Finanzverträge, so gelangt man auf die Ebene der Kapitalstruktur. Das dritte Kapitel schildert im allgemeinen, welche verschiedenen Denkschulen existieren und begründet, warum das Pecking-Order-Modell im besonderen geeignet scheint, das Finanzierungsverhalten der großen Mittelständler zu beschreiben.

Der technischen Durchführung der empirischen Umfrage ist das vierte Kapitel der Arbeit gewidmet, in dessen Zentrum die Formulierung der zu testenden Hypothesen steht.

Das fünfte Kapitel wertet die aus der Initiative "Unternehmertum Deutschland" zur Verfügung stehenden Primärdaten mit dem im folgenden detaillierten Ergebnis aus.

6.1 Interpretation der Ergebnisse

Die vorliegende Arbeit liefert Hinweise für die Anwendbarkeit des Pecking-Order-Modells zur Erklärung der Kapitalstruktur von großen mittelständischen Unternehmen in Deutschland.

Die Voraussagen des Pecking-Order-Modells über die Kapitalstruktur von profitablen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohen Cash-Flow lassen sich mit den vorhandenen Daten stützen.

Profitable Unternehmen thesaurieren ihre Gewinne und stärken ihre Eigenkapitalbasis, so dass diese Unternehmen von externer Kapitalzuführung, sei es in Eigen- oder Fremdkapitalform, unabhängiger werden. Dieses Verhalten, das sich in der Stichprobe findet und auf die Grundgesamtheit der Unternehmen übertragen werden kann, entspricht genau dem Pecking-Order-Modell, das an erster Stelle der vom Unternehmen präferierten Finanzierungsformen die interne Eigenkapitalfinanzierung sieht, da so keinerlei Dritte über Finanzierungsverträge an der Mitwirkung im Unternehmen beteiligt werden.

Mit der gleichen Erklärungslogik konstatiert das Pecking-Order-Modell, dass Unternehmen mit hohem Cash-Flow die diesem immanente Innenfinanzierungskraft nutzen, um unabhängig von externen Kapitalgebern zu sein. Auch dieser Zusammenhang kann mit den Daten der Stichprobe auf die Gesamtheit aller Unternehmen übertragen werden.

Über die Perspektiven des Pecking-Order-Modells zu den Faktoren Wachstum, Unternehmensgröße und Unternehmensalter liefern die vorliegenden Daten keine Rückschlüsse.

Mit Blick auf den Faktor Wachstum des Unternehmens muss konstatiert werden, dass der theoretisch vermutete Zusammenhang des Modells von den Entwicklungen am Kapitalmarkt möglicherweise überholt worden sein kann. Der Kapital- und Finanzierungsmarkt bietet stark wachsenden Unternehmen inzwischen ein umfangreiches Kompendium an Finanzierungstiteln, die im zweiten Kapitel der Arbeit ansatzweise dargestellt worden sind. Insbesondere moderne mezzanine Finanzierungsinstrumente für Wachstumsunternehmen lassen in ihrer Komplexität keinen einfachen

Rückschluss zwischen Eigenkapitalausstattung und Wachstumsintensität zu.

Die formalen Kriterien Unternehmensgröße und Unternehmensaltern nehmen in ihrer relativen Bedeutung ab, da der heutige Markt für Unternehmensfinanzierungen immer weniger formale Zugangshürden aufweist. Der Markt ist durchlässiger auch für kleine und junge Unternehmen, denen Finanzierungsformen zur Verfügung stehen, die sich noch vor einigen Jahren durch erhebliche Friktionen ausgezeichnet haben.

Darüber hinaus ist die Kapitalstruktur auch immer als die Summe aller Finanzierungsentscheidungen im Einzelfall zu verstehen. Unternehmen, die keine bewusste Kapitalstrukturentscheidung treffen, machen ihre Entscheidung im Einzelfall auch noch von anderen Kriterien abhängig, die ebenso wie die Finanzinstrumente selber im zweiten Kapitel der Arbeit vorgestellt worden sind. Für Wachstumsunternehmen können die mit der Finanzierung verbundenen Kosten eine wichtigere Rolle spielen als für langfristig profitable Unternehmen. Darüber hinaus kann in Umkehr der Pecking-Order gerade für stark wachsende Unternehmen die Beteiligung eines externen Dritten eine sinnvolle Wachstumsoption sein, wenn es sich um einen Partner handelt, der für das Unternehmen strategisch sinnvoll ist.

Diese Entwicklungen rechtfertigen nicht vollständig, dass die Auswertungen in diesen Dimensionen zu keinen belastbaren Ergebnissen führen, liefern aber erste Erklärungsansätze für diese.

Der Vergleich der Ergebnisse mit den bestehenden Studien, die im Rahmen des dritten Kapitels vorgestellt worden sind, ist nicht durchgängig deckungsgleich. BASKIN kann ebenfalls bestätigen, dass sich der Verschuldungsgrad umgekehrt proportional zum vergangenen Gewinn entwickelt. Darüber hinaus gelingt ihm ferner der Nachweis des hier nur vermuteten Zusammenhangs zwischen Wachstum und Verschuldungsgrad. ALLEN und BENITO bestätigen den Zusammenhang zwischen Profitabilität und Eigenkapitalausstattung analog.⁵¹⁸

DE HAAN und HINLOOPEN bestätigen in ihrer Arbeit ebenfalls den Zusammenhang

⁵¹⁸ Vgl. Baskin (1989), S. 33, Allen (1993), S. 111, Benito (2003), S. 16.

zwischen Cash-Flow und Verschuldungsgrad, der auch in vorliegenden Arbeit nachgewiesen werden kann.⁵¹⁹

Um die in dieser Arbeit nicht bestätigten Hypothesen zu detaillieren und ein noch besseres Verständnis des Deutungsvermögens des Pecking-Order-Modells bei der Erklärung der Kapitalstruktur großer mittelständischer Unternehmen zu erhalten, können die im folgenden Abschnitt beschriebenen Ansatzpunkte für weitere Analysen dienen.

6.2 Ausblick und weiterer Forschungsbedarf

Die vorliegende Arbeit ist als erster Ausgangspunkt zu verstehen, die versucht auf Basis einer bereits bestehenden Datenbasis das Pecking-Order-Modell in seinem Erklärungsgehalt zu validieren.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit sind verschiedene Ansatzpunkte für weitere Analysen deutlich geworden.

Die erste Stoßrichtung bezieht sich auf die der Untersuchung zu Grunde liegenden Datenbasis. Durch eine gezielte Primärerhebung können die zur Testung der Hypothesen benötigten Variablen nicht nur trennschärfer, sondern auch vollständig erhoben werden.

Darauf aufbauend kann der Zusammenhang zwischen den Einflussfaktoren und dem Verschuldungsgrad wie im Pecking-Order-Modell beschrieben bei Vorliegen aller vermuteten Einflussfaktoren auch multivariat mittels einer Regression statistisch anspruchsvoller untersucht werden.

Als dritte Stoßrichtung für nachfolgende Analysen kann formuliert werden, dass die untersuchten Unternehmen variiert werden können. Bis heute liegt keine umfangreiche Untersuchung für klassisch definierte KMU vor. Hier bieten die Mittelstandspanel der KfW eine Datenbasis, die regelmäßig erhoben und erweiterbar ist.

⁵¹⁹ Vgl. de Haan/Hinlopen (2002), S. 20.

7 Literaturverzeichnis

- ACHLEITNER, A.-K./FINGERLE, C. H. (2004): Finanzierungssituation des deutschen Mittelstands, in: Achleitner, A.-K./Einem, C. v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 5–40.
- ACHLEITNER, A.-K./WAHL, S. (2004): Private Debt als alternative Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen, in: Achleitner, A.-K./Einem, C. v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 41–80.
- AHRWEILER, S./BÖRNER, C. J. (2003): Neue Finanzierungswege für den Mittelstand: Ausgangssituation, Notwendigkeit und Instrumente, in: Kienbaum, J./Börner, C. J. (Hrsg.): Neue Finanzierungswege für den Mittelstand, Wiesbaden 2003, S. 3–73.
- AKERLOF, G. A. (1970): The market for "Lemons": Quality, uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Heft 84, S. 488–500.
- ALLEN, D. E. (1993): The pecking order hypothesis: Australian evidence, in: Applied Financial Economics, 3. Jg. (1993), S. 101–112.
- ALTMAN, E. I. (1984): A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, in: The Journal of Finance, 39. Jg. (1984), Heft 4, S. 1067–1089.
- AUDRETSCH, D. B./ELSTON, J. A. (1997): Financing the German Mittelstand, in: Small Business Economics, 9. Jg. (1997), S. 97–110.
- AUTORE, D./KOVACS, T. (2004): The Pecking Order Theory and Time-Varying Adverse Selection Costs, Department of Finance, Pamplin College of Business, Virginia 2004.
- BACKHAUS, K./KÖHL, T. (2001): Projektfinanzierung, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1715–1735.
- BACKHAUS, K./SCHILL, J./UEKERMANN, H. (1993): Projektfinanzierung, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 531–556.
- BASKIN, J. (1989): An empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, in: Journal of Financial Management and Analysis, 18. Jg. (1989), S. 26–35.

- BENITO, A. (2003): The Capital Structure Decisions of Firms: Is there a Pecking Order?, Documento de Trabajo No. 0310, Banco de Espana, Madrid 2003.
- BENVENISTE, L. M./SPINDT, P. A. (1989): How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, in: *Journal of Financial Economics*, 24. Jg. (1989), S. 343–361.
- BERGER, A. N./UDELL, G. F. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, in: *Journal of Banking & Finance*, 22. Jg. (1998), S. 613–673.
- BERNET, B./DENK, C. L. (2000): *Finanzierungsmodelle für KMU*, Bern u. a. 2000.
- BESSLER, W./THIES, S. (2001): Die optimale Kapitalstruktur (2.1.3), in: Achleitner, A.-K./Thoma, G. F (Hrsg.): *Handbuch Corporate Finance*, Loseblattausgabe, 2. Aufl., Köln 2001.
- BETGE, P. (2001): Selbstfinanzierung, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1916–1927.
- BETSCH, O. (2001): Factoring, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 681–691.
- BHATTACHARYA, S. (1979): Imperfect Information, Dividend Policy and „The Bird in the Hand“ Fallacy, in: *Bell Journal of Economics*, 10. Jg. (1979), S. 259–270.
- BHOLE, L. M./MAHAKUD, J. (2004): Trends and Determinants of Corporate Capital Structure in India: A Panel Data Analysis, in: *Finance India*, 19. Jg. (2004), S. 37–55.
- BITZ, M. (2001): Theorie der Kapitalstruktur, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp.1317–1340.
- BLEIS, C. (2006): *Grundlagen Investition und Finanzierung*, München 2006.
- BOEHM-BEZING, C.-L. v. (2001): Rentabilisierung der Bankverbindung mit nicht emissionsfähigen Unternehmen, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 495–511.
- BONTEMPI, M. E. (2002): The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy, in: *Empirical Economics*, 27. Jg. (2002), S. 1–22.
- BÖRNER, C. J./EOS (2005): EOS-Finanzpanel – Finanzierungswege im Mittelstand, Ergebnisse der Befragung 01/05, im Internet unter Adresse: <http://www.eos-finan->

nel.de/ergebnisse.php?PHPSESSID=b6e494050d51e80047dfc681b27c9041
&PHPSESSID=b6e494050d51e80047dfc681b27c9041, Stand 27.11.2005.

- BORTZ, J. (2005): Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler, 6. Aufl., Heidelberg 2005.
- BOSCH, K. (1996): Großes Lehrbuch der Statistik, München, Wien 1996.
- BRANDER, J./LEWIS, T. (1986): Oligopoly and financial structure: The limited liability effect, in: American Economic Review, 76. Jg. (1986), S. 956–970.
- BRAUNSCHWEIG, C. (1999): Unternehmensfinanzierung, München 1999.
- BREALEY, R. A./MYERS, S. C. (2000): Principles of Corporate Finance, 6. Aufl., New York 2000.
- BREUER, W. (1998): Finanzierungstheorie, Eine systematische Einführung, Wiesbaden 1998.
- BROUNEN; D./DE JONG, A./KOEDIJK, K (2004): Corporate Finance in Europe – Confronting Theory with Practice, Rotterdam School of Management und Erasmus Universität Rotterdam, Rotterdam 2004.
- BRUINSHOOFD, A., KOOL, C. (2002): The Determinants of Corporate Liquidity in the Netherlands, Department of Economics, Maastricht Univeristy 2002.
- BÜSCHGEN, H. E. (1993): Leasing: Erfolgs- und liquiditätsorientierter Vergleich zu traditionellen Finanzierungsinstrumenten, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 495–517.
- BUHL, U. (2001): Leasing, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1487–1496.
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER
KAPITALBETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN E.V. (Hrsg.) (2006):
BVK Statistik 2005, Berlin 2006.
- BUNDESVERBAND DEUTSCHER LEASING-UNTERNEHMEN E.V. (Hrsg.)
(2005): Leasing-Markt 2005, Bundesrepublik Deutschland, in: Internet unter
Adresse: [http://www.leasing-
ver-
band.de/download/presse/publikationen/pdf/031_bdl_jaheresber_2006.pdf](http://www.leasing-ver-
band.de/download/presse/publikationen/pdf/031_bdl_jaheresber_2006.pdf),
Stand: 08.01.2007.
- BUSSE VON COLBE, W. (1964): Die Planung der Betriebsgröße, Wiesbaden 1964.
- COENENBERG, A.G. (2003): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 19. Aufl., Stuttgart 2003.

- COPELAND, T. E./WESTON, J. F./SHASTRI, K. (2005): *Financial Theory and Corporate Policy*, 4. Aufl., Boston u. a. 2005.
- CREDITREFORM (Hrsg.) (2005): *Wirtschaftslage und Finanzierung im Mittelstand Herbst 2005*, in: Internet unter Adresse: [http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Aktuelles/Creditreform_Analy-sen/Wirtschaftslage_und_Finanzierung_im_Mittelstand_\(Herbst_2005\)/index.jsp](http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Aktuelles/Creditreform_Analy-sen/Wirtschaftslage_und_Finanzierung_im_Mittelstand_(Herbst_2005)/index.jsp), Stand: 30.10.2005.
- DE HAAN, L, HINLOOPEN, J. (2002): *Ordering the Preference Hierachies for Internal Finance, Bank Loans, Bond and Share Issues*, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2002 72/02, Amsterdam 2002.
- DETRAGIACHE, E. (1994): *Public versus Private Borrowing: A Theory with Implications for Bankruptcy Reform*, in: *Journal of Financial Intermediation*, 3. Jg. (1994), S. 327–354.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2000): *Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland*, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monatsbericht*, 52. Jg. (2000), Heft Januar, S. 33–48.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2004a): *Neuere Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen*, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monatsbericht*, 56. Jg. (2004), Heft April, S. 15–26.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2006a): *Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2005*, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monatsbericht*, 58. Jg. (2006), Heft Juni, S. 15–33.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2006b): *Kapitalmarktstatistik Dezember 2006*, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Frankfurt am Main 2006.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2006c): *Bankenstatistik Dezember 2006*, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 1, Frankfurt am Main 2006.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2004b): *Monatsbericht*, 56. Jg. (2004), Heft Oktober.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (Hrsg.) (2005): *Monatsbericht*, 57. Jg. (2005), Heft Oktober.
- DEUTSCHER FACTORING-VERBAND E.V. (Hrsg.) (2006): *Factoring in Deutschland*, 4. Aufl., Mainz 2006.
- DEUTSCHER INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMERTAG (Hrsg.) (2002): *Mittelstandsfinanzierung in schwierigem Umfeld, Ergebnisse einer Umfrage zur Unternehmensfinanzierung*, Berlin u. a. 2002.

- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V. (Hrsg.) (2003a): Kapitalmarkt und Mittelstand, Ergebnisse einer Befragung nicht-börsennotierter Unternehmen in Deutschland, Heft 24, Studien des Deutschen Aktieninstituts e.V., Frankfurt am Main 2003.
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V. (Hrsg.) (2003b): DAI-Factbook, Frankfurt am Main 2003.
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V. (Hrsg.) (2005): DAI-Factbook, Frankfurt am Main 2005.
- DSGV (Hrsg.) (2005): Diagnose Mittelstand 2005 Statistischer Anhang, in: Internet unter Adresse: <http://www.s-klusiv.de/fk/startseite/mittelstand/anhang.pdf>, Stand: 30.10.2005.
- DROBETZ, W./FIX, R. (2005): What are the Determinants of the Capital Structure? Evidence from Switzerland, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 141. Jg. (2005), Heft 1, S. 71–113.
- DROBETZ, W./PENSA, P./WÖHLE, C. B. (2004): Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung, in: Internet unter Adresse: <http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2004/05-04.pdf>, Stand: 21.03.2005.
- DRUKARCZYK, J. (1993a): Finanzierung über Pensionsrückstellungen, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 229–260.
- DRUKARCZYK, J. (1993b): Theorie und Politik der Finanzierung, 2. Aufl., München 1993.
- EILENBERGER, G. (2001): Finanzierungsarten, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 778–790.
- EILENBERGER, G. (2003): Betriebliche Finanzwirtschaft, 7. Aufl., München, Wien 2003.
- EINEM, C. v./SCHMID, S. (2004): Moderne Private-Debt-Finanzierungsinstrumente und deren rechtliche Implementierung, in: Achleitner, A.-K./Einem, C. v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 147–167.
- EINEM, C. v./TRÄNKLE, C. (2004): Risikokompensationsklauseln und Abwicklungsfragen bei Private-Debt-Strukturen, in: Achleitner, A.-K./Einem, C. v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 169–186.

- EISELE, F./NEUS, W. (2003): Asset-Backed Securities, Informationsasymmetrien und Regulierung, in: Knobloch, A. P./Kratz, N. (Hrsg.): Neuere Finanzprodukte – Anwendung, Bewertung, Bilanzierung, Festschrift zum 65. Geburtstag von Wolfgang Eisele, München 2003, S. 233–263.
- ELSCHEN, R. (1993): Eigen- und Fremdfinanzierung - Steuerliche Vorteilhaftigkeit und betriebliche Risikopolitik, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 585–617.
- EUROPÄISCHE KOMMISSION (2003): Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises, in: Internet unter Adresse: http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_124/l_12420030520en00360041.pdf, Stand: 11.08.2004.
- FAMA, E. F./FRENCH, K. R. (2002): Testing Trade-Off and Pecking Order, Predictions About Dividends and Debt, in: The Review of Financial Studies, 15. Jg. (2002), Heft 1, S. 1–33.
- FEINEN, K. (2001): Leasing, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): Handbuch Finanzierung, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 373–400.
- FRANK, M. Z./GOYAL, V. K. (2003): Testing the pecking order theory of capital structure, in: Journal of Financial Economics, 67. Jg. (2003), S. 217–248.
- FRANKE, G./HAX, H. (2004): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Aufl., Berlin u. a. 2004.
- FRICK, S. (2004): Mezzanine-Kapital schafft dem Käufer zusätzlichen Spielraum, in: Handelsblatt vom 28.04.2004, Nr. 82, S. C2.
- GANTZEL, K. J. (1962): Wesen und Begriff der mittelständischen Unternehmung, Köln 1962.
- GEBHARDT, G. (1993): Anleihen als Instrumente der langfristigen Finanzierung, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 445–475.
- GEISELER, C. (1999): Das Finanzierungsverhalten kleiner und mittlerer Unternehmen, Wiesbaden 1999.
- GERKE, W. (2001): Agency-Theorie, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 24–36.
- GHOSH, A/CAI, F. (1999): Capital Structure: New Evidence of optimality and pecking order theory, in: American Business Review, 17. Jg. (1999), S. 32–44.
- GRILL, W./PERCZYNSKI, H. (2004): Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 38. Aufl., Troisdorf 2004.

- GRINBLATT, M./TITMAN, S. (2002): *Financial Markets and Corporate Strategy*, 2. Aufl., New York u. a. 2002.
- GRUNOW, H. W. G./FIGGENER, S. (2006): *Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung*, Berlin 2006.
- GÜNTERBERG, B./WOLTER, H.-J. (2002): *Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002*, IfM-Materialien Nr. 157, Institut für Mittelstandsforschung Bonn, Bonn 2002.
- GUTENBERG, E. (1961): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Band 1, 6. Aufl., München 1961.
- GUTENBERG, E. (1987): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*, Band 3, 9. Aufl., München 1987.
- HALLER, A. (2001): *Kapital der Aktiengesellschaft*, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1199–1208.
- HELWEGE, J./LIANG, N. (1996): *Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms*, in: *Journal of Financial Economics*, 40. Jg. (1996), S. 429–458.
- HILLMANN, J. (2003): *Projektfinanzierung für den Mittelstand*, in: Kienbaum, J./Börner, C. J. (Hrsg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Wiesbaden 2003, S. 275–290.
- HINDERER, M. (1984): *Die mittelständische Unternehmung – Selbstverständnis in der Marktwirtschaft*, München 1984.
- HIRTE, H. (2001): *Genussscheine*, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 967–975.
- HIRTH, H. (2005): *Grundzüge der Finanzierung und Investition*, München 2005.
- HÖLSCHER, R. (2001): *Kreditarten*, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1372–1386.
- IKB DEUTSCHE KREDITBANK (Hrsg.) (2003): *Bilanzauswertung 2002*, in: Internet unter Adresse: http://www.ikb.de/content/de/branchen_und_maerkte/downloadcenter/Themenauswahl/Analysen/Unternehmerthemen/11_03_Bilanzanalyse.pdf, Stand: 30.10.2005.
- JAHRMANN, F.-U. (1996): *Finanzierung*, 3. Aufl., Herne, Berlin 1996.

- JENSEN, M. C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *The American Economic Review*, 76. Jg. (1986), Heft 2, S. 323–329.
- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3. Jg. (1976), S. 305–360
- JESCH, T. A. (2002): Private Equity als Finanzierungsalternative für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU), in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): *Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung*, Stuttgart 2002, S. 141–160.
- KÄMPFER, G. (2001): Rücklagen und Rückstellungen, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1879–1889.
- KARSTEN, W. F. (2001): Factoring und Forfaitierung – Alternativen der Fremdfinanzierung, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 401–433.
- KAZMIEROWSKI, W./BIEDING, G. (2004): Kapitalmarkt bietet Mittelstand gute Finanzierungsalternativen, in: *Börsenzeitung* vom 03.11.2004, Nr. 213, S. 4.
- KESSLER, J. (2002): Eigenkapital ersetzende Gesellschafterdarlehen im Recht der GmbH, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): *Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung*, Stuttgart 2002, S. 469–480.
- KFW BANKENGRUPPE (Hrsg.) (2003a): Eigenkapital für den „breiten“ Mittelstand, Neue Wege und Instrumente, Abschlussbericht, Frankfurt am Main 2003.
- KFW BANKENGRUPPE (Hrsg.) (2003b): Unternehmensfinanzierung in schwierigem Fahrwasser, Wachsende Finanzierungsprobleme im Mittelstand, Auswertung der Unternehmensbefragung 2002, Frankfurt am Main 2003.
- KFW BANKENGRUPPE (Hrsg.) (2003c): Mittelstandsfinanzierung im Wandel, in: *Mittelstands- und Strukturpolitik*, Heft 30, S. 48–76, Frankfurt am Main 2003.
- KFW BANKENGRUPPE (Hrsg.) (2004): Unternehmensfinanzierung: Noch kein Grund zur Entwarnung, aber Fortschritte bei der Anpassung an neue Spielregeln des Finanzmarkts, Auswertung der Unternehmensbefragung 2003/2004, Frankfurt am Main 2004.
- KLEY, K.-L. (2001): Aktien als Finanzierungsinstrument, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 36–46.

- KÖHLER, P. (2003): Banken feilen an Finanzierungsalternativen, in: Handelsblatt vom 09.10.2003, Nr. 194, S. 19.
- KOKALJ, L./PAFFENHOLZ, G. (2001): Zukunftsperspektiven der Mittelstandsfinanzierung, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001, Wiesbaden 2001, S. 79–118.
- KOKALJ, L./PAFFENHOLZ, G./MOOG, P. (2003): Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung, Wiesbaden 2003.
- KRIMPHOVE, D./TYTKO, D. (2002): Der Begriff „mittelständische Unternehmen“ in betriebswirtschaftlicher und juristischer Diskussion, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung, Stuttgart 2002, S. 3–13.
- KRUSCHWITZ, L. (2004): Finanzierung und Investition, 4. Aufl., München 2004.
- LELAND, H. E./PYLE, D. H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in: The Journal of Finance, 32. Jg. (1977), Heft 3, S. 371–387.
- LEOPOLD, G./FROMMANN, H./KÜHR, T. (2003): Private Equity – Venture Capital, 2. Aufl., München 2003.
- LICHY, W. (1967): Besteuerung und Innenfinanzierung, Berlin 1967.
- MANG, T. (2001): Kurzfristige Fremdfinanzierung durch Kreditinstitute, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): Handbuch Finanzierung, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 181–209.
- MANN, R. (2002): Förderbank für den Mittelstand: Die Förderprogramme der KfW, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung, Stuttgart 2002, S. 899–912.
- MARTENS, K. (1996): Ankündigungseffekte von Aktienemissionen: Der Myers/Majluf-Effekt, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 25. Jg. (1996), Heft 6, S. 299–303.
- MASULIS, R. W. (1980): The effects of capital structure change on security prices: A study of exchange offers, in: Journal of Financial Economics, 8. Jg. (1980), S. 139–178.
- MCKINSEY & COMPANY u. a. (Hrsg.) (2005): Perspektiven für profitables Wachstum, Ergebnisse der Mittelstandsinitiative „Unternehmertum Deutschland“, Düsseldorf 2005.
- MENZEL, R. R./DOBRO, M. (2004): Historische Entwicklung des Private-Debt-Markts in den USA und Europa, in: Achleitner, A.-K./Einem, C.

- v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 93–100.
- MILLER, M. H. (1977): Debt and Taxes, in: The Journal of Finance, 32. Jg. (1977), Heft 2, S. 261–275.
- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: The American Economic Review, 48. Jg. (1958), Heft 3, S. 261–297.
- MODIGLIANI, F./MILLER, M. H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: The American Economic Review, 53. Jg. (1963), Heft 4, S. 433–443.
- MÖLLERING, J./OSEMANN, F. (2002): Rechtsfragen der Finanzierung in der Unternehmensform der mittelständischen GmbH, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung, Stuttgart 2002, S. 455–467.
- MOMBURG, C. (2003): Finanzierungsalternativen für den industriellen Mittelstand, Vortrag vom 27.02.2003, Deutsche Industriebank, Düsseldorf 2003.
- MOSER, R. (1993): Außenhandelsfinanzierung, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 557–584.
- MYERS, S. C. (1977): Determinants of Corporate Borrowing, in: Journal of Financial Economics, 5. Jg. (1977), S. 147–175.
- MYERS, S. C./MAJLUF, N. S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have, in: Journal of Financial Economics, 13. Jg. (1984), S. 187–221.
- NAUJOKS, W. (1975): Unternehmensgrößenbezogene Strukturpolitik und gewerblicher Mittelstand, Göttingen 1975.
- NEUBÜRGER, H.-J. (2001): Innenfinanzierung der Unternehmen: Shareholder Value orientiertes Cash-Flow Management, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): Handbuch Finanzierung, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 155–180.
- NIEDERÖCKER, B. (2002): Finanzierungsalternativen in kleinen und mittleren Unternehmen, Wiesbaden 2002.
- OLDENBOURG, A./PREISENBERGER, S. (2004): Stille Beteiligungen als traditionelle Form der Mezzanine-Finanzierung im deutschen Mittelstand, in: Achleitner, A.-K./Einem, C. v./Schröder, B. v. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart 2004, S. 139–145.
- OLFERT, K./REICHEL, C. (2003): Finanzierung, 12. Aufl., Ludwigshafen 2003.

- ORTSEIFEN, S. (2002): Projektfinanzierung für mittelständische Unternehmen, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung, Stuttgart 2002, S. 721–741.
- O.V. (2002): Mittelständler mit hohem Risiko sind künftig schlechter dran, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.07.2002, Nr. 158, S. 10.
- O. V. (2005): Eigenkapital im Fokus, in: Handelsblatt vom 11.04.2005, Nr. 71, S. M1.
- O.V. (2007): WELT-Rangliste der deutschen Wirtschaft 2005, in: Internet unter Adresse: <http://www.wams.de/extra/service/940190.html>, Stand: 08.01.2007.
- PAUL, S. (2001): Asset Backed Securities, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 126–133.
- PERRIDON, L./STEINER, M. (2007): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Aufl., München 2007.
- PERRIDON, L./STEINER, M. (2003): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 12. Aufl., München 2003.
- PFOHL, H.-C. (1997): Abgrenzung der Klein- und Mittelbetriebe von Großbetrieben, in: Pfohl, H.-C. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe, 3. Aufl., Berlin 1997, S. 1–25.
- PRACHT, J. (2000): Strategic Financing of Small- and Medium-Sized Entreprises in the German IT Sector, Aachen 2000.
- RAJAN, R. G./ZINGALES, L. (1995): What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, in: The Journal of Finance, 50. Jg. (1995), Heft 5, S. 1421–1460.
- ROCK, K. (1986): Why New Issues are Underpriced, in: Journal of Financial Economics, 15. Jg. (1986), S. 187–212.
- RÖSLER, P. (1993): Kreditfinanzierung über Intermediäre, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 401–428.
- ROHLFING, M./FUNCK, D. (2002): Kleine und mittlere Unternehmen (KMU), IMS-Forschungsberichte Nr. 7, Institut für Marketing & Handel, Georg-August-Universität Göttingen, Göttingen 2002.
- ROSS, S. A. (1977): The determination of financial structure: the incentive-signalling approach, in: The Bell Journal of Economics, 8. Jg. (1977), S. 23–40.

- SACHS, L. (2004): *Angewandte Statistik*, 11. Aufl., Berlin u. a. 2004.
- SCHÄFER, D. (2001): *Informationsökonomische und neoklassische Finanzierung, Eine Einführung*, Freie Universität Berlin, Berlin 2001.
- SCHÄFER, D./KRUSCHWITZ, L./SCHWAKE, M. (1998): *Studienbuch Finanzierung und Investition*, 2. Aufl., München, Wien 1998.
- SCHIPPOREIT, E. (2001): *Externe Eigenfinanzierung bei Kapitalgesellschaften*, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 437–467.
- SCHMIDT, H.-P. (2001): *Versicherungswirtschaft, Anlagepolitik der Versicherungen*, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 2138–2145.
- SCHNEIDER, D. (1986): *Lücken bei der Begründung einer "Eigenkapitallücke"*, in: *Die Betriebswirtschaft – Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 39. Jg. (1986), S. 2293–2298.
- SCHNEIDER, T./DROSTE, M. (2002): *Asset-Backed-Securitisation (ABS)*, in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): *Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung*, Stuttgart 2002, S. 383–408.
- SCHUSTER, L. (2001): *Kreditleihe*, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 1417–1424.
- SOGORB-MIRA, F./LOPEZ-GRACIA, J. (2003): *Pecking Order versus Trade Off: An empirical Approach to the small and medium Enterprise Capital Structure*, Working Paper EC 2003 09, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas, Alicante 2003.
- STATISTISCHES BUNDESAMT (Hrsg.) (2007): *Finanzen und Steuern 2004, Umsatzsteuer*, Fachserie 14, Reihe 8, in: Internet unter Adresse: <http://www.destatis.de/download/d/fist/fistdow02.xls>, Stand: 08.01.2007.
- STIEFL, J. (2005): *Finanzmanagement*, München 2005.
- SÜCHTING, J. (1995): *Finanzmanagement*, 6. Aufl., Wiesbaden 1995.
- SWOBODA, P. (1985): *Die Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht*, in: Ruppe, H. G./Swoboda, P. /Nitsche, G. (Hrsg.): *Die Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital*, Schriftenreihe des österreichischen Forschungsinstituts für Sparkassenwesen, Sonderband, Wien 1985, S. 42–63.

- THEISSEN, E. (2002): Initial-Public-Offerings (IPOs), in: Krimphove, D./Tytko, D. (Hrsg.): *Praktiker-Handbuch Unternehmensfinanzierung*, Stuttgart 2002, S. 201–218.
- TIPKE, K./LANG, J. (2005): *Steuerrecht*, 18. Aufl., Köln 2005.
- TIPPELSKIRCH, A. v. (2001): Langfristige Fremdfinanzierung durch Kreditinstitute, in: Breuer, R.-E. (Hrsg.): *Handbuch Finanzierung*, 3. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 227–249.
- TIROLE, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*, Princeton.
- TITMAN, S./WESSELS, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice, in: *The Journal of Finance*, 43. Jg. (1988), Heft 1, S. 1–19.
- VISWANATH, P. V. (1993): Strategic considerations, the pecking order hypothesis, and market reactions to equity financing, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28. Jg., (1993), S. 213–234.
- VOLLMER, L. (2001): Wertpapiere, juristischer Begriff, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 3. Aufl., Stuttgart 2001, Sp. 2230–2237.
- WARNER, J. B. (1977): Bankruptcy Costs: Some Evidence, in: *The Journal of Finance*, 32. Jg. (1977), Heft 2, S. 337–347.
- WEISE, S. (2003): Wachstumsfinanzierung durch Private Equity und Mezzanine - Chancen, Anforderungen und Grenzen, in: Kienbaum, J./Börner, C. J. (Hrsg.): *Neue Finanzierungswege für den Mittelstand*, Wiesbaden 2003, S. 361–370.
- WELSH, J. A./WHITE, J. F. (1981): A Small Business Is Not a Little Big Business, in: *Harvard Business Review*, 59. Jg. (1981), Heft 4, S. 18–32.
- DUDEN (Hrsg.) (2001): *Duden – Richtiges und gutes Deutsch*, Band 9, 5. Aufl., Mannheim 2001.
- WÖHE, G./BILSTEIN, J. (2002): *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung*, 9. Aufl., München 2002.
- WOLTER, H.-J./HAUSER, H.-E. (2001): Die Bedeutung des Eigentümerunternehmens in Deutschland – Eine Auseinandersetzung mit der qualitativen und quantitativen Definition des Mittelstands, in: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (Hrsg.): *Jahrbuch zur Mittelstandsforschung 1/2001*, Wiesbaden 2001, S. 25–77.
- WOSSIDLO, P. R. (1993): Mittelständische Unternehmungen, in: Wittmann, W./Kern, W./Köhler, R./Küpper, H.-U./Wysocki, K. v. (Hrsg.): *Handwörterbuch*

terbuch der Betriebswirtschaftslehre, Band 2, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 2888–2898.

WURM, G./WOLFF, K./ETTMANN, B. (1999): Kompaktwissen Bankbetriebslehre, 7. Aufl., Köln 1999.

ZÖFEL, P. (2002): SPSS-Syntax – Die ideale Ergänzung für effiziente Datenanalyse, München 2002.

ZOPPA; A./McMahon, G. P. (2002): Pecking Order Theory and the Financial Structure of Manufacturing SMEs from Australia's Business Longitudinal Survey, School of Commerce, Research Paper Series 02-1, Adelaide 2002.

Anhang



Fragebogen



McKinsey&Company



Fragebogenleitfaden

Allgemeine Hinweise

Vielen Dank, dass Sie als Unternehmer unsere Initiative "Unternehmertum Deutschland – Eine Perspektive für profitables Wachstum" unterstützen. Nach Rücksendung des vollständig ausgefüllten Fragebogens erhalten Sie automatisch eine Auswertung für Ihre Branche und Unternehmensgrößenklasse. Zusätzlich senden wir Ihnen auf Wunsch eine individualisierte Einordnung Ihres Unternehmens im Vergleich zu Ihrer Branche zu (Sie können diese unternehmensindividuelle Auswertung am Ende des Fragebogens anfordern). Alle Auswertungen lassen wir Ihnen Anfang 2005 kostenlos zukommen. Mit Ihrer Antwort tragen Sie dazu bei, Erkenntnisse zu profitablen Unternehmenswachstum zu sammeln, die den deutschen Unternehmern und so auch dem Standort Deutschland zugute kommen.

Wir bitten Sie, uns den beiliegenden Fragebogen bis zum 15. August ausgefüllt zurückzusenden. Dafür können Sie den beiliegenden Rückumschlag verwenden.

Alternativ können Sie den Fragebogen auch online unter www.unternehmertum-deutschland.de ausfüllen. Für die Online-Version melden Sie sich bitte mit Ihrer persönlichen Zugangsnummer an.

Ihre persönliche Zugangsnummer lautet: **84835522**.

Vertraulichkeit

Selbstverständlich werden alle Angaben streng vertraulich behandelt und nur für die Auswertungen im Rahmen der Studie "Unternehmertum Deutschland – Eine Perspektive für profitables Wachstum" verwendet.

Fragebogenstruktur

Der Fragebogen besteht aus sechs Abschnitten, die jeweils ein in sich abgeschlossenes Themengebiet behandeln. Vorab und am Ende des Fragebogens fragen wir Sie zusätzlich nach einigen Basisinformationen zu Ihrem Unternehmen.



- | | |
|---|---------------------------------|
| A | A Strategische Marktausrichtung |
| B | B Wertschöpfung |
| C | C Internationalisierung |
| D | D Innovation |
| E | E Finanz- und Risikomanagement |
| F | F Führung und Organisation |

Kontakt bei Rückfragen

Wir haben uns bemüht, den Fragebogen selbsterklärend zu gestalten. Sollten Sie dennoch Rückfragen dazu oder zur Studie insgesamt haben, wenden Sie sich bitte an:

Unternehmertum Deutschland
 c/o McKinsey & Company
 Andrea Woesler
 Königsallee 60c
 40027 Düsseldorf
 Tel.: 0211 136-4114
 Fax: 0211 136-4115
info@unternehmertum-deutschland.de

Vielen Dank für Ihre Mithilfe!

Ausfüllhinweise



Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen so vollständig und genau wie möglich. Wenn die gewünschten Antwortmöglichkeiten nicht vorhanden sind oder Sie sich unsicher fühlen, bitten wir Sie um die Auswahl der am ehesten zutreffenden Antwort bzw. um eine Einschätzung. Falls eine Frage oder Teilfrage auf die spezielle Situation Ihres Unternehmens nicht zutrifft, gehen Sie bitte zur nächsten Frage oder Teilfrage über.

Im Fragebogen finden Sie zwei Fragetypen: offene Fragen, bei denen Sie Text oder Zahlen eingeben können, und Fragen, bei denen Sie unter vorgegebenen Antwortmöglichkeiten durch Ankreuzen auswählen können.

Beispiel 1: Offene Frage

In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?

1970

Beispiel 2: Vorgegebene Antwortmöglichkeiten

Wie wichtig sind folgende Gründe für die Entscheidung Ihres Unternehmens, Wertschöpfungsanteile ins Ausland zu verlagern?

1: Überhaupt
nicht wichtig

5: Sehr
wichtig

- Kostenvorteil im Ausland
- Kundennähe

<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>



Einleitende Fragen

Zu Beginn möchten wir Ihnen einige Fragen zu Ihrem Unternehmen im Allgemeinen stellen. Diese sind wichtig für die Einordnung Ihres Unternehmens in sein Umfeld, seine Branche etc., und sie ermöglichen damit eine Auswertung nach diesen Kategorien.

01 Welche Position bekleiden Sie momentan in Ihrem Unternehmen?

Mitglied der ersten Führungsebene Sonstige

02 Welche Rechtsform hatte Ihr Unternehmen im jeweiligen Jahr?

	2003	1998		2003	1998		2003	1998
Einzelunternehmen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	GbR	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	OHG	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
KG	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	GmbH	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	GmbH & Co. KG	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
AG	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	eG	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Andere	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

03 In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?

04 Wie viele unterschiedliche Geschäftsbereiche besitzt Ihr Unternehmen?

__

05 Wenn Ihr Unternehmen mehr als einen Geschäftsbereich besitzt: Wie sehr unterscheiden sich die Strategien der Geschäftsbereiche in den folgenden Feldern?

1: Kein Unterschied

5: Starker Unterschied

	1	2	3	4	5
• Strategische Marktausrichtung	<input type="checkbox"/>				
• Wertschöpfung	<input type="checkbox"/>				
• Internationalisierung	<input type="checkbox"/>				
• Innovation	<input type="checkbox"/>				
• Finanz- und Risikomanagement	<input type="checkbox"/>				
• Führung und Organisation	<input type="checkbox"/>				

06 Wenn Ihr Unternehmen ein Tochterunternehmen ist, inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen trifft *eigenständige* Entscheidungen in folgenden Bereichen.

1: Trifft überhaupt nicht zu

5: Trifft voll und ganz zu

	1	2	3	4	5
• Strategische Marktausrichtung	<input type="checkbox"/>				
• Wertschöpfung	<input type="checkbox"/>				
• Internationalisierung	<input type="checkbox"/>				
• Innovation	<input type="checkbox"/>				
• Finanz- und Risikomanagement	<input type="checkbox"/>				
• Führung und Organisation	<input type="checkbox"/>				

Fortschrittsindikator 1

Einleitende Fragen



"Unternehmertum Deutschland" wendet sich an Sie in Ihrer Funktion als Unternehmer. Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen für alle Geschäftsbereiche, in denen Sie eine Leitungsfunktion innehaben. Sollten bei einer Frage unterschiedliche Antworten für verschiedene Geschäftsbereiche gelten, wählen Sie bitte die Antwort, die für alle Geschäftsbereiche insgesamt am ehesten zutrifft.

Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen auch, wenn Sie als Tochterunternehmen abhängig von einem Mutterunternehmen sind, da in dieser Umfrage in erster Linie Ihre unternehmerische Funktion von Bedeutung ist.

07 Mit wie vielen verschiedenen Kernprodukten/-dienstleistungen erzielt Ihr Unternehmen etwa 80% des Umsatzes?

1 - 3 4 - 10 11 - 30 31 - 100 > 100

08 In wie vielen verschiedenen Branchen verkaufen Sie Ihre Kernprodukte/-dienstleistungen?

1 - 2 3 - 5 6 - 10 11 - 20 > 20

09 Welche der Aussagen trifft auf Ihr Unternehmen eher zu?

Die Nachfrage nach unseren Kernprodukten/-dienstleistungen unterliegt geringen, gut vorhersagbaren Schwankungen.

1 ----- 5

Die Nachfrage nach unseren Kernprodukten/-dienstleistungen unterliegt starken, nicht vorher-sagbaren Schwankungen (keine Saisonalitäten).

10 Wie viele Hauptkunden hat Ihr Unternehmen?

1 2 - 5 6 - 20 21 - 100 > 100

11 In wie viele Übernahmen war Ihr Unternehmen zwischen 1994 und 2003 involviert?

Anzahl 1994 - 1998 Anzahl 1999 - 2003

-
- Übernahme eines anderen Unternehmens(-teils) durch Ihr Unternehmen
 - Übernahme Ihres Unternehmens/eines Teils Ihres Unternehmens durch ein anderes Unternehmen

2 Fortschrittsindikator



A Strategische Marktausrichtung

Wo steht Ihr Unternehmen heute, wo ist es besonders stark und mit welcher strategischen Marktausrichtung wollen Sie die Herausforderungen der kommenden Jahre meistern? Im Abschnitt "Strategische Marktausrichtung" stellen wir Ihnen Fragen zur grundsätzlichen Aufstellung Ihres Unternehmens und zu zukünftigen Zielrichtungen.

A01 Welche der Aussagen trifft auf Ihr Unternehmen eher zu?

Die Gesamtstrategie unseres Unternehmens legen wir dynamisch nach Opportunitäten fest.	1 ----- 5 <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	Die Gesamtstrategie unseres Unternehmens bestimmen wir systematisch in regelmäßigen Abständen neu.
--	---	--

A02 Wie häufig legt Ihr Unternehmen seine Gesamtstrategie neu fest?

	Mehrmals pro Jahr	Einmal pro Jahr	Alle 2 - 5 Jahre	Seltener

	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A03 Welches ist der Hauptabsatzmarkt (regionale Abgrenzung) Ihres Unternehmens?

(Bitte kreuzen Sie die am ehesten zutreffende Einordnung an.)

Regional beschränkt (etwa bis 200 km Umkreis)	Deutschland	Deutschland und angrenzen- des Ausland	Europa	Weltmarkt

<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A04 Welchen Anteil des Umsatzes erwirtschaftet Ihr Unternehmen in diesem Hauptabsatzmarkt?

	0 - 20%	20 - 40%	40 - 60%	60 - 80%	80 - 100%

	<input type="checkbox"/>				

A05 Wie viele direkte Wettbewerber hat Ihr Unternehmen in diesem Hauptabsatzmarkt?

0	1 - 2	3 - 5	6 - 10	11 - 50	> 50

<input type="checkbox"/>					

A06 Wie häufig überprüfen Sie systematisch Ihre Geschäftsbereiche und Kernprodukte/-dienstleistungen im Sinne einer Portfoliostrukturierung?

	Mehrmals pro Jahr	Einmal pro Jahr	Alle 2 - 5 Jahre	Seltener

• Geschäftsbereiche	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Kernprodukte/-dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A07 Wie hat sich die Anzahl Ihrer Geschäftsbereiche und Kernprodukte/-dienstleistungen seit 1994 in etwa verändert?

	Anzahl

• Neu hinzugekommene Geschäftsbereiche	_ _ _
• Abgestoßene Geschäftsbereiche	_ _ _
• Neu hinzugekommene Kernprodukte/-dienstleistungen	_ _ _
• Abgestoßene Kernprodukte/-dienstleistungen	_ _ _

Fortschrittsindikator 3

A Strategische Marktausrichtung



A08 In welchen der folgenden Bereiche ist Ihr Unternehmen bereits heute *deutlich* besser als der Wettbewerb? Bitte wählen Sie außerdem max. 3 Bereiche aus, in denen Sie sich in den nächsten 5 Jahren *deutlich* verbessern wollen.

	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu			Verbes- serungs- bedarf
• Portfolio unserer Produkte/Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Marke/Markenportfolio	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Mitarbeiterfähigkeiten, -wissen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Managementfähigkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Logistik	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Einkauf von Produkten/Vorleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Forschung und Entwicklung (FuE)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Produktion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Vertrieb/Marketing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• After-Sales-Service	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A09 Was war die *strategische Ausrichtung* Ihres Unternehmens in den vergangenen 5 Jahren? Bitte geben Sie außerdem an, auf welche Strategie Sie sich in Zukunft fokussieren wollen.

	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu			Strate- gischer Fokus
• Kostenführerschaft: niedrigere Gesamtkosten als der Wettbewerb erzielen, um niedrigere Preise anzubieten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Qualitätsführerschaft: höhere Qualität als der Wettbewerb anbieten, um einen Preisaufschlag zu realisieren	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Technologieführerschaft: jeweils als Erster die neueste Technologie in den Produkten und Produktionsverfahren anbieten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Marktführerschaft: der umsatzstärkste Anbieter in der Produktparte sein	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Nischenstrategie: in speziellen Marktsegmenten agieren und dort auf Grund der Spezialisierung hohe Renditen erwirtschaften	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Volumenstrategie: in vielen Marktsegmenten agieren und insgesamt ein hohes Volumen absetzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Standardisierung: standardisierte Produkte für definierte Zielgruppen anbieten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Individualisierung: maßgeschneiderte Problemlösungen für einzelne Kunden/eng definierte Zielgruppen anbieten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Dienstleistungsführerschaft: umfangreichen Service und Dienstleistungen anbieten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Markenführerschaft: die stärkste Marke in unserer Branche etablieren	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



A Strategische Marktausrichtung

A10 Wie verteilt sich Ihre Erlösstruktur auf die folgenden Bereiche?

Bitte schätzen Sie außerdem, wie sich Ihre Erlösstruktur in den nächsten 5 Jahren voraussichtlich entwickeln wird.

		1: Nimmt stark ab		5: Nimmt stark zu	
• Erlöse aus dem Verkauf von Produkten	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Erlöse aus produktnahen Dienstleistungen (z.B. Wartung, Beratung)	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Erlöse aus produktunabhängigen Dienstleistungen	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Summe	100 %				

A11 Wie verteilen sich Ihre Erlöse auf die folgenden Absatzkanäle?

Bitte schätzen Sie außerdem, welche Veränderung der jeweiligen Bedeutung Sie in den nächsten 5 Jahren erwarten.

		1: Nimmt stark ab		5: Nimmt stark zu	
• Shops/Zweigstellen	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Außendienstorganisation	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Callcenter/Direct Mail	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Internet	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Franchisingpartner/Vertragshändler	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Großhändler/Einzelhändler	_____ %	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Summe	100 %				

A12 Was war die *Kundenstrategie* Ihres Unternehmens in den vergangenen 5 Jahren? Bitte geben Sie außerdem an, auf welche *Strategie* Sie sich in Zukunft *fokussieren wollen*.

		1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu		Strategischer Fokus
• Höchste Kundenbindung in unserer Branche		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Höchste Kundenzufriedenheit in unserer Branche		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Höchster Kundennutzen unserer Produkte/ Dienstleistungen in unserer Branche		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A13 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen nutzt *intensiv* folgende Instrumente im Rahmen der systematischen Sammlung, Auswertung und Nutzung von Kundeninformationen.

		1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu	
• Systematische Sammlung von Kundendaten		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Kundenbefragungen zur Erfassung der Kundenbedürfnisse		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Regelmäßige Messung der Kundenzufriedenheit		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Differenzierung des Angebots nach dem Kundenwert		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Customer Relationship Management (CRM)		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Fortschrittsindikator 5

A Strategische Marktausrichtung



A14 Bitte schätzen Sie für Ihre Marke ...	In Deutschland	Im Ausland
... die Bekanntheit in der für Sie relevanten Zielgruppe.	_ _ _ _ %	_ _ _ _ %
... den Anteil der für Sie relevanten Zielgruppe, der Ihre Marke bei der Kaufentscheidung in Erwägung zieht.	_ _ _ _ %	_ _ _ _ %
... den Anteil Ihrer Kunden, der stark an Ihre Marke gebunden ist und sie damit regelmäßig wieder kauft.	_ _ _ _ %	_ _ _ _ %

A15 Woran orientiert sich Ihr Unternehmen <i>hauptsächlich</i> bei der Preissetzung?	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu
• An den Herstellkosten (Cost-Plus Pricing)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Am Wettbewerb (Competitive Pricing)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Am Kundennutzen (Value-based Pricing)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A16 Inwiefern treffen folgende Aussagen auf die Preissetzungsentscheidungen Ihres Unternehmens zu?	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu
• Unser Unternehmen differenziert die Preise für das gleiche Produkt ...		
... zwischen verschiedenen Kundensegmenten.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... zwischen verschiedenen regionalen Märkten.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... zwischen verschiedenen Absatzkanälen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unser Unternehmen definiert einen systematischen Handlungsspielraum für die taktische Preissetzung in Marketing/Vertrieb (z.B. Rabatte, verkaufsfördernde Maßnahmen).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A17 Was war die <i>regionale Strategie</i> Ihres Unternehmens in den vergangenen 5 Jahren? Bitte geben Sie außerdem an, auf welche Strategie Sie sich in Zukunft fokussieren wollen.	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu	Strategischer Fokus
• Regionale Ausweitung unserer Aktivitäten (z.B. von Deutschland auf Europa)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Regionale Fokussierung unserer Aktivitäten (z.B. auf eine Region/individuelle Länder)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

A18 Wie wichtig sind für Sie folgende Möglichkeiten zur Verbesserung der Fähigkeiten Ihres Unternehmens?	1: Überhaupt nicht wichtig	5: Sehr wichtig
• Wir wollen durch eigene Kraft Verbesserungen erreichen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir wollen externe Experten einstellen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir wollen Kooperationen mit Unternehmen nutzen, um unsere Fähigkeiten auszubauen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir wollen andere Unternehmen kaufen, um deren spezielle Fähigkeiten zu erwerben.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir wollen mit Hilfe externer Beratung Verbesserungen erreichen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir wollen mit Hilfe des Mutterkonzerns Verbesserungen erreichen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



B Wertschöpfung

Selbst produzieren oder doch lieber externe Produzenten/Dienstleister nutzen? Im Abschnitt "Wertschöpfung" fragen wir Sie nach der Aufstellung der Wertschöpfungskette Ihres Unternehmens und den Gründen für oder gegen Outsourcing/Offshoring.

B01 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Wir nutzen intensiv externe Produzenten/Dienstleister in folgenden Bereichen.	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu			Bereich nicht vorhanden
<ul style="list-style-type: none"> • Logistik • Einkauf von Produkten/Vorleistungen • Forschung und Entwicklung (FuE) • Produktion • Vertrieb/Marketing • After-Sales-Service • Rechnungswesen • EDV/IT 	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
B02 Bitte geben Sie an, in welchen Bereichen Ihr Unternehmen in den nächsten 5 Jahren signifikante Wertschöpfungsanteile an externe Produzenten/Dienstleister abgeben will.	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu			Bereich nicht vorhanden
<ul style="list-style-type: none"> • Logistik • Einkauf von Produkten/Vorleistungen • Forschung und Entwicklung (FuE) • Produktion • Vertrieb/Marketing • After-Sales-Service • Rechnungswesen • EDV/IT 	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
B03 Bitte geben Sie an, in welchen Bereichen Ihr Unternehmen in den nächsten 5 Jahren signifikante, bisher ausgelagerte Wertschöpfungsanteile wieder selbst erbringen will.	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu			Bereich nicht vorhanden
<ul style="list-style-type: none"> • Logistik • Einkauf von Produkten/Vorleistungen • Forschung und Entwicklung (FuE) • Produktion • Vertrieb/Marketing • After-Sales-Service • Rechnungswesen • EDV/IT 	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Fortschrittsindikator 7

B Wertschöpfung



B04 Hat Ihr Unternehmen nebenstehende Aktivitäten in den vergangenen 5 Jahren an andere Unternehmen im Ausland vergeben (Offshoring)?

	Forschung und Entwicklung	Produktion	Rechnungswesen	EDV/IT	Sonstiges
• Westeuropa (ohne Deutschland)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Osteuropa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• USA/Kanada	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Japan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• China	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Naher/Mittlerer Osten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Ferner Osten (ohne Indien/China)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Lateinamerika	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B05 Plant Ihr Unternehmen, nebenstehende Aktivitäten in den nächsten 5 Jahren an andere Unternehmen im Ausland zu vergeben (Offshoring)?

	Forschung und Entwicklung	Produktion	Rechnungswesen	EDV/IT	Sonstiges
• Westeuropa (ohne Deutschland)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Osteuropa	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• USA/Kanada	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Japan	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• China	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Indien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Naher/Mittlerer Osten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Ferner Osten (ohne Indien/China)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Lateinamerika	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B06 Wie wichtig sind für Sie die folgenden Gründe, Produkte/Leistungen selbst zu erstellen?

	1: Überhaupt nicht wichtig		5: Sehr wichtig		
• Geringere Kosten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Auslastung Kapazitäten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Höhere Qualität	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Erhaltung heutiger Kernkompetenzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Strategische Bedeutung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Vermeidung von Abhängigkeiten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Kundennähe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Soziale/Gesellschaftliche Gründe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



B Wertschöpfung

B07 Wie wichtig sind folgende Gründe für die Entscheidung Ihres Unternehmens, Anteile ins Ausland zu verlagern?

1: Überhaupt nicht wichtig 5: Sehr wichtig

- Kostenvorteil im Ausland
- Kundennähe
- Vorhandene Kompetenzen im Ausland
- Nähe zu Kooperationspartnern
- Erschließung von Auslandsmärkten
- Nähe zu Rohstoffen/Vorprodukten
- Kapazitätsengpässe im Inland

B08 Welche Hemmnisse hindern Ihr Unternehmen an einer stärkeren Fokussierung auf seine Kernkompetenzen (Radikalisierung Ihrer Wertschöpfung)?

1: Trifft überhaupt nicht zu 5: Trifft voll und ganz zu

- Geringer Nutzen einer weiteren Fokussierung
- Verlust von Synergieeffekten
- Zu hohe Marktunsicherheiten
- Umsetzungsrisiken/Neue Schnittstellen
- Vermeidung von Abhängigkeiten von Zulieferern
- Furcht vor Kompetenzverlust
- Verlust der Möglichkeit zum Aufbau neuer Kompetenzen
- Probleme beim Personalabbau

B09 Wie hoch ist der Anteil an Produzenten/ Dienstleistern, die individuelle Produkte/ Vorleistungen ausschließlich für Ihr Unternehmen erstellen?

0 - 20% 20 - 40% 40 - 60% 60 - 80% 80 - 100%

-

C Internationalisierung



Internationalisieren oder doch lieber in Deutschland bleiben? Ist Ihr Unternehmen richtig aufgestellt, um Chancen flexibel zu nutzen und Erfolgskonzepte auszubauen? Im Abschnitt "Internationalisierung" fragen wir Sie nach Strategien und Konzepten zur Internationalisierung bezüglich verschiedener Länder, Funktionen und Formen.

C01 In welchen Regionen/Ländern war Ihr Unternehmen in den aufgeführten Funktionen 2003 aktiv, und welche Schritte planen Sie bis 2008?

(Bitte kreuzen Sie alle in diesen Jahren existierenden Kombinationen an)	Im Jahr 2003				Im Jahr 2008			
	Ein- kauf	FuE	Pro- duktion	Ab- satz	Ein- kauf	FuE	Pro- duktion	Ab- satz
• Westeuropa (ohne Deutschland)	<input type="checkbox"/>							
• Osteuropa	<input type="checkbox"/>							
• USA/Kanada	<input type="checkbox"/>							
• Japan	<input type="checkbox"/>							
• China	<input type="checkbox"/>							
• Indien	<input type="checkbox"/>							
• Naher/Mittlerer Osten	<input type="checkbox"/>							
• Ferner Osten (ohne Indien/China)	<input type="checkbox"/>							
• Lateinamerika	<input type="checkbox"/>							

C02 Seit wann und in wie vielen Ländern war Ihr Unternehmen insgesamt in den folgenden Formen aktiv?

	Jahr des ersten Projekts	Anzahl Länder	
		2003	1998
• Lokale Partner/Händler	_____	_____	_____
• Lizenzvergabe/Franchising	_____	_____	_____
• Kooperation/Joint Venture	_____	_____	_____
• Direkte Investitionen (von eigenem Verkaufsbüro bis zur Produktion)	_____	_____	_____

C03 Welcher Anteil der Internationalisierungsprojekte Ihres Unternehmens seit 1999 war erfolgreich?

_____ %

C04 Im Vergleich zu den direkten Wettbewerbern hat unser Unternehmen im Ausland in den vergangenen 5 Jahren ...

	1:Trifft überhaupt nicht zu		5:Trifft voll und ganz zu		
... erfolgreichere Eintrittsformen gewählt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... erfolgreicher neue Länder gewählt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... erfolgreicher neue Funktionen internationalisiert.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... schneller aus vergangenen Erfahrungen gelernt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... den Internationalisierungsprozess insgesamt besser an neue Länder angepasst.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

C05 Wie viele Mitarbeiter Ihres Unternehmens, die in Deutschland angestellt sind, arbeiteten im Jahr 2003 im Ausland (Expatriates)?



UNTERNEHMERTUM
DEUTSCHLAND

C Internationalisierung

C06 Wie viele Monate und wie viele Personen erfordert die Durchführung eines Internationalisierungsprojekts von der Idee bis zum Abschluss der Implementierung in etwa?

	Monate	Personen
• Lokale Partner/Händler	_____	_____
• Lizenzvergabe/Franchising	_____	_____
• Kooperation/Joint Venture	_____	_____
• Direkte Investitionen (vom eigenen Verkaufsbüro bis zur Produktion)	_____	_____

C07 Inwiefern trifft die folgende Aussage für Ihr Unternehmen zu: Bei neuen Internationalisierungsprojekten sind nur Manager im Team, ...

1: Trifft überhaupt nicht zu
5: Trifft voll und ganz zu

... die schon Internationalisierungsprojekte durchgeführt haben.	<input type="checkbox"/>				
... die schon Projekterfahrung in ähnlichen Ländern haben.	<input type="checkbox"/>				
... die schon Erfahrung mit entsprechenden Internationalisierungsformen (z.B. Lizenzvergabe, Joint Venture) gesammelt haben.	<input type="checkbox"/>				
... die schon Erfahrung mit der Internationalisierung entsprechender Funktionen (z.B. Verkauf, Produktion) gesammelt haben.	<input type="checkbox"/>				

C08 Welchen Anteil Ihrer Arbeitszeit pro Monat verbringen Sie etwa im Ausland?

_____ %

C09 Wie viele verschiedene Fremdsprachen sprechen die Manager der ersten Führungsebene Ihres Unternehmens insgesamt?

C10 Wie viele verschiedene Staatsbürgerschaften sind in der ersten Führungsebene Ihres Unternehmens vertreten?

C11 Inwiefern trifft die folgende Aussage zu: Unser Unternehmen hat in den vergangenen 5 Jahren die folgenden Instrumente *intensiv* genutzt, um neues Wissen im Internationalisierungsbereich zu erwerben.

1: Trifft überhaupt nicht zu
5: Trifft voll und ganz zu

• Einstellung von Managern mit spezifischen Erfahrungen	<input type="checkbox"/>				
• Kooperationen mit Unternehmen mit spezifischem Wissen (z.B. über Länder)	<input type="checkbox"/>				
• Kauf von Unternehmen mit spezifischem Wissen (z.B. Zugang zu Märkten)	<input type="checkbox"/>				
• Beobachtung der Internationalisierungsschritte und -erfolge anderer Unternehmen (z.B. Wettbewerber)	<input type="checkbox"/>				
• Gemeinsame Treffen von Mitarbeitern mit Kunden aus verschiedenen Ländern	<input type="checkbox"/>				
• Nicht organisierter Austausch von Internationalisierungserfahrung (z.B. in Hotelbar, Flughafen)	<input type="checkbox"/>				
• Printinformationen (z.B. Zeitschriften, Statistiken)	<input type="checkbox"/>				

Fortschrittsindikator 11

C Internationalisierung



C12 Wie wichtig sind Erfahrungen in den folgenden Bereichen für ein neues Internationalisierungsprojekt? Erfahrungen ...	1: Überhaupt nicht wichtig					5: Sehr wichtig				
... in einem ähnlichen Kultur- oder Sprachraum	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... im Land des Internationalisierungsprojekts (z.B. Sprache, Kultur, gesetzliche Regelungen)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... in relevanten Internationalisierungsformen (z.B. Lizenzvergabe)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... in der Internationalisierung der Funktion (z.B. Absatz)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<hr/>										
C13 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zum Lernen im Internationalisierungsbereich für Ihr Unternehmen zu?	1: Trifft überhaupt nicht zu					5: Trifft voll und ganz zu				
• Unser Unternehmen ist immer gut informiert, wenn Wettbewerber Internationalisierungsschritte durchführen und ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... neue Formen nutzen (z.B. Lizenzvergabe).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Funktionen internationalisieren (z.B. Verkauf).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... in neue Länder internationalisieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unser Unternehmen testet ständig neue Ideen im Bereich ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Internationalisierungsform (z.B. Joint Venture).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... internationalisierte Funktionen (z.B. FuE).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Internationalisierung in neue Länder.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Die erste Führungsebene ermutigt Mitarbeiter, neue Ideen zu Prozessen und Inhalten der Internationalisierung zu entwickeln.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Es gibt Mitarbeiter, die Trends im internationalen Markt beobachten.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unser Unternehmen misst den Internationalisierungserfolg mittels klarer Indikatoren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wenn unser Unternehmen gesteckte Internationalisierungsziele (z.B. Marktanteile) nicht erreicht, analysieren wir die Gründe im Detail.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<hr/>										
C14 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zum Austausch von Informationen für Ihr Unternehmen zu?	1: Trifft überhaupt nicht zu					5: Trifft voll und ganz zu				
• Zur Durchführung neuer Internationalisierungsprojekte werden Teams ...	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... mit Mitarbeitern unterschiedlicher Länder zusammengestellt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... mit Mitarbeitern unterschiedlicher Funktionen zusammengestellt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Zwischen der Führungsebene und Mitarbeitern werden Verbesserungsvorschläge im Bereich Internationalisierung offen diskutiert.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Nach einem Internationalisierungsprojekt werden besondere Herausforderungen und Erfahrungen dokumentiert.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Es gibt eine einheitliche Geschäftssprache, die im gesamten Unternehmen in allen Ländern verwendet wird (z.B. für Präsentationen).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Es gibt funktionale Experten, die für alle Länder gleichzeitig zuständig sind (z.B. Produktionsexperten).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unser Unternehmen setzt Mitarbeiter aktiv in verschiedenen internationalen Einheiten ein.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



C Internationalisierung

C15 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu: Es findet ein regelmäßiger Gedankenaustausch statt zwischen ...

	1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu	
... Managern mit unterschiedlichen geografischen Verantwortungsbereichen (z.B. USA, Asien).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Mitarbeitern in gleichen Internationalisierungsformen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Mitarbeitern im Ausland und Inland.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... erster Führungsebene und Mitarbeitern der Internationalisierungsteams.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

C16 Inwiefern treffen die nebenstehenden Aussagen zu? (Bitte berücksichtigen Sie nur die Länder/Regionen, in denen Ihr Unternehmen aktiv ist.)	Die Länderorganisation hat einen hohen Marktanteil im Absatzmarkt des Landes/der Region.		Der Wettbewerb im Absatzmarkt ist intensiv.	
	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu

• Westeuropa (ohne Deutschland)	<input type="checkbox"/>									
• Osteuropa	<input type="checkbox"/>									
• USA/Kanada	<input type="checkbox"/>									
• Japan	<input type="checkbox"/>									
• China	<input type="checkbox"/>									
• Indien	<input type="checkbox"/>									
• Naher/Mittlerer Osten	<input type="checkbox"/>									
• Ferner Osten (ohne Indien/China)	<input type="checkbox"/>									
• Lateinamerika	<input type="checkbox"/>									

C17 Wie viele Mitarbeiter arbeiteten in den folgenden Ländern/Regionen für Ihr Unternehmen und wie hoch war dort jeweils der Anteil am Gesamtumsatz Ihres Unternehmens?

(Bitte berücksichtigen Sie nur die Länder/Regionen, in denen Ihr Unternehmen aktiv ist.)

	Anzahl Mitarbeiter		Anteil Gesamtumsatz	
	2003	1998	2003	1998
• Westeuropa (ohne Deutschland)	_____	_____	___%	___%
• Osteuropa	_____	_____	___%	___%
• USA/Kanada	_____	_____	___%	___%
• Japan	_____	_____	___%	___%
• China	_____	_____	___%	___%
• Indien	_____	_____	___%	___%
• Naher/Mittlerer Osten	_____	_____	___%	___%
• Ferner Osten (ohne Indien/China)	_____	_____	___%	___%
• Lateinamerika	_____	_____	___%	___%

D Innovation



Innovation von Produkten und Prozessen ist in vielen Industrien Voraussetzung für Wachstum. Doch wie viel Innovation ist sinnvoll? Sollte man sich auf wenige Bereiche konzentrieren oder z.B. Kooperationen eingehen? Im Abschnitt "Innovation" stellen wir Ihnen Fragen zu Konzepten und zum Erfolg von Innovation sowie zukünftigen Entwicklungen in Ihrer Branche.

D01 Welche der Aussagen trifft auf Ihr Unternehmen eher zu?

Prozessinnovationen (z.B. Fertigungsprozesse) sind für unseren Erfolg wichtig.	1 ----- 5 <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	Produktinnovationen (z.B. neue Funktionalitäten) sind für unseren Erfolg wichtig.
--	---	---

D02 Welchen Umsatzanteil hat Ihr Unternehmen in 2003 mit Produkten und Leistungen erzielt, die seit 2001 neu in den Markt eingeführt wurden?

• Mit weiterentwickelten Produkten und Leistungen (ähnliche Eigenschaften und/oder Technologien)	_____ %
• Mit neu entwickelten Produkten und Leistungen (wesentliche Änderungen der Eigenschaften und/oder Technologien)	_____ %
• Mit Produkten und Leistungen, mit denen das Unternehmen Neuland betritt (vollkommen neue Produkte und Technologien)	_____ %

D03 Wie viele Triade-Patente (Patente in Europa, USA und Japan) hat Ihr Unternehmen seit 1994 in den folgenden Bereichen angemeldet?

• Produktinnovationen	_____
• Prozessinnovationen	_____

D04 Nennen Sie bitte 3 wesentliche Innovationsthemen der vergangenen 5 Jahre in Ihrer Branche:

Bei welchen dieser Themen war Ihr Unternehmen ...
(Bitte kreuzen Sie eine Möglichkeit an.)

	... Inno- vations- führer?	... schneller Zweiter?	... später Nach- folger?	... nicht beteiligt?
--	----------------------------------	---------------------------	--------------------------------	-------------------------

1)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D05 Welchen Anteil vom Umsatz hat Ihr Unternehmen für Forschung und Entwicklung neuer Produkte und Prozesse ausgegeben?

	0 - 1%	2 - 3%	4 - 6%	7 - 10%	11 - 15%	> 15%
• Im Jahr 2003	<input type="checkbox"/>					
• Im Jahr 1998	<input type="checkbox"/>					



D Innovation

D06 Wie schätzen Sie Ihr Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz ein?	1: Trifft überhaupt nicht zu					5: Trifft voll und ganz zu				
• Unsere <i>weiterentwickelten</i> Produkte haben sich am Markt besser durchgesetzt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unsere <i>neu entwickelten</i> Produkte haben sich am Markt besser durchgesetzt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir haben mehr neue Märkte außerhalb unserer Kernprodukte erschlossen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unsere Konkurrenten haben die erfolgreicheren Produktinnovationen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D07 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu? Unser Unternehmen ...	1: Trifft überhaupt nicht zu					5: Trifft voll und ganz zu				
... hat sehr guten Zugang zu Informationen über den Stand der Technik in seiner Branche.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... ist über die Fähigkeiten und geplanten Innovationen seiner Wettbewerber informiert.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat einen großen technischen Rückstand im Vergleich zu anderen Unternehmen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat intern frühzeitig neue technologische Entwicklungen angestoßen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... reagiert schnell auf neue technologische Entwicklungen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... ahmt schnell technologisches Wissen und Fähigkeiten anderer Unternehmen nach.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat die nötigen technologischen Fähigkeiten, um neue Produkte und Prozesse zu entwickeln.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat die nötigen Managementfähigkeiten, um neue Produkte und Prozesse zu entwickeln.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat die nötigen Ressourcen, um neue Produkte und Prozesse zu entwickeln.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D08 Worauf haben sich die Innovationsaktivitäten Ihres Unternehmens in den vergangenen 5 Jahren fokussiert? Bitte geben Sie außerdem an, auf welche Aktivitäten Sie sich in Zukunft fokussieren wollen.	1: Trifft überhaupt nicht zu					5: Trifft voll und ganz zu					Zukünftiger Fokus
• Entwicklung neuer Prozesse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Entwicklung neuer Produkte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Reduzierung der Komplexität der gesamten Produktfamilie (Angebotskomplexität)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Flexible Anpassung der bisherigen Produkte an Kundenwünsche	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Kombination existierender Technologien zu neuen Produkten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Entwicklung neuer/Ausbau existierender Dienstleistungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D Innovation



D09 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Die Suche unseres Unternehmens nach neuen Technologien konzentrierte sich in den vergangenen 5 Jahren auf ...

1: Trifft überhaupt nicht zu 5: Trifft voll und ganz zu

... von unserem Unternehmen aktiv bearbeitete Technologiefelder.

... vollkommen neue Technologiefelder.

... thematisch verwandte Technologiefelder.

D10 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen nutzt intensiv folgende Quellen zur Identifizierung neuer technologischer Trends.

1: Trifft überhaupt nicht zu 5: Trifft voll und ganz zu

- Publikationen in Fachzeitschriften
- Messen/Konferenzen
- Patentdatenbanken
- Persönliche Netzwerke (Mitarbeiter/Experten)
- Eigene Wissensdatenbanken/Knowledge-Management
- Forschungseinrichtungen
- Kunden
- Lieferanten
- Wettbewerber
- Kleine innovative Unternehmen (Start-ups)

D11 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen hat in den vergangenen 5 Jahren in folgenden Bereichen mit folgenden externen Partnern intensiv kooperiert.

1: Trifft überhaupt nicht zu 5: Trifft voll und ganz zu

- Grundlagenforschung
 - Kunden
 - Zulieferer
 - Andere Unternehmen
 - Forschungsinstitute
- Entwicklung neuer Produkte und Prozesse
 - Kunden
 - Zulieferer
 - Andere Unternehmen
 - Forschungsinstitute
- Zugang zu neuem technologischen Wissen und Know-how (Benchmarking, Lizenznahme, Beteiligung an einem anderen Unternehmen)
 - Kunden
 - Zulieferer
 - Andere Unternehmen
 - Forschungsinstitute



D Innovation

D12 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen kooperiert bei der Forschung und Entwicklung <i>intensiv</i> mit Partnern ...	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu
... aus derselben Branche.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... aus anderen Branchen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... aus Deutschland.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... aus anderen Ländern.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D13 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu?	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu
• Durch die Fähigkeiten und Ressourcen unserer Kooperationspartner entstehen Synergieeffekte.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Unsere Kooperationen sind von Vertrauen geprägt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Der Managementstil unserer Kooperationspartner ist mit dem unseres Unternehmens kompatibel.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Die Unternehmenskulturen unserer Kooperationspartner sind mit der unseres Unternehmens kompatibel.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir sind in unserer Branche sehr gut vernetzt.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

D14 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu: Unser Unternehmen ...	1: Trifft überhaupt nicht zu	5: Trifft voll und ganz zu
... hat die Prozesse und Kontakte, um geeignete Kooperationspartner zu identifizieren.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... wählt seine Kooperationspartner nach festen Kriterien aus.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... kennt sich gut mit legalen Aspekten von Kooperationsverträgen aus.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat große Expertise in der Verhandlung von Kooperationen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat Prozesse entwickelt, um Informationen und Wissen mit seinen Partnern auszutauschen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... bewertet regelmäßig die Zielerreichung seiner Kooperationen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... hat seine Kooperationsprozesse in formalen Richtlinien (Best Practices) zusammengefasst.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... trainiert regelmäßig seine Projektleiter im Management von Kooperationen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E Finanz- und Risikomanagement



Finanzierung von Unternehmenswachstum, Risikomanagement und Auswirkungen von Basel II sind einige Schlagworte dieses Bereichs. Wir fragen Sie im Abschnitt "Finanz- und Risikomanagement" nach Kapitalquellen, Abhängigkeit von Banken sowie Risikoerfassung und Risikomanagement.

E01 Gibt es ein Mitglied der Unternehmensleitung, das in erster Linie für Finanzen verantwortlich ist? Ja Nein

E02 Bitte kreuzen Sie die zutreffende Aussage an. Bei strategischen Entscheidungen ...

- ... wird der Finanzchef aktiv beteiligt.
- ... hat der Finanzchef ein Vetorecht.
- ... wird der Finanzchef nicht eingebunden.

E03 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu?

- | | 1: Trifft überhaupt nicht zu | | 5: Trifft voll und ganz zu | | |
|---|------------------------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Unser Unternehmen managt <i>aktiv</i> sein Working Capital (Umlaufvermögen und kurzfristige Verbindlichkeiten). | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Unser Unternehmen managt <i>aktiv</i> seine Liquidität (Kasse/Guthaben, kurzfristige Anlagen, Kontokorrent). | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Unser Unternehmen managt <i>aktiv</i> seine Kapitalstruktur. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| • Unser Unternehmen managt <i>aktiv</i> sein ökonomisches Risikoprofil. | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

E04 Wie beurteilen Sie Ihre momentane Liquidität (Kasse/Guthaben, kurzfristige Anlagen, Kontokorrent)?

- | 1: Sehr schlecht | | | | 5: Sehr gut |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> |

E05 Für welchen Horizont erstellen Sie Ihre Finanzplanung?

- | Gar nicht | Für das nächste Jahr | Für die nächsten 3 Jahre | Für mehr als 3 Jahre |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

E06 Wie viel Prozent des Gewinns verbleiben

- durchschnittlich pro Jahr im Unternehmen?** < 10% 10 - 25% 25 - 50% 50 - 75% > 75%
-

E07 Wie viel Prozent des derzeitigen Eigenkapitals sind in den vergangenen 5 Jahren von neuen Anteilseignern in das Unternehmen investiert worden?

- < 10% 10 - 25% 25 - 50% 50 - 75% > 75%
-

E Finanz- und Risikomanagement



E16 Wie gliedert sich Ihr Fremdkapital?

• Kontokorrentkredite	<input type="text"/>	%
• Betriebsmittelkredite mit einer Laufzeit von bis zu 4 Jahren	<input type="text"/>	%
• Langfristige Bankkredite	<input type="text"/>	%
• Am Kapitalmarkt platzierte Anleihen	<input type="text"/>	%
• Nachrangdarlehen/Mezzanine	<input type="text"/>	%
• Lieferantenkredite	<input type="text"/>	%
• Pensionsverpflichtungen	<input type="text"/>	%
Summe	100	%

E17 Wie hoch sind Ihre durchschnittlichen Fremdkapitalkosten? %

E18 Wie hoch ist Ihre derzeitige Eigenkapitalquote? %

E19 Wie hoch ist Ihre Ziel-Eigenkapitalquote? %

E20 Falls die tatsächliche Eigenkapitalquote niedriger ist als die Ziel-Eigenkapitalquote Ihres Unternehmens, dann hat das folgende Gründe:

	1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu		
• Die Rendite des eingesetzten Kapitals ist zu gering.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Die Diversifikation des Privatvermögens ist wichtiger.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Die Gewinnthesaurierung ist steuerlich unattraktiv.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Das Kapital wird für private (Konsum-)Zwecke verwendet.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E21 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Unser Unternehmen nutzt *intensiv* folgende Finanzierungsinstrumente.

	1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu		
• Leasing von Anlagegütern (ohne Auto- und PC-Leasing)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Verkauf von Forderungen (Factoring)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Verbriefung von Forderungen (Securitization)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Projektfinanzierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E22 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Ich fühle mich gut über die Kerninhalte von Basel II informiert.

	1: Trifft überhaupt nicht zu		5: Trifft voll und ganz zu		
	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



E Finanz- und Risikomanagement

E23 Welche Konsequenzen erwarten Sie für Ihr Unternehmen durch Basel II?	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
• Keine weitere Kreditvergabe an unser Unternehmen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Verschlechterung der Kreditkonditionen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Verbesserung der Kreditkonditionen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Erhöhter interner Aufwand bei der Kreditbeantragung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Veränderung des Verhältnisses von Eigenkapital zu Fremdkapital	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Keine unmittelbaren Konsequenzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E24 Warum ist Risikomanagement für Ihr Unternehmen wichtig?	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
• Auf Grund gesetzlicher/regulatorischer Bestimmungen (z.B. KontraG)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Um flexibel auf Änderungen zu reagieren	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Um den wirtschaftlichen Erfolg zu erhöhen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E25 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu?	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
• Wir haben ein solides Verständnis bezüglich des Volumens und der Managementmöglichkeiten unserer wichtigsten Risiken.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir führen alle Risiken über das gesamte Unternehmen zusammen (detaillierte Risikokenntnisse auf Portfolioebene).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir bewerten und managen Risiken des Vertriebs (Sonderkonditionen und Optionen).	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir führen regelmäßig Stress-Tests (Sensitivitätsanalysen) für unsere Risiken durch.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir haben einen Notfallplan, um mit Risiken umzugehen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir übernehmen Risiken systematisch, solange sie unserem "Risikoappetit" entsprechen.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir berücksichtigen die übernommenen Risiken bei der Performance-Messung.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Wir sind mit unserem Versicherungs- und Hedging-Portfolio zufrieden.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

E26 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Bei folgenden Anlässen bewerten wir <i>explizit</i> die Risiken.	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
• Große Investitionen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Strategische Neuausrichtung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Bedeutende Veränderung der Kundenstruktur (z.B. neuer Großauftrag)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Änderung von gesetzlichen Regelungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Internationalisierungsprojekte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F Führung und Organisation



Ist Ihre Organisation und Führung eher zentral oder eher dezentral organisiert? Wann sind welche Vergütungssysteme sinnvoll? Im Abschnitt "Führung und Organisation" fragen wir Sie nach der organisatorischen Aufstellung und nach der Führungskultur in Ihrem Unternehmen.

**F01 Inwiefern treffen die folgenden Aussagen zu:
Die erste Führungsebene unseres Unternehmens ist dem Wettbewerb überlegen durch ...**

	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
... lange und umfassende Kenntnis der Industrie.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... umfangreiche Führungserfahrung.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Spezialisierung auf bestimmte Bereiche.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... exzellente Ausbildung.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... Auslandserfahrung.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
... exzellente Beziehungen zu Kunden.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F02 Wie viele Mitarbeiter hat die erste Führungsebene Ihres Unternehmens?

F03 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Die folgenden Personen(gruppen) sind aktiv an der Entscheidung unserer langfristigen Unternehmensziele beteiligt.

	1: Trifft überhaupt nicht zu			5: Trifft voll und ganz zu	
• Unternehmensgründer/Gründerfamilien	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Weitere Führungsebenen im Unternehmen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Mitarbeiter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Führungsebene der Muttergesellschaft	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Sonstige Anteilseigner des Unternehmens	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Kunden (z.B. durch Befragungen)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F04 Sind folgende Aufgabenfelder ...

	... als separate organisatorische Einheit vorhanden?	... mit einem Prokuristen ausgestattet?
• Personal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Organisation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Logistik	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Einkauf	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Forschung und Entwicklung (FuE)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Produktion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Vertrieb/Marketing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• After-Sales-Service	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Rechnungswesen und Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Controlling	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• EDV/IT	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>



F Führung und Organisation

F05 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Die erste Führungsebene ist *intensiv* an operativen Arbeiten und täglichen Entscheidungen in den folgenden Aufgabenfeldern beteiligt.

	1: Trifft überhaupt nicht zu				5: Trifft voll und ganz zu
• Personal	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Organisation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Logistik	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Einkauf	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Forschung und Entwicklung (FuE)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Produktion	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Vertrieb/Marketing	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• After-Sales-Service	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Rechnungswesen und Finanzen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Controlling	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• EDV/IT	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F06 Nach welchen Kennzahlen steuert Ihr Unternehmen seine organisatorischen Einheiten?

	1: Trifft überhaupt nicht zu				5: Trifft voll und ganz zu
• Finanzielle Kennzahlen (z.B. Eigenkapitalrendite, EVA)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Nicht finanzielle Kennzahlen (z.B. Zufriedenheit, Qualität)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F07 Wie hoch ist der maximale Anteil der variablen Vergütung Ihrer Mitarbeiter?

	Keine variable Vergütung	0 - 5%	5 - 10%	10 - 20%	20 - 50%	> 50%
• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>					
• Leitende Angestellte	<input type="checkbox"/>					
• Angestellte	<input type="checkbox"/>					
• Facharbeiter	<input type="checkbox"/>					

F08 Woran orientiert sich die variable Vergütung?

	Am Erfolg des Mitarbeiters (z.B. Zielerreichung)	Am Erfolg der Abteilung/ des Teams	Am Erfolg des Unternehmens	Sonstiges
• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Leitende Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Facharbeiter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F09 Wie viele Tage sind für die Weiterbildung von Mitarbeitern jährlich vorgesehen?

	Keine systematische Weiterbildung	< 3 Tage	3 - 5 Tage	6 - 10 Tage	> 10 Tage
• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Leitende Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Facharbeiter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F Führung und Organisation



F10 Wie wichtig sind für Ihr Unternehmen die folgenden Medien bei der *regelmäßigen* Kommunikation mit den Mitarbeitern?

1: Überhaupt nicht wichtig 5: Sehr wichtig

• Betriebsversammlungen	<input type="checkbox"/>				
• Aushang	<input type="checkbox"/>				
• Mitarbeiterrundbrief	<input type="checkbox"/>				
• Persönliche Gespräche mit Mitarbeitern	<input type="checkbox"/>				
• Mitarbeiterzeitung	<input type="checkbox"/>				
• Intranet	<input type="checkbox"/>				

F11 Inwiefern trifft folgende Aussage zu: Als Arbeitgeber für leitende Angestellte ist unser Unternehmen überdurchschnittlich attraktiv auf Grund ...

1: Trifft überhaupt nicht zu 5: Trifft voll und ganz zu

... der finanziellen Perspektive.	<input type="checkbox"/>				
... der Unternehmensreputation.	<input type="checkbox"/>				
... des Standorts.	<input type="checkbox"/>				
... des sicheren Arbeitsplatzes.	<input type="checkbox"/>				
... der Unternehmenskultur.	<input type="checkbox"/>				
... unserer Produkte/Dienstleistungen.	<input type="checkbox"/>				
... der persönlichen Entwicklungsmöglichkeiten.	<input type="checkbox"/>				
... der herausfordernden Aufgaben.	<input type="checkbox"/>				
... der engagierten Mitarbeiter.	<input type="checkbox"/>				

F12 Wie viele Mitarbeiter planen Sie im Jahr 2004 einzustellen?

Mitarbeiter

• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Leitende Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Angestellte	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
• Facharbeiter	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

F13 Wo rekrutieren Sie Ihren Managementnachwuchs?

	1	-----	5		
Innerhalb des Unternehmens	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Außerhalb des Unternehmens
Aus unserer Branche	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Aus anderen Branchen
Regional (< 100 km Umkreis)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	Überregional (> 100 km Umkreis/ international)

F14 Wie viele Monate dauert im Durchschnitt die Neubesetzung einer offenen Stelle in den folgenden Bereichen?

	< 1	1 - 3	4 - 6	7 - 12	> 12
• Erste Führungsebene	<input type="checkbox"/>				
• Leitende Angestellte	<input type="checkbox"/>				
• Angestellte	<input type="checkbox"/>				
• Facharbeiter	<input type="checkbox"/>				



Abschließende Fragen

Abschließend wollen wir Ihnen noch einige Fragen zur aktuellen Situation und Entwicklung Ihres Unternehmens stellen. Alle Angaben werden streng vertraulich behandelt und nur für die Zwecke dieser Erhebung ausgewertet und verwendet. Sie sind jedoch notwendig, um für Sie eine branchen- und größenspezifische Auswertung durchführen zu können.

01 Wie viele Mitarbeiter hatte Ihr Unternehmen insgesamt?

Mitarbeiter

-
- Im Jahr 2003
 - Im Jahr 1998
 - Im Jahr 1994

02 Falls Sie die genauen Mitarbeiterzahlen nicht nennen wollen, nutzen Sie bitte folgende Kategorien:

- | | < 500 | 500 - 750 | 750 - 1.000 | 1.000 - 2.000 | 2.000 - 3.000 | 3.000 - 5.000 | > 5.000 |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Im Jahr 2003 | <input type="checkbox"/> |
| • Im Jahr 1998 | <input type="checkbox"/> |
| • Im Jahr 1994 | <input type="checkbox"/> |

03 Wie hoch war Ihr Umsatz in etwa?

Mio. EUR

-
- Im Jahr 2003
 - Im Jahr 1998
 - Im Jahr 1994

04 Falls Sie die genauen Umsatzzahlen nicht nennen wollen, nutzen Sie bitte folgende Kategorien:

- | (in Mio. EUR) | 50 - 75 | 75 - 100 | 100 - 250 | 250 - 500 | 500 - 750 | 750 - 1.000 | > 1.000 |
|----------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| • Im Jahr 2003 | <input type="checkbox"/> |
| • Im Jahr 1998 | <input type="checkbox"/> |
| • Im Jahr 1994 | <input type="checkbox"/> |

05 Wie hoch war Ihr Umsatzanteil im Ausland?

0 - 20% 20 - 40% 40 - 60% 60 - 80% 80 - 100%

-
- Im Jahr 2003
 - Im Jahr 1998
 - Im Jahr 1994

Abschließende Fragen



06 Wie hoch war Ihre Umsatzrendite? (Jahresüberschuss vor Steuern in Prozent des Umsatzes)

	≤ 0%	0 - 2,5%	2,5 - 5%	5 - 10%	10 - 15%	15 - 20%	> 20%
• Im Jahr 2003	<input type="checkbox"/>						
• Im Jahr 1998	<input type="checkbox"/>						
• Im Jahr 1994	<input type="checkbox"/>						

07 Wie hoch war Ihre Gesamtkapitalrendite? (Jahresüberschuss vor Steuern in Prozent des Gesamtkapitals)

	≤ 0%	0 - 2,5%	2,5 - 5%	5 - 10%	10 - 15%	15 - 20%	> 20%
• Im Jahr 2003	<input type="checkbox"/>						
• Im Jahr 1998	<input type="checkbox"/>						
• Im Jahr 1994	<input type="checkbox"/>						

08 Wie teilten sich Ihre Kosten im Jahr 2003 in etwa auf?

• Materialkosten	<input type="text"/>	%
• Personalkosten	<input type="text"/>	%
• Sonstige Kosten	<input type="text"/>	%
Summe	100	%

09 Bitte schätzen Sie den Anteil Ihrer Produktionsanlagen, die *nur* in Ihrer Branche verwendet werden können (nach Wert).

	0 - 2%	2 - 5%	5 - 10%	10 - 25%	> 25%
	<input type="checkbox"/>				

10 Wie hoch sind typische Nachfrageschwankungen in Ihren Hauptabsatzbranchen innerhalb eines Jahres?

	0 - 5%	5 - 10%	10 - 25%	25 - 50%	> 50%
	<input type="checkbox"/>				

11 Welchen Anteil seiner Sachanlagen (z.B. Gebäude, Maschinen) hat Ihr Unternehmen in den vergangenen 5 Jahren erworben?

 %



Abschließende Fragen

12 Was sind Ihrer Einschätzung nach die 3 jeweils wichtigsten Wachstumstreiber bzw. Wachstumshemmnisse für Ihr Unternehmen?

Wachstumstreiber:

Wachstumshemmnisse:

.....
.....
.....

Wenn Sie neben einer branchen- und größenspezifischen Auswertung eine individualisierte Einordnung wünschen, geben Sie bitte im Folgenden Ihre Zustimmung zu dieser Auswertung und nennen Sie uns Ihre Kontaktdaten. Auch diese Auswertung ist für Sie selbstverständlich kostenlos.

- Ja, ich möchte eine individualisierte Einordnung für mein Unternehmen erhalten.

.....
Unterschrift

.....
Firma

.....
Name

.....
Straße/Postfach

.....
PLZ Ort

Vielen Dank für Ihre Mithilfe!

8.

Professionalisierung der Führungs- und Finanzfunktionen

Unabhängig vom Strategietyp stellen gute Führung und Organisation sowie professionelles Finanz- und Risikomanagement die Eintrittskarte in den „Club“ der Spitzenreiter dar. Erfolgreiche Unternehmen betrachten ihre Mitarbeiter und ihre Organisation als wesentliches Kapital, investieren in die Weiterbildung ihrer Mitarbeiter und schaffen Anreize durch variable Vergütung. Ihr hoch qualifiziertes Management rekrutieren sie überregional und statten es mit umfassenden Kompetenzen aus. Sie planen ihre Finanzentwicklung langfristig, steuern ihr Working Capital aktiv, nutzen eine breite Palette von Finanzierungselementen und sichern frühzeitig Geschäfts- und Absatzrisiken ab. Die Untersuchungsteilnehmer nutzen vorwiegend klassische Formen der Bankenfinanzierung. Moderne Instrumente wie Kapitalmarktanleihen oder der Verkauf und die Verbriefung von Forderungen sind den Unternehmen weniger bekannt und schwerer zugänglich. Um langfristig erfolgreich zu sein, müssen Unternehmen ihre Strategie fest in der Organisation verankern. Wer seine Organisation entsprechend der Maxime „Structure Follows Strategy“ aufstellt, schafft zusätzliches Wachstum und Rendite.

„Unternehmertum Deutschland“ untersuchte die Führungs- und Finanzfunktionen der teilnehmenden Mittelständler: von zentralen Unterstützungsfunktionen bis hin zum Recruiting des Managementnachwuchses, vom Finanzplanungshorizont bis hin zur Nutzung von Instrumenten des Risikomanagements. Hieraus entstand der Professionalisierungsindex (Schaubild 30). Dieser erfasst die Unternehmensangaben und gewichtet sie nach ihrer Relevanz. Ein hoher Indexwert bescheinigt einem Unternehmen, dass es seine Führungs- und Finanzfunktionen weitgehend professionalisiert hat.

Aus dem Professionalisierungsindex ergeben sich drei wichtige Beobachtungen:

- Mit zunehmender Unternehmensgröße steigt der Professionalisierungsindex. Nur 52 Prozent der Unternehmen mit einem niedrigen Professionalisierungsindex haben einen Jahresumsatz von mehr als 100 Millionen Euro. Dagegen erzielen von den Unternehmen mit einem hohen Professionalisierungsindex 68 Prozent mehr als 100 Millionen Euro Jahresumsatz (Schaubild 31).
- Bei gleicher Größe sind Unternehmen mit hohem Professionalisierungsindex erfolgreicher. Die professionellere Unternehmensführung führt zu stärkerem Wachstum und höherer Rendite.
- In jeder Größenklasse treibt die Professionalisierung den Erfolg. Speziell in der Wachstumsphase, wenn die Unternehmen noch kleiner sind,

Schaubild 30

Die Zusammensetzung des Professionalisierungsindex

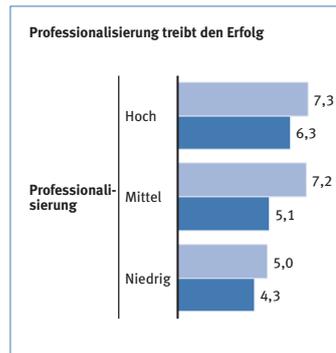
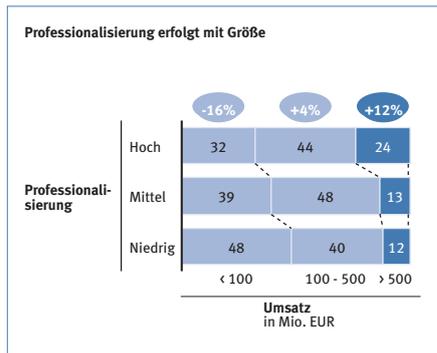


Quelle: Unternehmertum Deutschland

Schaubild 31

Allgemeiner Professionalisierungsindex in Prozent der Unternehmen

Wachstumsrate
Umsatzrendite



Quelle: Unternehmertum Deutschland

ist eine Anpassung der Professionalisierung wichtig. Bei größeren Unternehmen ist die professionelle Unternehmensführung ein wichtiger Indikator für den Unternehmenserfolg.

Spitzenreiter verstehen es, Führung und Organisation wie auch Finanz- und Risikomanagement als Basiskompetenzen zu verankern.

Professionalisierung von Führung und Organisation

Die konkrete Ausgestaltung von Führung und Organisation variiert von Unternehmen zu Unternehmen. Manche Organisationen sind stark von einer Unternehmerpersönlichkeit geprägt, die wichtige Funktionen wie Innovation und Vertrieb selbst ausfüllt. Andere Unternehmen haben frühzeitig einzelne Organisationseinheiten gebildet und mit kompetenten Führungskräften besetzt. Eine Strategie wird oftmals nicht explizit gebildet, sondern ist vielmehr Ergebnis von mehreren, opportunitätsgetriebenen Einzelentscheidungen. Andere Unternehmen wiederum verstehen es,

frühzeitig eine Strategie zu formulieren, anhand derer sie ihre Ressourcen ausrichten und ihre Kernkompetenzen entwickeln können. Erfolgreiche Unternehmer nehmen sich für die Bildung ihrer Strategie ausreichend Zeit und setzen diese konsequent in ihr Zielsystem als wichtigstes Führungsinstrument um. Das breite Spektrum verwundert nicht, da die Umfrageteilnehmer in verschiedenen Branchen tätig sind, in unterschiedlichen Rechtsformen und Eigentümerstrukturen agieren und unterschiedliche Strategien verfolgen.

Die professionelle Gestaltung von Führung und Organisation setzt die Umsetzung der folgenden erfolgskritischen Faktoren voraus (Schaubild 32). Unternehmen müssen:

- Zentralfunktionen als separate Organisationseinheiten ausbauen
- Ein Management mit umfassender Führungs- und Industrieerfahrung etablieren
- Variable Vergütung über alle Unternehmensebenen als Incentive nutzen

Schaubild 32

Organisation und Führung: Was die Professionalisierungsgrade bedeuten

Professionalisierungsgrad	Typische Ausprägungen – Erklärung
Hoch	<ul style="list-style-type: none"> ■ Überdurchschnittliche Weiterbildung für Facharbeiter ■ Eigenentwicklung des Managements
Mittel	<ul style="list-style-type: none"> ■ Überdurchschnittliche variable Vergütung auf allen Ebenen ■ Überdurchschnittliche Weiterbildung für Angestellte ■ Überregionales Management-Recruiting
Niedrig	<ul style="list-style-type: none"> ■ Separate Organisation zentraler Unterstützungseinheiten (z.B. Controlling, Logistik) ■ Überdurchschnittliche variable Vergütung der ersten Führungsebene ■ Angepasste Führungserfahrung und Industriekenntnis

Quelle: Unternehmertum Deutschland

- Attraktive Weiterbildungsmöglichkeiten für Mitarbeiter aller Hierarchiestufen bieten

- Neue Mitarbeiter im überregionalen Arbeitsmarkt rekrutieren und Managementnachwuchs intern aufbauen.

Zu den Zentralfunktionen zählen die Bereiche Personal, Rechnungswesen, Controlling, EDV und Logistik. Je größer das Unternehmen, desto wichtiger wird es, diese Bereiche als separate organisatorische Einheiten aufzubauen. Von den befragten Unternehmen bis 100 Millionen Euro Umsatz haben bereits 84 Prozent eine eigene Personalabteilung, von den umsatzstärksten Unternehmen fast alle. 54 Prozent der kleineren Unternehmen verfügen über eine separate Logistikabteilung, bei den größten sind es sogar 73 Prozent. Im Schnitt haben Unternehmen mit über 500 Millionen Euro Umsatz eine Zentralfunktion mehr als Unternehmen der Größenordnung bis 100 Millionen Euro Umsatz.

Auch die Anforderungen an die erste Führungsebene steigen mit der Unternehmensgröße. Die

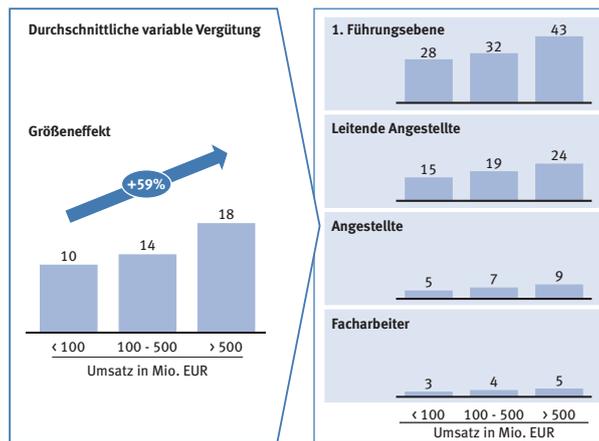
Zahl der Spitzenkräfte mit Auslandserfahrung liegt bei den großen Unternehmen um 74 Prozent höher als bei den kleinen. Auf umfassende Führungserfahrungen können bei den großen Unternehmen ein Viertel mehr Manager verweisen, der Anteil der Führungskräfte mit umfassenden Industriekenntnissen ist im Vergleich um 22 Prozent höher.

Die Möglichkeit, variable Vergütung als Leistungsanreiz einzusetzen, wird ebenfalls mit zunehmender Unternehmensgröße zum Erfolgsfaktor. Dieses Incentive ist vor allem an Mitarbeiter der ersten Führungsebene und andere Führungskräfte adressiert (Schaubild 33). Über alle Hierarchieebenen hinweg steigt der Anteil der variablen Vergütung bei den erfolgreichen Unternehmen von den kleinsten zu den größten Unternehmen um durchschnittlich 59 Prozent.

Dabei orientiert sich bei fast allen Unternehmen (87 Prozent Nennungen) die variable Vergütung der ersten Führungsebene am Erfolg des Unternehmens; bei 56 Prozent der Unternehmen wird auch die Leistung leitender Angestellter am Unternehmenserfolg gemessen.

Schaubild 33

Wie es die Besten machen: Variabler Gehaltsanteil der Spitzenreiter nach Unternehmensgröße und Hierarchiestufe, 2003 in Prozent



Quelle: Unternehmertum Deutschland

Auch der Aufwand für die Weiterbildung der Mitarbeiter wächst bei den erfolgreichen Unternehmen mit deren Größe: In den Wissensaufbau und die Entwicklung ihrer Mitarbeiter investieren kleine Unternehmen im Schnitt drei Tage pro Mitarbeiter und Jahr, die größten Unternehmen vier Tage.

Mit zunehmender Unternehmensgröße gehen die Umfrageteilnehmer die Entwicklung des Managementnachwuchses aus den eigenen Reihen, beispielsweise durch eigene Führungsnachwuchsteams, immer systematischer an. Größere Unternehmen wählen Kandidaten für das Managementteam von morgen nicht nur aus regionalen Bewerbern aus. Sie rekrutieren auch vom über-regionalen oder sogar internationalen Arbeitsmarkt. Greifen Unternehmen mit weniger als 100 Millionen Euro Umsatz nur zu 39 Prozent auf diese Quellen zurück, wächst dieser Anteil in den beiden nächsten Größenklassen auf 52 und 57 Prozent.

Im Gewinn von qualifiziertem Managementnachwuchs sehen viele Mittelständler eine große Herausforderung. Sie werden häufig gegenüber den großen Konzernen als weniger attraktive Arbeitgeber wahrgenommen. Dazu trägt auch bei, dass die Mehrzahl der Umfrageteilnehmer (59 Prozent) ihre Standorte in ländlichen und damit unattraktiven Regionen hat. Über alle Strategietypen und Branchen hinweg sieht die Mehrheit der Untersuchungsteilnehmer (60 Prozent) in ihren Mitarbeitern das wesentliche Kapital ihres Unternehmens.

Professionalisierung im Finanz- und Risikomanagement

Neben der Professionalisierung in Führung und Organisation treiben erfolgreiche Unternehmen auch die Professionalisierung ihres Finanz- und Risikomanagements frühzeitig voran.

Hierbei gehen die Umfrageteilnehmer auf Grund unterschiedlicher Eigentümerstrukturen, Rechtsformen und Größen sehr unterschiedlich vor. Einige nutzen eine breite Palette von Finanzierungsinstrumenten vom Kontokorrent bis zur selbst vermarkteten Unternehmensanleihe. Eigentümerunternehmen haben z.T. überhaupt gar kein Fremdkapital. Tochterunternehmen konzen-

trieren sich auf das Cash Management und die Geschäftsplanung. Die Finanzierung wird ihnen von der Muttergesellschaft abgenommen. Einige nutzen schon früh Sensitivitätsanalysen zur Risikobewertung und -eindämmung, andere verfügen lediglich über einen Notfallplan.

Ein hoher Professionalisierungsgrad im Finanz- und Risikomanagement lässt sich erreichen durch:

- einen langfristigen Finanzplanungshorizont und eine revolvierende Planung
- aktives Management der Kapitalstruktur mit niedrigem Working Capital
- umfassende Nutzung flexibler und effizienter Finanzierungselemente wie Factoring und Securitization
- die präzise Erfassung und aktive Eindämmung der Geschäftsrisiken (Schaubild 34).

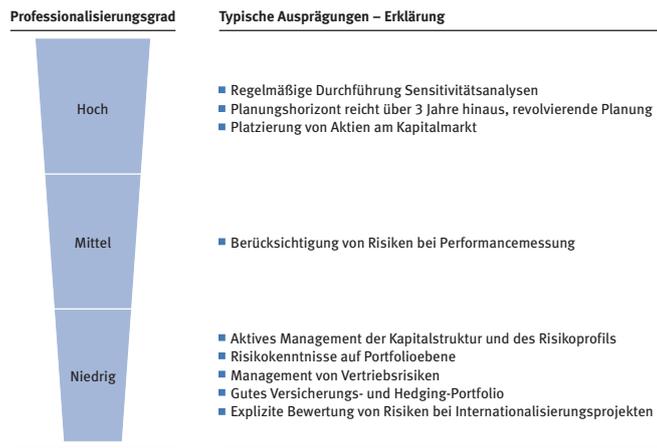
Grundvoraussetzung für Erfolg: Professionalisierung

Zunehmende Größe erfordert ein stetig wachsendes Niveau an Professionalisierung. Können in kleinen Unternehmen noch mit recht einfachen Mitteln die Finanzen geplant und die Risiken abgesichert werden, ist dies bei den größten befragten Unternehmen deutlich komplexer.

Von den Unternehmen mit weniger als 100 Millionen Euro Jahresumsatz plant nur jedes fünfte länger als drei Jahre im Voraus. In der Gruppe der Unternehmen mit mehr als 500 Millionen Euro Jahresumsatz blicken dagegen 40 Prozent der Umfrageteilnehmer in Sachen Finanzen mehr als drei Jahre in die Zukunft. Die Nutzung moderner Finanzierungselemente ist bei den großen Mittelständlern erheblich weiter verbreitet als bei den kleinen (Schaubild 35): Nutzten nur 1 Prozent der Unternehmen mit weniger als 100 Millionen Euro Umsatz die Verbriefung von Forderungen (Securitization) als Finanzierungsinstrument, so steigt der Anteil bei den Unternehmen mit mehr als 500 Millionen Euro Umsatz immerhin schon auf 12 Prozent. Kleinen Unternehmen ist der Zugang zu diesen modernen Finanzierungselementen hingegen meist nicht bekannt.

Schaubild 34

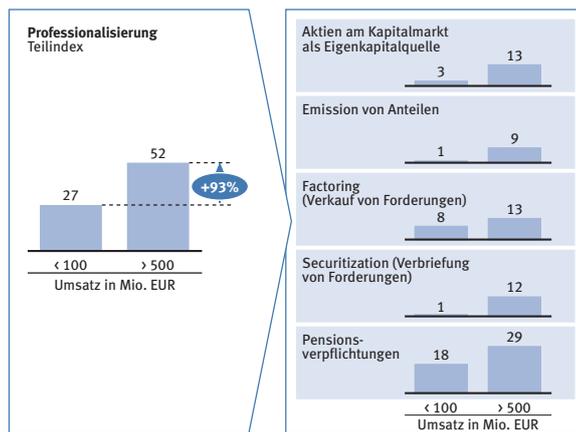
Finanz- und Risikomanagement: Was die Professionalisierungsgrade bedeuten



Quelle: Unternehmertum Deutschland

Schaubild 35

Finanzierung: Große Mittelständler nutzen häufiger moderne Instrumente in Prozent der Unternehmen



Quelle: Unternehmertum Deutschland

Beiräte: Experten mit Know-how und Kontakten

Performance setzt Professionalität voraus. Doch gerade kleine Unternehmen haben ihre Probleme damit, einen hohen Professionalisierungsgrad zu erreichen. So ist es für sie schwierig, genügend Manager mit den erforderlichen Qualifikationen vorzuhalten; denn eine „schlanke“ Führungsmannschaft verfügt lediglich über ein begrenztes Spektrum an Branchen- und Auslandserfahrungen. Zudem fällt es kleinen Unternehmen häufig schwer, Nachwuchsmanager überregional zu rekrutieren. Wie kann es ihnen dennoch gelingen, die entscheidenden Kompetenzen an Bord zu holen? Die Lösung liegt häufig in der Einrichtung eines Beirats:

- **Aufgaben:** Die Aufgaben dieser Beiräte sind vielfältig. Sie beraten die Geschäftsführung im operativen Geschäft und bei strategischen Fragen. Bei Bedarf gleichen sie Interessen zwischen Gesellschaftern aus. Zudem begleiten sie Unternehmen in besonderen Situationen, etwa wenn es darum geht, die Unternehmensnachfolge oder einen Turnaround sicher zu managen. Beiratsmitglieder nutzen darüber hinaus ihre Kontakte und Netzwerke, um die Chancen eines Unternehmens am Markt zu verbessern.

- **Zusammensetzung:** Unternehmen sollten ihren Beirat ganz nach ihrem individuellen Bedarf mit Experten, beispielsweise aus dem Vertrieb, dem Marketing oder dem Finanz-Management, besetzen. Beiräte müssen meist nur relativ wenig Zeit in die Erfüllung dieser Aufgabe investieren. Daher lassen sich dafür auch hochkarätige Experten mit umfangreicher Führungserfahrung und bester funktionaler Expertise gewinnen.

- **Unabhängigkeit:** Die Anforderungen an die Unabhängigkeit der Beiräte sind hoch. Deshalb besteht die größte Hürde bei der Einrichtung eines Beirats oft darin, unabhängige Experten zu finden. Beispielsweise sollten zwischen einem Unternehmen und seinen Beiräten keine geschäftlichen Verbindungen bestehen. So werden potenzielle Interessenkonflikte ausgeschlossen.

Wenn es kleinen Unternehmen gelingt, einen unabhängigen Beirat einzurichten, dessen Aufgabenprofil und Zusammensetzung ihren speziellen Anforderungen entspricht, können sie das Wissen und die Erfahrung hochkarätiger Experten zu geringen Kosten wirksam nutzen. Sie haben dann ein Team an ihrer Seite, das sie aktiv berät, Entscheidungen der Unternehmensführung konstruktiv hinterfragt, Ideen entwickelt und wertvolle Kontakte knüpft.

Risikomanagement in mittelständisch geprägten Großunternehmen

Ein professionelles Risikomanagement erfordert die Messung von Risiken, deren Management sowie die Berücksichtigung des eingegangenen Risikos bei der Erfolgsbeurteilung. Risikomanagement ist Topmanagementaufgabe. Drei Schritte führen zum professionellen Risikomanagement:

• **Schritt 1: Risiken identifizieren, messen und dokumentieren.** Zunächst müssen alle relevanten Risiken eines Unternehmens identifiziert und aussagefähig gemessen werden. Wenn das Unternehmen weiß, welche Auswirkungen sowohl einzelne Risiken als auch das gesamte Risikoportfolio unter Berücksichtigung von Wechselwirkungen haben können, wird klar, wo es Ressourcen einsetzen sollte und wo es gegensteuern muss. Insbesondere Geschäftsrisiken müssen identifiziert und quantifiziert werden. In Branchen mit hohem Fixkostenanteil wirken sich Nachfrageschwankungen mit entsprechender Hebelwirkung verheerend auf das Ergebnis aus. Und auch bei Geschäftsrisiken gibt es Wechselwirkungen mit anderen Risiken: Bei kürzeren Modellzyklen gewinnen auch operative Risiken größere Bedeutung, etwa die Anlaufzeit für die Produktion eines neuen Modells in der Automobilindustrie. Geschäftsrisiken gelten oft als allgemeines unternehmerisches Risiko, das als solches hinzunehmen ist. Dies ist allerdings ein Irrglaube, der die Möglichkeiten professionellen Risikomanagements unterschätzt.

• **Schritt 2: Risikonahmestrategien – der intelligente Umgang mit Risiken.** Hier entwirft das Management Strategien zur Risikonahme. Dabei wägt es die Chancen ab, die das Unternehmen im Gegenzug für ein eingegangenes Risiko erwartet. Auf dieser Basis legt das Management den Umgang mit dem Risiko fest und entscheidet darüber, ob dieses gänzlich

vermieden, bewusst eingegangen, durch Limits begrenzt, minimiert oder auf andere abgewälzt werden soll. Gegebenenfalls muss die Risikotragfähigkeit angepasst werden, d.h., es müssen Veränderungen bei Eigenkapitalausstattung oder Finanzierungsstruktur erfolgen.

• **Schritt 3: Die organisatorische Verankerung des Risikomanagements.** Schließlich gilt es, die ganze Unternehmensstruktur und alle relevanten Unternehmensprozesse auf die neuen Anforderungen einzustellen sowie im Unternehmen eine „Risikokultur“ zu schaffen. Risiko muss sich neben den klassischen Dimensionen Kosten und Erträge als wichtige Kenngröße im strategischen und operativen Denken und Handeln von Mitarbeitern und Führungskräften wiederfinden. Die Unternehmensleitung entscheidet, ob die Aufgaben des Risikomanagements zentral oder dezentral organisiert werden. In der Praxis hat sich eine Kombination aus einer lokalen und zentralen Verankerung von Risikomanagement-Funktionen in der Organisation bewährt. Die zentrale Risikomanagement-Funktion gleicht das Gesamtrisiko über alle Geschäftsbereiche (unter Berücksichtigung von Konzentrations- und Diversifikationseffekten) mit der Risikotragfähigkeit (unter Berücksichtigung des Zielrisikoprofils) ab. Um Risiken vergleichbar zu messen, sollte die zentrale Funktion die Hoheit über Methoden, Modelle und Standards für sich reklamieren. Die strategische Steuerung erfolgt über die Aufteilung von Risikotragfähigkeit auf Geschäftsbereiche. Die dezentralen Funktionen berichten an die Führung ihres Geschäftsbereiches und beliefern die Zentrale mit zuverlässigen aktuellen Daten. Generell gilt dabei: Wenn die dezentralen Bereiche das Ergebnis einer Risikoübernahme verantworten, müssen sie auch entscheiden können, ob und in welcher Form sie das Risiko übernehmen wollen.

Mit zunehmender Größe steigen Komplexität und Intransparenz der unternehmerischen Aktivitäten: Das kontinuierliche Messen und Bewerten der Geschäftsrisiken wird wichtiger, um den Erfolg zu sichern. Nutzen nur 34 Prozent der kleinen Unternehmen intensiv die Instrumente des Risikomanagements, so sind es schon 58 Prozent in der Größenklasse über 500 Millionen Euro. Instrumente für die Risikomessung wie explizite Risikobewertungen, Sensitivitätsanalysen oder regelmäßige Stresstests verwenden nur 17 Prozent der kleinen, aber 37 Prozent der großen Unternehmen. Und der Anteil der Unternehmen, die auf dieser Basis aktives Risikomanagement betreiben – im Sinne von Management der Vertriebsrisiken, Performance-Bereinigung, Versicherungs- und Hedging-Maßnahmen –, steigt mit zunehmender Größe von 29 auf 35 Prozent.

„Gefühltes“ Risikoverständnis

Risikomanagement ist als Instrument zur Absicherung nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolgs notwendig und ist daher auch im Professionalisierungsindex gewichtet. Dies wird in der Umfrage bestätigt: Unternehmen aller Strategietypen betreiben Risikomessung vor allem, um den wirtschaftlichen Erfolg zu steigern und flexibel auf Veränderungen zu reagieren. Gesetzliche Bestimmungen oder andere Regularien sind selten ein Auslöser. 82 Prozent der Unternehmen glauben, dass sie ihre wichtigsten Risiken ausreichend genau verstehen. Dieses vermeintliche Verständnis lässt die Unternehmen aber nicht zwangsläufig zu Risikomessinstrumenten greifen: Nur 31 Prozent der befragten Unternehmen berücksichtigen die eingegangenen Risiken bei der Performance-Messung, lediglich 16 Prozent untersuchen die Risiken mittels Sensitivitätsanalysen.

Finanzierung der befragten Unternehmen

Wachstum ist ein wesentliches Unternehmensziel. Da dies nicht immer aus dem laufenden Cashflow zu bestreiten ist, müssen Fragen der Finanzierung jederzeit auf der Agenda der Unternehmer stehen. Die Untersuchung konnte nur bedingt bestätigen, dass die Eigenkapitalausstattung für die betrachteten Mittelständler ein Wachstumshemmnis ist.

* BACH-Unternehmensdatenbank 2002, KfW 2000

Kapital ist kein Wundermittel

Im Schnitt können die Umfrageteilnehmer auf einen Eigenkapitalanteil von 36 Prozent zurückgreifen. Nur knapp jedes vierte befragte Unternehmen verfügt über eine Eigenkapitalquote von weniger als 20 Prozent; die Befragten streben aber im Schnitt an, den Anteil an Eigenkapital auf 40 Prozent zu erhöhen.

Damit bestätigen die Ergebnisse bisherige Studien der KfW und der BACH-Datenbank.* Die Unternehmen liegen demnach im internationalen Vergleich gleichauf mit anderen führenden Industrienationen. Die Unternehmen haben die typischen Finanzierungsengpässe der Mittelständler mit einem Umsatz von weniger als 50 Millionen Euro überwunden. Mit zunehmender Größe können die Unternehmen Marktnischen aufbauen und erfolgreich besetzen. Wenn die Umsatzgröße die Schwelle von 50 Millionen Euro überspringt, spricht das zudem dafür, dass sie über ein tragfähiges Geschäftsmodell verfügen.

Wachstum ist unter den befragten Unternehmen auch mit geringerem Eigenkapital möglich, wenn auch auf kleinerem Niveau. In der Gruppe der Unternehmen mit unterdurchschnittlicher Eigenkapitalausstattung (mehr als 8 Prozent unter dem Branchendurchschnitt) liegt das mittlere Wachstum bei 5,2 Prozent, bei hoher Ausstattung (mehr als 8 Prozent über dem Branchendurchschnitt) bei 10,6 Prozent.

Unternehmen, die bereits erfolgreich sind, unterstützen mit neuem Kapital das Fortkommen auf dem eingeschlagenen Wachstumspfad. So haben diejenigen Unternehmen, die über bis zu 50 Prozent neues Eigenkapital verfügen, die Mittel auch in ein um durchschnittlich 2,5 Prozent höheres Wachstum ummünzen können. Diese Unternehmen hatten aber bereits vorher ein professionelles Management, waren effizienter im Ressourceneinsatz und dazu in Internationalisierung und Optimierung der Wertschöpfungskette weiter fortgeschritten als ihre Konkurrenten.

Die Unternehmen, die von sich aus fehlende Finanzierung als Wachstumshemmnis angeben haben, wachsen dabei nicht unterdurchschnittlich – sie sind aber um 1,7 Prozent weniger profitabel. Ihre Wettbewerber in den gleichen

Branchen schaffen es, bei gleicher Ausstattung eine höhere Profitabilität zu erzielen. Neues Kapital hilft ihnen nicht, erfolgreich zu werden. Sie müssen vielmehr ihre Abläufe optimieren und ihre Strategie neu ausrichten.

Zugleich schätzen 71 Prozent der Umfrageteilnehmer ihre gegenwärtige Liquidität als gut oder sehr gut ein. Nur 8 Prozent bewerten ihre Liquidität als schlecht oder sehr schlecht. Im Schnitt werden 43 Prozent des Gewinns thesauriert, knapp ein Drittel der Umfrageteilnehmer belässt sogar 75 Prozent des Gewinns im Unternehmen.

Öffnung für neue Kapitalgeber

In jedes vierte der befragten Unternehmen haben die Eigentümer von 1998 bis 2003 über 10 Prozentpunkte an neuem Eigenkapital investiert; 11 Prozent der Umfrageteilnehmer haben ihr Eigenkapital sogar um die Hälfte erhöht, darunter fallen sowohl renditeschwache als auch wachstumsstarke Unternehmen.

Interessant ist, dass die mittelständisch geprägten Unternehmen sich zunehmend für externe Kapitalgeber öffnen. Privatinvestoren, andere Unternehmen und Beteiligungsgesellschaften sind zu nahezu gleichen Teilen die Finanziers für Eigenkapital. Die Beteiligungsgesellschaften investierten dabei in allen Branchen mit Schwerpunkt auf die Unternehmen mit guter Profitabilität, aber unterdurchschnittlichem Wachstum.

Erweiterte Kapitalquellen für Innovation

In vielen Branchen müssen Unternehmen nicht nur verstärkt in neue Produkte, sondern auch in verbesserte Prozesse investieren, insbesondere durch Investitionen in neue Anlagegüter. In der Hightech-Branche z.B. wurde in den letzten zwei Jahren nahezu die Hälfte aller Sachanlagen neu erworben. Hierfür verfügen die Unternehmen der Branche mit 42 Prozent Eigenkapital auch über die notwendige Kapitalbasis. In der Bauindustrie hingegen ist die Finanzierung mit nur 24 Prozent Eigenkapital bei gleichzeitig einer durchschnittlichen Neuanschaffung von 32 Prozent aller Anlagen in den letzten beiden Jahren bedenklich.

Schwerpunkt auf klassische Finanzierung

In Sachen Fremdfinanzierung wenden sich die befragten Unternehmen hauptsächlich an ihre Bank. 29 Prozent des Fremdkapitals stammen aus langfristigen Bankkrediten, 19 Prozent aus Kontokorrentkrediten und 23 Prozent aus Lieferantenkrediten. Dabei müssen die Unternehmen durchschnittlich 6 Prozent Zinsen für das fremde Kapital aufbringen.

Die Mehrheit der Befragten greift in der Fremdfinanzierung auf klassische Kreditinstrumente zurück. Erst Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 500 Millionen Euro beziehen auch am Kapitalmarkt platzierte Anleihen in ihr Finanzierungsportfolio mit ein; das Volumen dieser Anleihen macht im Schnitt 5 Prozent des Fremdkapitals aus. 16 Prozent der Unternehmen mit mehr als 500 Millionen Euro Umsatz nutzen darüber hinaus verstärkt Pensionsverpflichtungen; bei den Unternehmen mit weniger als 500 Millionen Euro Umsatz sind es 13 Prozent.

Ausrichtung der Organisation auf die Strategie

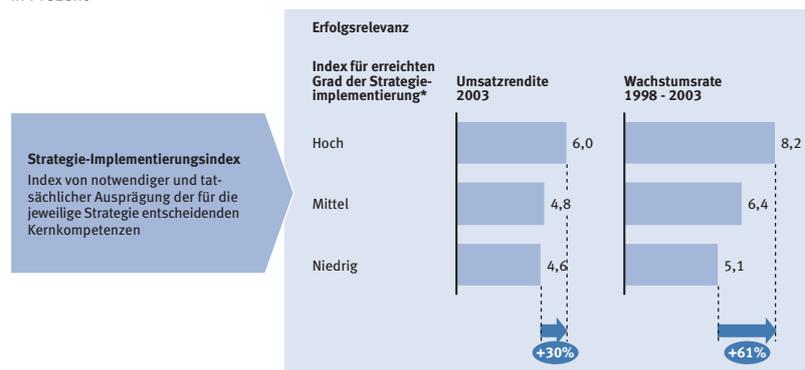
Erfolgreiche Unternehmen arbeiten nicht nur professionell, sondern schaffen es auch, die Organisation entlang ihren strategischen Zielvorgaben auszurichten – und die „Structure Follows Strategy“-Maxime zu realisieren. Nur so können aus Kernkompetenzen Erfolgsfaktoren werden. Die Ergebnisse der Untersuchung belegen diese Erkenntnis statistisch.

Strategie als Richtschnur

Um zu quantifizieren, wie stark ein Unternehmen seine Führungs- und Organisationsstruktur auf den gewählten Strategietyp ausrichtet, wurde aus den Umfrageergebnissen ein Strategie-Implementierungsindex abgeleitet. Ein hoher Indexwert zeigt dabei eine umfassende Implementierung der „Structure Follows Strategy“-Logik an, also eine hohe Übereinstimmung von Strategie und Führungs- und Organisationsstruktur.

Schaubild 36

Wo der Strategie-Implementierungsindex hoch ist, stimmen auch Umsatzwachstum und Rendite in Prozent



* Separate Ermittlung pro Strategietyp, 100% entsprechen höchstem beobachteten Grad der Strategieimplementierung
Quelle: Unternehmertum Deutschland

Die Untersuchung belegt klar, dass ein hoher Strategie-Implementierungsgrad Wachstum und Rendite fördert (Schaubild 36). Unternehmen können statistisch gesehen durch die adäquate Organisations- und Führungsstruktur ihre Rendite um 30 Prozent und das Wachstum sogar um 61 Prozent steigern.

Organisationsstruktur als Spiegel der Kernkompetenzen

Eine hohe Übereinstimmung von Organisation und strategischer Ausrichtung wird durch die Verankerung der für einen Strategietyp differenzierenden Kernkompetenzen erreicht. Zum Beispiel zeichnet sich ein Innovations-Champion durch eine leistungsfähige Forschung und Entwicklung aus. Einen hohen Passgrad der Organisation erreichen die Spitzenreiter durch die frühzeitige Einrichtung einer separaten Forschungs- und Entwicklungsabteilung, um speziell für diesen Bereich Ressourcen bereitzustellen. Sie bauen aber nicht nur eine eigene Abteilung für diesen Bereich auf, sondern binden auch das Topmanagement stärker in die operativen FuE-Entscheidungen ein.

Alle erfolgreichen Unternehmen differenzieren sich durch ausgeprägte Fähigkeiten ihrer Mitarbeiter. Voraussetzung ist ein hoher Stellenwert der Personalentwicklung im Unternehmen. Unternehmen, die auf ihre Mitarbeiter setzen und ihre Strategie in Führung und Organisation bereits zum großen Teil umgesetzt haben, investieren beispielsweise durchschnittlich einen vollen Tag mehr pro Jahr in Weiterbildung und binden die obersten Führungskräfte stärker in die operativen Entscheidungen im Bereich Personal ein.

Die erfolgreichen Mittelständler aus der Umfrage machen es vor: Wer sein Handwerk beherrscht, kann auch am Standort Deutschland profitabel wachsen. Doch wie können mehr Unternehmen erfolgreich werden, welche Rahmenbedingungen gilt es zu schaffen?