

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.*

Kapitalstrukturpolitik und Kapitalgeberinteressen – Ergebnisse einer explorativen Befragung von Vertretern börsennotierter Unternehmen in Deutschland

Zusammenfassung

Der Beitrag analysiert die Kapitalstrukturpolitik der größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland unter Berücksichtigung des Einflusses sowohl ihrer Kapitalgeber als auch der Informationsintermediäre Finanzanalysten und Rating-Agenturen. Der Arbeitskreis hat dazu eine explorative empirische Untersuchung auf der Basis persönlicher Interviews durchgeführt, in die Vertreter aus fast 60 Prozent der ausgewählten Unternehmen einbezogen werden konnten. Die Analyse zeigt, dass nur ein vergleichsweise kleiner Teil der Unternehmen ein aktives Kapitalstruktur-Management auf Basis einer in den strategischen Zielkanon des Unternehmens eingebetteten Zielkapitalstruktur praktiziert. Darüber hinaus agieren die Unternehmen insgesamt zurückhaltend in Bezug auf die Kommunikation ihrer kapitalstrukturstrategischen Ausrichtung an ihre Kapitalgeber sowie Finanzanalysten und Rating-Agenturen. Diese Akteure üben indes einen nicht unerheblichen – wenngleich häufig indirekten – Druck auf die Kapitalstrukturpolitik der Unternehmen aus.

JEL-Classification: G32, G34.

Keywords: Capital Structure; Investor Preferences; Listed Companies.
Börsennotierte Unternehmen; Kapitalgeberinteressen; Kapitalstruktur.

* Unter Mitarbeit von Prof. Dr. *Hermann Balzer*, Fachhochschule Aachen; Dr. *Heinrich Brakmann*, GAGFAH M Immobilien-Management GmbH; *Bernd Brinker*, Evonik Industries AG; *Dieter Deblke*, GEA Group AG; *Johannes M. Dietsch*, Bayer AG; *Thomas Empelmann*, ThyssenKrupp AG; *Roland Eschmann*, IKB Equity Finance GmbH; Dr. *Jochen Gann*, Boehringer Ingelheim GmbH; *Michael Gebrke*, Ruhr-Universität Bochum; Prof. Dr. *Dieter Hess*, Universität zu Köln; *Bernd Hohmann*, E.ON Ruhrgas AG; Dr. *Christoph Husmann*, Hochtief AG; Dr. *Joachim Jäckle*, Henkel KGaA; Dr. *Heinz-Walter Kohl*, Leverkusen; *Karsten Loges*, Arcandor AG; *Frank H. Lutz*, MAN AG; *Georg W. Mebring-Schlegel*, Metro AG; Dr. *Michael Mühlbayer*, Daimler AG; Prof. Dr. *Stephan Paul*, Ruhr-Universität Bochum; Prof. Dr. *Walter Paul*, Wachenheim; Dr. *Rolf Pöblich*, RWE AG; *Roland Pruss*, PTG Treuhand und Revision GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft; *Kurt E. Schäfer*, Daimler AG; *Kai Schrickel*, BSH Bosch und Siemens Hausgeräte GmbH; Dr. *Marco Schröter*, Infineon Technologies AG; Dr. *Roger Schweitzer*, Bertelsmann AG; Prof. Dr. *Ulrich Steins*, Essen; Dr. *Verena Volpert*, E.ON AG. – Der Arbeitskreis ist Herrn *Michael Gebrke* insoweit zu besonderem Dank verpflichtet, als er die Vorlagen für die Diskussionen in den Sitzungen und den Entwurf dieser Veröffentlichung erstellt sowie die empirische Untersuchung durchgeführt hat. Dadurch ist die Effizienz der Arbeit sehr gefördert worden.

1 Motivation und Zielsetzung

Die Suche nach den Einflussfaktoren unternehmerischer Kapitalstrukturentscheidungen ist spätestens seit der grundlegenden Arbeit von Franco Modigliani und Merton H. Miller zur Irrelevanz der Kapitalstruktur¹ von zentraler Bedeutung für die Corporate Finance-Forschung. Diesbezügliche Erkenntnisse sind zudem von hoher Relevanz für die Unternehmenspraxis, die sich bei Festlegung einer Kapitalstrukturpolitik mit einem komplexen Geflecht unterschiedlicher Interessen- bzw. Anspruchsgruppen konfrontiert sieht². Die hohe Aktualität des Themas „Kapitalstrukturpolitik“ für die Entscheidungsträger in der Unternehmensleitung und im Finanzbereich zeigt sich auch darin, dass gerade in der jüngeren Vergangenheit große börsennotierte Unternehmen in Deutschland Programme zur Optimierung ihrer Kapitalstruktur aufgelegt und in diesem Zusammenhang auch entsprechende Ziel- bzw. Steuerungsgrößen definiert haben³.

Dies hat den Arbeitskreis „Finanzierung“ zu einem Projekt motiviert, welches sich mit der Kapitalstrukturpolitik börsennotierter Unternehmen in Deutschland beschäftigt. Im Rahmen einer explorativen empirischen Untersuchung wird analysiert, inwieweit sich die Unternehmen deziert mit der Kapitalstruktur auseinandersetzen und sie als Element einer finanzstrategischen Ausrichtung der Unternehmensfinanzierung dann auch aktiv steuern, welche Ziele sie damit verfolgen und inwieweit Kapitalgeber sowie Finanzanalysten und Rating-Agenturen in ihrer Funktion als Informationsintermediäre auf die Entscheider in den Unternehmen einwirken.

Im folgenden zweiten Kapitel legt der Beitrag definitorische und theoretische Grundlagen. Die zu dem Untersuchungsgebiet vorliegenden empirischen Arbeiten skizzierend, leitet Kapitel drei in den Aufbau der eigenen Studie (Kapitel vier) über. Im fünften Kapitel werden die Ergebnisse der Studie dargestellt und analysiert. Die Schlussbetrachtung dient der Zusammenfassung zentraler Erkenntnisse.

2 Kapitalstrukturpolitik und Kapitalgeberinteressen als Untersuchungsgegenstand

Die Frage der Kapitalstruktur eines Unternehmens, gefasst als Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital, ist regelmäßig auch eine Frage der Kapitalgeber-Struktur. So sind mit den Kapitalien nicht nur sich durch ökonomische Rechte unterscheidende Ansprüche verschiedener Gruppen von Kapitalgebern verbunden. Die Kapitalstruktur kann darüber hinaus auch Gegenstand für mögliche Interessenkonflikte zwischen den unterschiedlichen Finanziers des Unternehmens sein⁴.

Die Fremdkapitalgeber, die im Gegensatz zu den Anteilseignern weder am Unternehmensgewinn als Residualgröße des ökonomischen Handelns noch an der Wertentwick-

1 Vgl. *Modigliani/Miller* (1958).

2 Vgl. dazu z. B. *Gansauge* (2006), S. B6; *Schulz* (2006), S. 23; *Maisch* (2007), S. 27; *Maisch/Landgraf* (2007), S. 26.

3 Vgl. *Deutsche Börse AG* (2005); *E.ON AG* (2007); *Siemens AG* (2007).

4 Vgl. zu den vorangegangenen Ausführungen auch *Nemec* (1999), S. 59; *Wortmann* (2001), S. 135.

lung des Eigenkapitals teilhaben, dürften grundsätzlich eine auf Risikominimierung und Liquiditätsverbesserung ausgerichtete Unternehmenspolitik präferieren. Dies müsste sich auch in der Erwartung einer „soliden“ Unternehmensfinanzierung bzw. Kapitalstruktur widerspiegeln. Da das Ausfallrisiko von Zins- und Tilgungszahlungen mit zunehmender Verschuldung wächst, haben die Gläubiger ein begründetes Interesse an einer Begrenzung der Gesamtverschuldung des Unternehmens. Je besser die Eigenkapitalausstattung ist, desto größer können Verluste sein, bevor mit Ansprüchen der Fremdkapitalgeber behaftete Vermögensmassen des Unternehmens aufgezehrt werden.

Idealtypisch für die Anteilseigner eines Unternehmens ist ein starkes Interesse an Übergewinnen zur Wertsteigerung ihrer Eigenkapitalposition, was systematisch zu einer im Vergleich mit den Gläubigern höheren Risikobereitschaft bei Investitionen und mit Blick auf die Kapitalstruktur führen sollte. Mit Blick auf den zeitlichen Horizont des Wertsteigerungsziels, aber auch auf die Bedeutung bzw. Gewichtung finanzwirtschaftlicher Entscheidungskriterien⁵ wie Sicherheit, Unabhängigkeit und finanzielle oder auch strategische Flexibilität im Rahmen einer wertorientierten Unternehmenspolitik ist jedoch von heterogenen Präferenzen innerhalb dieser Kapitalgebergruppe auszugehen. So ist anzunehmen, dass sich Industrieunternehmen, Banken und öffentliche Haushalte, die Unternehmensbeteiligungen als strategisches Investment oder längerfristiges Finanzinvestment halten sowie auch Gründerfamilien/Familienanteilseigner, die ihren (dominierenden) Einfluss langfristig sichern wollen, von Investoren mit einem eher kurzfristiger ausgerichteten Anlagehorizont unterscheiden, bei denen renditeorientierte Anlagemotive dominieren⁶.

Eine zentrale Begründung für die Bedeutung einer bestimmten Kapitalstruktur für die Eigenkapitalinvestoren eines Unternehmens liegt in ihrer Funktion als direkter „Werthebel“⁷. Demgemäß sollte das Unternehmen bestrebt sein, den relativen Anteil des „teureren“ Eigenkapitals am Gesamtkapital zu begrenzen und Wachstum stattdessen mit „billigerem“ – da nicht haftendem und im Vergleich zum Eigenkapital Steuervorteile (Tax Shield) gewährendem – Fremdkapital zu finanzieren, um über die Optimierung der Kapitalkosten des Unternehmens Marktwertsteigerungen zu generieren. Eine so begründete Präferenz der Anteilseigner für einen höheren Verschuldungsgrad (Financial Leverage⁸) – darüber hinaus eventuell auch direkt mit dem Wunsch nach Sonderausschüttungen bzw. Aktienrückkäufen verknüpft – wird häufig eher Eigenkapitalinvestoren zugesprochen, die mit ihrer Beteiligung auf kurzfristige Wertsteigerungen abzielen.

5 Einen genaueren Überblick über traditionelle finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien liefern z.B. *Perridon/Steiner* (2007), S. 9-14.

6 Siehe dazu z.B. auch *Hill/Snell* (1989); *Porter* (1992). Bei den eher kurzfristiger orientierten Anteilseignern dürfte es sich verstärkt um institutionelle Portfolio-Investoren handeln.

7 Darüber hinaus kann die Kapitalstruktur über ihren Einfluss auf die Investitionspolitik eines Unternehmens auch einen eher indirekten „Werthebel“ darstellen. So kann ein bestimmter Financial Leverage aus Sicht der Anteilseigner zur Disziplinierung des Managements hinsichtlich eines effizienten Einsatzes von Finanzmitteln gewünscht sein. Vgl. dazu auch *Jensen* (1986).

8 Der Terminus „Financial Leverage“ für den Verschuldungsgrad eines Unternehmens wird im Folgenden synonym mit dem Begriff „Leverage“ verwendet.

Ein hoher Verschuldungsgrad schränkt aber die finanzielle und damit auch die strategische Flexibilität des Unternehmens ein, also dessen (nachhaltige) Handlungsfähigkeit mit Blick auf sich ergebende Marktchancen im Rahmen der Unternehmensstrategie, wie z.B. größere Investitionen oder Akquisitionen⁹. Ein vergleichsweise geringerer Verschuldungsgrad könnte daher verstärkt von denjenigen Eigenkapitalinvestoren präferiert werden, die die Unternehmensbeteiligungen als strategisches Investment oder längerfristiges Finanzinvestment halten.

Durch die Kapitalstrukturentscheidungen der Unternehmen werden die Interessen der Kapitalgeber also grundsätzlich berührt. Unabhängig von der Verankerung der Kapitalstrukturpolitik im Entscheidungsbereich des Managements kann die Initiative zur Umsetzung kapitalstrukturpolitischer Entscheidungen damit auch von den Kapitalgebern eines Unternehmens ausgehen¹⁰. Letztlich obliegt es den verantwortlichen Entscheidern in den Unternehmen, die Kapitalgeberinteressen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik zu gewichten und eventuell auch eine bestimmte Kapitalgebergruppe vorrangig zu berücksichtigen.

Die unternehmerische Kapitalstrukturpolitik als zentraler Untersuchungsgegenstand wird im Folgenden als ein Element der Finanzierungs politik verstanden. Hierunter werden wiederum generelle Leitlinien zur Bestimmung (optimaler) unternehmerischer Finanzierungsentscheidungen gefasst, die von den konkreten (operativen) Finanzierungsmaßnahmen des Einzelfalls abzugrenzen sind. Zu den kapitalstrukturpolitischen Entscheidungen gehören damit sowohl die strategische Wahl der Kapitalstruktur bzw. darauf bezogene Zielfestlegungen (*strategische* Kapitalstrukturpolitik) als auch eine an quantitativen Vorgaben oder zumindest dezidierten Vorstellungen ausgerichtete, konkrete Ausgestaltung der Kapitalstruktur (*taktische* Kapitalstrukturpolitik)¹¹.

Bei einer Analyse der unternehmerischen Kapitalstrukturpolitik und des Einflusses von Kapitalgeberinteressen dürfen die Einflüsse von Finanzanalysten (Equity- sowie Fixed Income-Analysten)¹² und Rating-Agenturen¹³ auf die Kapitalstrukturpolitik nicht vernachlässigt werden. Diese resultieren aus deren Funktion als Informationsintermediäre auf den Finanzmärkten. Mit Blick auf ihre Rolle als spezialisierte Agenten der Eigenkapital- (Equity-Analysten) und Fremdkapitalgeber (Fixed Income-Analysten und Rating-Agenturen) bei der „Produktion“ von Informationen für deren Anlageentscheidungen sollen diese Multiplikatoren im Folgenden als Interessenvertreter der Kapitalgeber verstanden werden¹⁴.

9 Vgl. zu den vorangegangenen Ausführungen auch *Schneider* (1992), S. 546; *Bessler/Thies* (2000), S. 8; *Goedhart/Koller/Rehm* (2006), S. 12-17.

10 Die Bezeichnung „Kapitalgeber“ soll damit – auch im Folgenden – nicht für Mitglieder der Unternehmensleitung gelten, die zugleich Financiers des Unternehmens sind.

11 Vgl. zu den vorangegangenen Ausführungen *Paul* (2007), S. 474; *Rudolph* (2006), S. 114f.; *o.V.* (2003), S. 178.

12 Bei den hier im Fokus stehenden Finanzanalysten handelt es sich um Sell Side-Analysten. Für eine Abgrenzung zu den Buy Side-Analysten vgl. z.B. *Hax* (1998), S. 1.

13 Exemplarisch zum potenziellen Einfluss von Rating-Agenturen/des Ratings auch auf finanzstrategische Überlegungen vgl. *Jäckle/Ackermann* (2007), S. 393-395.

14 Vgl. dazu auch *Hax* (1998), S. 60.

3 Stand der empirischen Forschung und Leitfragen der Untersuchung

Im Laufe der letzten fünf Dekaden hat sich die Literatur intensiv, sowohl (modell)theoretisch als auch empirisch, mit Fragen der (optimalen) Kapitalstruktur von Unternehmen auseinandergesetzt. Schwerpunkte der empirischen Arbeiten bilden zum einen empirisch-ökonomische Untersuchungen zur Validität bestimmter Kapitalstrukturtheorien in der Praxis sowie zu den Zusammenhängen zwischen firmen-, branchen- oder auch länderspezifischen Charakteristika und beobachtbaren Kapitalstrukturen bzw. Kapitalstrukturmaßen. Zum anderen finden sich Ereignisstudien von Ankündigungseffekten verschiedener Finanzierungsmaßnahmen bzw. Kapitalstrukturveränderungen auf die Börsenkaptalisierung¹⁵.

Studien, denen Befragungen von Entscheidungsträgern zur Kapitalstruktur zugrunde liegen, sind dagegen in der empirischen Corporate-Finance-Forschung noch unterrepräsentiert. Wie schon *Donaldsons* klassische Untersuchung der Finanzierungspraxis von 25 großen US-amerikanischen Unternehmen aus den frühen 1960er Jahren, fokussieren dann auch die wenigen zwischen 1980 und der Jahrtausendwende entstandenen bzw. veröffentlichten Arbeiten von *Scott/Johnson*, *Pinegar/Wilbricht*, *Norton*, *Kamath* und *Graham/Harvey* zunächst auf (die größten) US-amerikanische(n) Unternehmen¹⁶. Letztgenannte Studie ist dabei besonders hervorzuheben, da sie mit ihrer Analyse der Relevanz bestimmter Kapitalstrukturtheorien für die Unternehmenspraxis als Referenzstudie für den größten Teil der Arbeiten in den Folgejahren fungierte.

So basieren – nun mit (unterschiedlich weitem) Europa-Fokus hinsichtlich ihres Untersuchungssamples – die Befragungsstudien sowohl von *Bancel/Mittoo* als auch von *Brounen/De Jong/Koedijk* und *Drobetz/Pensa/Wöhle* weitgehend auf dem Fragebogen von *Graham/Harvey*, was den Autoren einen direkten Ergebnisvergleich für unterschiedliche Länder-Sets ermöglicht¹⁷. Ein globales Untersuchungssample liegt der im Jahr 2005 von *Servaes/Tufano* im Auftrag der Deutschen Bank durchgeführten Studie zugrunde, die länderübergreifend, aber auch länderspezifisch Bestimmungsfaktoren der praktischen Ausgestaltung der Kapitalstruktur analysiert¹⁸.

Eine tiefer gehende Analyse der Operationalisierung von Kapitalstrukturüberlegungen, der Steuerung der Kapitalstruktur von Unternehmensseite sowie der Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch die Kapitalgeber und die Informationsintermediäre Finanzanalysten und Rating-Agenturen stand bislang nicht explizit im Fokus der Untersu-

15 Einen guten Überblick zu theoretischen und empirischen Arbeiten liefern *Harris/Raviv* (1991) sowie in jüngerer Vergangenheit *Nemec* (1999); *Prasad/Green/Murinde* (2001) und *Schauten/Spronk* (2006). Vgl. z.B. auch *Copeland/Weston/Shastri* (2008), S. 750-761 für einen Überblick über empirische Ergebnisse zur Kapitalstruktur.

16 Vgl. *Donaldson* (1961); *Scott/Johnson* (1982); *Pinegar/Wilbricht* (1989); *Norton* (1989) und (1991); *Kamath* (1997) sowie *Graham/Harvey* (2001).

17 Vgl. *Bancel/Mittoo* (2004); *Brounen/De Jong/Koedijk* (2006); *Drobetz/Pensa/Wöhle* (2006). Ergänzend ist noch die Arbeit von *Marques/Santos* zur Kapitalstrukturpolitik portugiesischer Banken zu nennen. Vgl. *Marques/Santos* (2004).

18 Vgl. *Servaes/Tufano* (2006). Mit Ausnahme dieser Studie, der eine elektronische Befragung zugrunde liegt, und der Untersuchung von *Marques/Santos*, die eine Befragung in Form persönlicher Interviews durchführen, ist allen angeführten Arbeiten eine schriftliche Befragung auf Basis eines standardisierten Fragebogens gemeinsam.

chungen. Zudem zeigt sich, dass nur in zwei der Befragungsstudien zur Kapitalstruktur (*Brounen/De Jong/Koedijk; Servaes/Tufano*) auch eine Deutschland spezifische Analyse erfolgt¹⁹. Zur Schließung dieser Lücke möchte der Arbeitskreis „Finanzierung“ entlang folgender Leitfragen einen Beitrag leisten:

- Welches sind die primären *Motive* der unternehmerischen Kapitalstrukturüberlegungen?
- Ist die Kapitalstrukturpolitik der Unternehmen in einem quantitativen Zielsystem der Unternehmensfinanzierung verankert? Falls ja, wie ist die *Operationalisierung* genau ausgestaltet, und wie strikt verfolgen die Unternehmen ihre Kapitalstrukturziele? Welcher Handlungsspielraum verbleibt dem Management?
- Welcher *Einfluss* lässt sich für die Kapitalgeber der Unternehmen auf die Kapitalstrukturpolitik ableiten? Welche Rolle spielen die Informationsintermediäre Finanzanalysten und Rating-Agenturen im Rahmen der unternehmerischen Kapitalstrukturpolitik?

4 Datenmaterial, Stichprobe und Analysemethoden

Zur Abgrenzung des eigenen Untersuchungssamples wurden in einem ersten Schritt aus den 500 umsatzstärksten Unternehmen²⁰ des Jahres 2005 mit Stammsitz in Deutschland diejenigen mit Notierung an einer deutschen Wertpapierbörse herausgefiltert²¹. In einem nächsten Schritt wurden Konzernunternehmen eliminiert, bei denen eine Mehrheitsbeteiligung der Konzernobergesellschaft vorliegt. Dadurch soll mit Blick auf die Analyse gewährleistet sein, dass die Unternehmensleitung vom Grunde her in der Lage ist, autonom über die Kapitalstrukturpolitik des Unternehmens zu entscheiden²². Auf Basis dieser Abgrenzung wurde für die Untersuchung ein Sample von 75 Unternehmen identifiziert (vgl. *Abbildung 1*).

Die Unternehmen des Untersuchungssamples wurden von Oktober 2006 bis Mai 2007 kontaktiert. Insgesamt erklärten sich 44 Unternehmen zu einer Teilnahme bereit, was einer Rücklaufquote von 58,6% entspricht²³.

19 Eine eher allgemeine Befragungsstudie zur Finanzierung großer mittelständischer Unternehmen aus Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA wurde zudem von der Siemens Financial Services GmbH durchgeführt. Vgl. *Siemens Financial Services GmbH* (2003).

20 Banken und Versicherungen werden in der Untersuchung aufgrund der besonderen Bedeutung des Fremdkapitals für diese Unternehmensgruppen und branchenspezifischer Vorschriften bzw. gesetzlicher Bestimmungen in Bezug auf Eigenkapitalanforderungen nicht berücksichtigt.

21 Als Datenquelle diente die im Jahresrhythmus erscheinende Veröffentlichung „TOP 500 der deutschen Unternehmen“ von *WELT ONLINE*. Alle ausgewählten Unternehmen liegen oberhalb einer Umsatzschwelle von 1 Mrd. €.

22 Im Verlauf der Untersuchung wurde ein weiteres Unternehmen eliminiert, nachdem sich herausgestellt hatte, dass die Konzernobergesellschaft trotz einer formal nicht existierenden Mehrheitsbeteiligung über die Kapitalstrukturpolitik des Unternehmens bestimmt.

23 Der Anteil von 58,6% bezieht sich auf das anfängliche Untersuchungssample von 75 Unternehmen. Unter Berücksichtigung der nachträglichen Eliminierung eines Unternehmens ergibt sich eine Rücklaufquote von 59,5%.

Abbildung 1: Untersuchungssample

Nr.	Unternehmen	Nr.	Unternehmen
1	Adidas AG	39	Jungheinrich AG
2	Air Berlin PLC	40	K+S AG
3	Altana AG	41	KarstadtQuelle AG (jetzt: Arcandor AG)
4	Andrae-Noris Zahn AG	42	Klöckner & Co. AG (jetzt: Klöckner & Co SE)
5	Axel Springer AG	43	Koenig & Bauer AG
6	BASF AG (jetzt: BASF SE)	44	Krones AG
7	Bayer AG	45	KSB AG
8	Baywa AG	46	Lanxess AG
9	Bechtle AG	47	Leoni AG
10	Bilfinger Berger AG	48	Linde AG
11	Bayerische Motoren Werke AG	49	MAN AG
12	Continental AG	50	Medion AG
13	Daimler Chrysler AG (jetzt: Daimler AG)	51	Merck KGaA
14	Deutsche Börse AG	52	Metro AG
15	Deutsche Lufthansa AG	53	mobilcom AG (jetzt: freenet AG)
16	Deutsche Post AG	54	MTU Aero Engines Holding AG
17	Deutsche Telekom AG	55	MVV Energie AG
18	Deutz AG	56	Norddeutsche Affinerie AG
19	Douglas Holding AG	57	Nordwest Handel AG
20	Drägerwerk AG (jetzt: Drägerwerk AG & Co. KGaA)	58	Porsche AG (jetzt: Porsche Automobil Holding SE)
21	Dürr AG	59	Praktiker Bau- und Heimwerkermärkte Holding AG
22	E.ON AG	60	ProSiebenSat.1 Media AG
23	EnBW Energie Baden-Württemberg AG	61	Puma AG
24	Epcos AG	62	Rheinmetall AG
25	Fraport AG	63	Rhön-Klinikum AG
26	Fresenius AG (jetzt: Fresenius SE)	64	RWE AG
27	Fresenius Medical Care KGaA	65	Salzgitter AG
28	Fuchs Petrolub AG	66	SAP AG
29	GEA Group AG	67	SGL Carbon AG
30	Gildemeister AG	68	Siemens AG
31	HeidelbergCement AG	69	Sixt AG
32	Heidelberger Druckmaschinen AG	70	Südzucker AG
33	Henkel KGaA (jetzt: Henkel AG & Co. KGaA)	71	ThyssenKrupp AG
34	Hochtief AG	72	TUI AG
35	Hornbach Holding AG	73	Volkswagen AG
36	Infineon Technologies AG	74	Wacker Chemie AG
37	IWKA AG (jetzt: KUKA AG)	75	Wincor Nixdorf AG
38	Jenoptik AG		

In den teilnehmenden Unternehmen wurden Entscheidungsträger der ersten oder zweiten Führungsebene des Finanzbereichs (CFO, Konzernfinanzleiter) im Rahmen teilstrukturierter Interviews persönlich befragt (Face-to-Face-Interview). Die Grundlage der Interviews bildete ein Leitfaden, der den Interviewpartnern mit einem Vorlauf von mindestens zwei Wochen vor dem Gesprächstermin zur Vorbereitung zugesandt wurde. Es wurden im Rahmen der Interviews sowohl faktenbezogene Fragen gestellt als auch subjektive Einschätzungen – unter der Nutzung von Likert-Skalen – eingeholt²⁴.

Die von den Interviewpartnern vorgenommenen Skaleneinschätzungen werden im folgenden Analyseteil sowohl anhand der Mittelwerte Median und arithmetisches Mittel als auch der Streuungsmaße Spannweite und Standardabweichung ausgewertet²⁵. Zur Aufdeckung eventueller statistisch signifikanter Unterschiede in den vorliegenden Einschätzungen erfolgen ergänzend Mittelwertvergleiche auf Basis des *Mann-Whitney-U-Tests* bzw. des *Kruskal-Wallis-Tests* für zwei respektive mehr als zwei unabhängige Stichproben mit mindestens ordinalskalierten Beobachtungswerten²⁶.

Zusammenhänge zwischen den Merkmalsausprägungen nominalskalierten Variablen werden im Folgenden mit Hilfe von Kontingenztabellen (Kreuztabellen) untersucht. Für den Test auf Unabhängigkeit der Variablen im Rahmen der Kontingenzanalyse wird mit Blick auf die geringe Stichprobengröße und die Voraussetzungen einer Anwendung des asymptotischen Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests ein exakter Test für die Pearson-Prüfstatistik herangezogen²⁷. Im Falle von 2x2-Kreuztabellen wird auf den exakten Test von Fisher abgestellt, dem hier die besten Güteeigenschaften zugesprochen werden und der die Möglichkeit bietet, auch einseitig, also auf positive oder negative stochastische Abhängigkeit, zu testen.

Das in den Tests jeweils ermittelte empirische Signifikanzniveau p ist mit dem vorzuziehenden Signifikanzniveau α zu vergleichen, wobei das Vorliegen einer statistischen Signifikanz auf dem 10%-Niveau (*), dem 5%-Niveau (**) sowie dem 1%-Niveau (***) beurteilt werden soll. Bei nominalskalierten Variablen wird zur Beurteilung der Stärke eines eventuellen Zusammenhangs bzw. einer eventuellen Abhängigkeit zusätzlich das Kontingenzmaß *Cramérs V* angegeben. Bei einem Wert von $> 0,3$ soll hier ein nicht trivialer Zusammenhang bzw. eine so geartete Abhängigkeit unterstellt werden²⁸.

24 Erläuterungen zu Likert-Skalen als Skalierungsmodell geben z.B. *Schnell/Hill/Esser* (2005), S. 187-191.

25 Zur Angabe des Mittelwertes und der Standardabweichung für die vorliegenden ordinalen Likert-Skalen vgl. *Jaccard/Wan* (1996), S. 4, unter Verweis auf weitere Quellen. Um eine ausführliche Darstellung der gewonnenen Ergebnisse zu ermöglichen, wird entgegen entsprechenden Empfehlungen, vgl. bspw. *Bleymüller/Gehlbart/Gülicher* (2004), S. 13, 19, 24, nicht auf eine Angabe von Mittelwert und Standardabweichung verzichtet.

26 Bei diesen beiden Tests handelt es sich um parameterfreie Verfahren, die einen am Median als Maß der zentralen Tendenz ausgerichteten Vergleich der Stichproben erlauben. Ausführlicher zu den beiden Rangtests vgl. bspw. *Büning/Trenkler* (1994), S. 135f. und S. 184-190; *Hartung/Elpelt/Klößener* (2005), S. 519f. und S. 613f.

27 Vgl. dazu *Baltes-Götz* (2008), S. 165-167.

28 Hiermit erfolgt eine Orientierung an in der statistischen Literatur proklamierte diesbezügliche Faustformeln/Interpretationshilfen. Vgl. z.B. *Duller* (2006), S. 126f.; *Eckstein* (2006), S. 169; *Backhaus et al.* (2008), S. 309.

5 Ergebnisse der Studie

5.1 Kapitalgeber, Informationsintermediäre und Ausrichtung der Unternehmenspolitik

Ausgangspunkt der Interviews war die Frage nach der *Anteilseignerstruktur* des Unternehmens. Zum Interviewzeitpunkt befinden sich bei 30 (68,2%) der 44 an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen Anteile am Gesamtkapital der Gesellschaft im Festbesitz²⁹ und liegen so mit hoher Wahrscheinlichkeit in den Händen von Investoren, die ihre Unternehmensbeteiligung als strategisches Investment oder längerfristiges Finanzinvestment halten. Dabei weisen 22 Unternehmen (50,0%) Beteiligungen eines Anteilseigners am stimmberechtigten Kapital der Gesellschaft von mindestens 25 Prozent auf, neun Unternehmen (20,5%) eine diesbezügliche Beteiligungsquote von mindestens 50 Prozent. Hauptanteilseigner mit zumindest einer qualifizierten Minderheitsbeteiligung sind in der Mehrzahl der Fälle (14; 63,6%³⁰) Gründerfamilien – dies zum Teil über eigene Gesellschaften bzw. Stiftungen –, aber auch Industrieunternehmen (4; 18,2%) und öffentliche Haushalte³¹ (3; 13,6%). Ein Hauptanteilseigner ist dem Bankensektor zuzuordnen.

Hinsichtlich der *regionalen Verteilung der Anteilseigner* zeigt sich bei 21 der befragten Unternehmen (47,7%) ein Übergewicht nationaler Eigner, bei 20 Unternehmen (45,5%) haben internationale Eigner die Mehrheit der Anteile. In drei Fällen konnten die Unternehmensvertreter keine diesbezügliche Angabe machen.

Um ein Bild von der *Struktur des Fremdkapitalgeberkreises* zu bekommen, wurden die Unternehmensvertreter nach den Hauptquellen der Finanzverbindlichkeiten befragt. 14 Unternehmen (31,8%) verzichten zum Interviewzeitpunkt auf eine Inanspruchnahme des Kapitalmarktes im Rahmen der Fremdfinanzierung. Zu ihren Darlehensgebern zählen hauptsächlich Banken und zum Teil auch Versicherungen (Schuldscheindarlehen). 30 der befragten Unternehmen (68,2%) ergänzen die klassische Finanzierung über (syndizierte) Bankkredite dagegen durch eine Inanspruchnahme des Kapitalmarktes über die Ausgabe von Anleihen, darunter 22 Unternehmen (73,3%) in Form klassischer Unternehmensanleihen und acht Unternehmen (26,7%) durch Wandelschuldverschreibungen. Es fällt auf, dass über 90 Prozent der Unternehmen ohne Anteile im Festbesitz – mit einem demzu-

29 Zur Bestimmung des Festbesitzes wurde zusätzlich auf Daten der Deutsche Börse AG zurückgegriffen. Der Festbesitz bezeichnet im Gegensatz zum Streubesitz (Free Float) den Anteil der Aktien eines Unternehmens, der nicht für den laufenden Börsenhandel zur Verfügung steht. Zum Festbesitz zählen Aktienpakete, die mindestens fünf Prozent des Grundkapitals ausmachen. Ausgenommen sind – bis zu einer Anteilshöhe von maximal 25 Prozent – alle Anteilspositionen von Finanzinvestoren wie Investmentfonds oder Kapitalanlagegesellschaften, die mit kurzfristigen Anlagestrategien gehalten werden. Vgl. *Deutsche Börse AG* (2008). Mit dem im Folgenden gewählten Bezug des Festbesitzes auf das stimmberechtigte Gesamtkapital der Unternehmen soll zum einen der Tatsache Rechnung getragen werden, dass ein Teil der Unternehmen sowohl stimmberechtigte Stammaktien als auch stimmrechtlose Vorzugsaktien emittiert hat und zum anderen, dass nicht bei der Gesamtheit der befragten Unternehmen alle Anteilseigner gleichzeitig auch Anteile in Form von Aktien besitzen.

30 Diese und die in diesem Abschnitt noch folgenden prozentualen Angaben beziehen sich auf die 22 Unternehmen mit einem Festbesitz-Anteil am stimmberechtigten Kapital von mindestens 25 Prozent.

31 In Deutschland bilden der Bund, die Länder und die Kommunen die öffentlichen Haushalte.

folge sehr breit gestreuten Anteilseignerkreis – den Kapitalmarkt auch auf der Fremdkapitalseite in Anspruch nehmen, während diese Quote bei den Unternehmen mit Festbesitz nur bei gut 50 Prozent liegt.

Nahezu in Übereinstimmung mit der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes im Rahmen der Fremdfinanzierung zeigt sich die *Research-Coverage* der Unternehmen durch *Fixed Income-Analysten*. So konstatieren 23 Befragte (52,3%) eine regelmäßige Beobachtung ihres Unternehmens durch diese Analystengattung. In den verbleibenden sieben Fällen wird die fehlende Coverage darauf zurückgeführt, dass die jeweiligen Unternehmen ausschließlich Wandelschuldverschreibungen emittiert haben.

Auf die Frage nach einer *Research-Coverage* durch *Equity-Analysten* nennt der überwiegende Teil der Unternehmensrepräsentanten (43; 97,7%) regelmäßige Bewertungen und Empfehlungen zur Aktie des Unternehmens durch diese Analystengattung.

Knapp über die Hälfte der befragten Unternehmen (24; 54,5%) – darunter, bis auf eine Ausnahme, die Unternehmen, die den Kapitalmarkt über die Ausgabe von klassischen Anleihen nutzen – verfügt über mindestens ein von einer *Rating-Agentur* vergebenes öffentliches *Kreditrating*. Zum überwiegenden Teil (21; 87,5%) definieren diese Unternehmen im Rahmen ihrer finanzstrategischen Überlegungen zudem ein *Ziel-Rating*. Dahinter steht vor allem das Bestreben, die finanzielle Unabhängigkeit des Unternehmens über eine jederzeitige Möglichkeit des Zugangs zu den Fremdkapitalmärkten sicherzustellen. Hierzu stellen die Unternehmen darauf ab, ein bestimmtes Rating-Niveau (Bonitätsfloor) nicht zu unterschreiten. Vier (19%) der 21 Unternehmen mit Ziel-Rating lagen zum Zeitpunkt der Befragung unterhalb des von ihnen angestrebten Niveaus und streben nun danach, dieses zu erreichen.

Um zunächst ein grundsätzliches Bild von der Bedeutung der Kapitalgeberinteressen im Kontext der strategischen Orientierung des Unternehmens zu bekommen, sollten die Unternehmensvertreter eine Einschätzung zur *Ausrichtung der Unternehmenspolitik* an den Interessen der Anspruchsgruppen des Unternehmens vornehmen und zudem die *obersten Performancezielgrößen* des Unternehmens angeben. Zwölf Unternehmen (28,6%³²) konstatieren eine gleichgewichtige Betrachtung der Interessen ihrer Stakeholder. Ihre Unternehmenspolitik basiert darauf, die unterschiedlichen und häufig konfligierenden Interessen der Anspruchsgruppen gleichberechtigt in ein geschlossenes Zielsystem zu integrieren. Bei der Mehrzahl der Unternehmen (30; 71,4%) nimmt dagegen die Gruppe der Anteilseigner eine herausgehobene Stellung im Rahmen der Unternehmenspolitik ein. Nur fünf Unternehmen (11,9%) geben ergänzend an, dass neben den Interessen der Anteilseigner auch die Interessen der Fremdkapitalgeber als weitere Kapitalgebergruppe besonders im Fokus der Unternehmenspolitik stehen.

32 Die prozentualen Angaben in diesem Abschnitt beziehen sich auf 42 Unternehmen. Zwei Unternehmensvertreter trafen hier keine Einschätzung.

Die insgesamt herausgehobene Stellung der Anteilseigner spiegelt sich in den finanziellen Oberzielgrößen der Unternehmen wider. So gibt die Mehrzahl der Unternehmen (31; 70,5%³³) hier (auch) eine wertorientierte Kennzahl – am häufigsten den Economic Value Added (EVA) – an, mit der das strategische Leitbild des Shareholder Value Management operationalisiert wird. Es fällt nicht nur auf, dass sich darunter vor allem diejenigen Unternehmen befinden, bei denen die Interessen der Anteilseigner besonders im Fokus der Unternehmenspolitik stehen. Es kann zudem nachgewiesen werden, dass eine statistisch signifikante diesbezügliche Abhängigkeit besteht (p -Wert^{Fisher; 1-seitig} = 0,021**, Cramér's $V = 0,375$). Zwölf Unternehmen (27,3%) verwenden dagegen ausschließlich traditionelle Performancemaße, wie z.B. Earnings before Interest and Tax (EBIT) und Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA) bzw. Umsatzkennziffern zur Steuerung des Unternehmens. Ein Unternehmen (2,3%) gibt an, keine Performancezielgröße zu definieren.

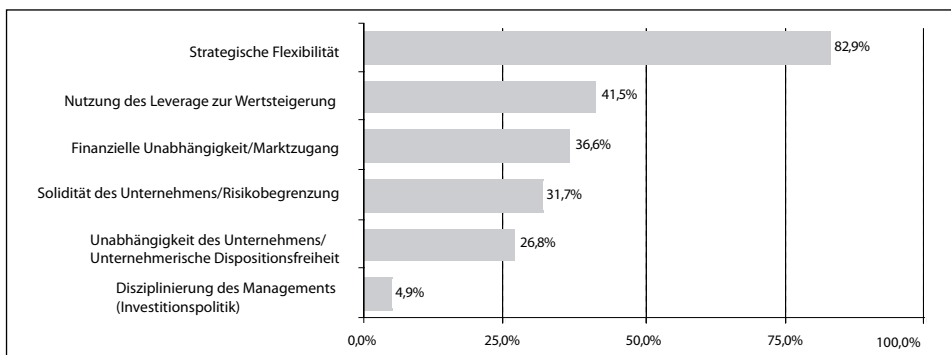
5.2 Motive der Kapitalstrukturpolitik

Mit Fokus auf den zentralen Untersuchungsgegenstand der Kapitalstrukturpolitik ist zunächst festzustellen, dass die befragten Unternehmen sich zum überwiegenden Teil (41; 93,2%) *dezidiert* mit der *Ausgestaltung der Kapitalstruktur auseinandersetzen*. Ein nur sehr geringer Teil der Unternehmen (3; 6,8%) gibt hingegen an, die Kapitalstruktur sei ausschließlich Ergebnis (der Finanzierung) aktivseitiger Maßnahmen/Entscheidungen und damit Ausfluss der Investitionspolitik bzw. des operativen Geschäfts. Diese Unternehmen begründen die fehlende Fokussierung auf die Kapitalstruktur hauptsächlich mit Besonderheiten ihres (projekt- bzw. programmorientierten) Geschäftsmodells. Eine auf den „Nutzen“ einer bestimmten Ausgestaltung der Kapitalstruktur ausgerichtete Politik wird von ihnen dabei als potenzieller „Hemmschuh“ angesehen und daher vermieden.

Bei über 80 Prozent (34) der Unternehmen, die sich *dezidiert* mit der Ausgestaltung ihrer Kapitalstruktur auseinandersetzen, kann ein *primärer Fokus der Überlegungen hinsichtlich des Financial Leverage* auf die Erhaltung strategischer Flexibilität identifiziert werden (vgl. *Abbildung 2*). Dies korrespondiert mit der relativ hohen Bedeutung der Gewährleistung finanzieller Unabhängigkeit in Bezug auf die (potenzielle) Inanspruchnahme verschiedener Finanzierungsquellen und -märkte.

³³ Die prozentualen Angaben in diesem Abschnitt beziehen sich auf alle 44 an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen.

Abbildung 2: Primäre Motive der Kapitalstrukturüberlegungen³⁴



Die Nutzung der Kapitalstruktur als den Unternehmenswert steuerndes Instrument – die Optimierung der Kapitalkosten über die Gestaltung des Financial Leverage – wird von 17 Unternehmen (41,5%) als ein primäres Motiv ihrer Kapitalstrukturüberlegungen angeführt. Dieser in der Finanzierungstheorie so zentrale Aspekt hat für die Unternehmen insgesamt jedoch eine deutlich geringere Bedeutung als eine das Unternehmens-/Geschäftswachstum unterstützende Kapitalstruktur. Dies zeigt sich vor allem auch in den sich hochsignifikant unterscheidenden Ergebnissen einer von den Unternehmensvertretern zu diesen beiden Aspekten vorgenommenen Skaleneinschätzung (vgl. *Abbildung 3*).

Abbildung 3: Einschätzung der Unternehmen zur Bedeutung zentraler Aspekte im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik³⁵

Bedeutung auf einer Skala von 0 bis 5	n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	41	3,0	-3,605 (0,000***)	2,9	1,6	5,0
Strategische Flexibilität		4,0		4,2	1,0	5,0

Dagegen messen aus Sicht der Unternehmen ihre *Eigenkapitalgeber* der Kapitalstruktur in ihrer Funktion als direkter „Werthebel“ eine relativ zur Gewährleistung strategischer Flexibilität gesehen höhere Bedeutung bei als die (Vertreter der) Unternehmen selbst. Darauf deuten schon die im Vergleich schwächer divergierenden Mittelwerte der Einschätzungen hin. Zudem lässt sich auf Basis des Vergleichstests hier kein statistisch signifikanter Unterschied hinsichtlich der gemittelten Einschätzungen feststellen (vgl. *Abbildung 4*).

34 Die prozentualen Angaben in der Abbildung beziehen sich auf die 41 Unternehmen, die sich dezidiert mit der Ausgestaltung der Kapitalstruktur auseinandersetzen. Zum überwiegenden Teil wurde bei den befragten Unternehmen mehr als ein primäres Motiv der Kapitalstrukturüberlegungen identifiziert.

35 Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Bedeutung) über 1 (sehr geringe Bedeutung), 2 (geringe Bedeutung), 3 (mittelhohe Bedeutung), 4 (hohe Bedeutung) bis 5 (sehr hohe Bedeutung) zur Verfügung.

Abbildung 4: Einschätzung der Unternehmen zur Bedeutung zentraler Aspekte im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik für die Eigenkapitalgeber³⁶

Bedeutung auf einer Skala von 0 bis 5	<i>n</i>	Median	Z-Wert (<i>p</i> ^{Mann-Whitney})	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	36	3,75	-1,212 (0,226)	3,3	1,5	5,0
Strategische Flexibilität		4,0		3,8	1,0	5,0

Ein stärker differenziertes Bild kann nun in Abhängigkeit vom Kapitalgeberkreis gezeichnet werden, wenn man die in Kapitel 5.1 vorgenommene Abgrenzung der Stichprobe nach den Festbesitz-Anteilen am stimmberechtigten Kapital der Gesellschaft heranzieht. Es zeigt sich zunächst, dass die Teilgruppe der Unternehmen mit Festbesitz-Anteilen von mindestens 25 Prozent der strategischen Flexibilität eine hochsignifikant stärkere Bedeutung beimisst als der Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung, wohingegen für die Unternehmen mit den geringeren Festbesitz-Anteilen im Mittel kein signifikanter Bedeutungsunterschied nachweisbar ist (vgl. *Abbildung 5*). Somit kann im Vergleich der Teilgruppen auch davon ausgegangen werden, dass die Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung für letztgenannte Unternehmensgruppe mit einem vermutlich größeren Anteilsbestand eher kurzfristiger orientierter Eigenkapitalinvestoren eine relativ zur strategischen Flexibilität höhere Bedeutung einnimmt.

Abbildung 5: Einschätzung von Unternehmen mit unterschiedlichen Festbesitz-Anteilen zur Bedeutung zentraler Aspekte im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik

Bedeutung auf einer Skala von 0 bis 5 für Unternehmen mit...	<i>n</i>	Median	Z-Wert (<i>p</i> ^{Mann-Whitney})	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
...Festbesitz ≥ 25%	21	Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	-3,617 (0,000***)	2,5	1,7	5,0
		Strategische Flexibilität		4,3	1,3	5,0
...Festbesitz < 25%	20	Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	-1,277 (0,202)	3,4	1,4	4,0
		Strategische Flexibilität		4,0	0,6	2,0

³⁶ Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Bedeutung) bis 5 (sehr hohe Bedeutung) zur Verfügung. Fünf Unternehmen machten dazu keine Angabe. Das von den angegebenen Skalenstufen abweichende Ergebnis für den Median hier und im Folgenden erklärt sich daraus, dass auch „Intervallantworten“ der Interviewpartner in der Ausgestaltung von bspw. „3 bis 4“ akzeptiert und als Mittelwert der Stufenausprägungen (Beispiel: 3,5) einbezogen und gewertet wurden.

Indirekt für eine Abhängigkeit der unternehmerischen Kapitalstrukturpolitik von der Struktur der Anteilseigner und den korrespondierenden Präferenzausprägungen spricht zudem, dass auch die von den Unternehmensvertretern für die Eigenkapitalgeber wahrgenommene Bedeutung der Kapitalstruktur als direkter „Werthebel“ im Vergleich zur Gewährleistung strategischer Flexibilität mit abnehmendem Festbesitz von Anteilseignern steigt (vgl. *Abbildung 6*).

Abbildung 6: Einschätzung von Unternehmen mit unterschiedlichen Festbesitz-Anteilen zur Bedeutung zentraler Aspekte im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik für die Eigenkapitalgeber

Bedeutung auf einer Skala von 0 bis 5 für Unternehmen mit...		n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
... Festbesitz ≥ 25%	Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	20	3,0	-2,135 (0,033**)	2,9	1,5	5,0
	Strategische Flexibilität		4,0		3,8	1,3	5,0
... Festbesitz < 25%	Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	16	4,0	-0,849 (0,396)	3,7	1,4	4,0
	Strategische Flexibilität		3,75		3,7	0,7	2,0

In Ergänzung zu den zuvor genannten Einschätzungen hatten die Interviewpartner auch die grundsätzliche *Beurteilung* einer auf die Gewährleistung strategischer Flexibilität bzw. die Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung ausgerichteten Kapitalstrukturpolitik *durch* die *Fremdkapitalgeber* ihres Unternehmens einzuschätzen. Dabei stand ihnen eine Skala von „-3“ (sehr negative Beurteilung) bis „+3“ (sehr positive Beurteilung) zur Verfügung. Wie aus *Abbildung 7* hervorgeht, wird eine auf strategische Flexibilität ausgerichtete Kapitalstrukturpolitik aus Sicht der Unternehmen von den Fremdkapitalgebern positiv und zudem hochsignifikant besser beurteilt als eine Ausrichtung auf die Nutzung der Kapitalstruktur als direkter „Werthebel“. Diesem Motiv stehen die Fremdkapitalgeber aus Unternehmenssicht eher indifferent bis leicht negativ gegenüber, vermutlich weil dies eher einen höheren Financial Leverage impliziert³⁷.

Abbildung 7: Einschätzung der Unternehmen zur Beurteilung zentraler Aspekte im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik durch die Fremdkapitalgeber³⁸

Beurteilung auf einer Skala von -3 bis +3	n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung	35	0,0	-4,065 (0,000***)	-0,6	1,6	6,0
Strategische Flexibilität		1,0		1,1	1,4	6,0

37 Eine Differenzierung der befragten Unternehmen in Bezug auf den Fremdkapitalgeberkreis nach einer Inanspruchnahme des Kapitalmarktes im Rahmen der Fremdkapitalfinanzierung liefert hier keine ergänzenden Erkenntnisse.

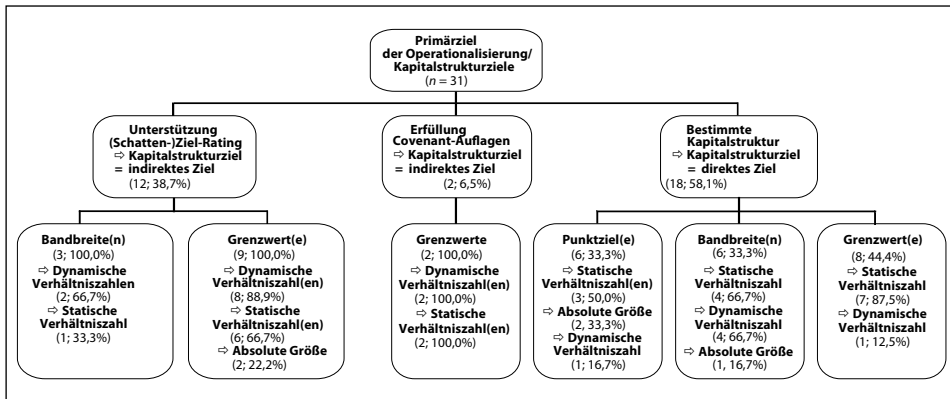
38 Sechs Unternehmen machten hierzu keine Angabe.

5.3 Operationalisierung der Kapitalstrukturüberlegungen in Form von Kapitalstrukturzielen

Für eine tiefergehende Analyse der *Operationalisierung von Kapitalstrukturüberlegungen* wurden die Untersuchungsteilnehmer nach *quantitativen Kapitalstrukturzielen befragt*³⁹.

Insgesamt lässt sich für die größten börsennotierten deutschen Unternehmen zunächst ein hoher Operationalisierungsgrad nachweisen. So geben gut drei Viertel (31) der 41 Unternehmen, die sich dezidiert mit der Ausgestaltung der Kapitalstruktur auseinandersetzen, an, quantitative Kapitalstrukturziele zu definieren bzw. zu verfolgen. Nur in 18 Fällen (58,1%) aber ist eine bestimmte, für das jeweilige Unternehmen optimale, Kapitalstruktur *Primärziel und -fokus der Operationalisierung*. Diese Unternehmen definieren damit *direkte* Kapitalstrukturziele⁴⁰. Zwölf Unternehmen (32,3%) geben dagegen an, dass ihre Kapitalstrukturziele und damit auch das Verfolgen derer primär aus der Gewährleistung ihres Ziel-Ratings als Kernzielsetzung der Finanzstrategie resultieren, darunter zwei Unternehmen ohne externes Rating, die auf die Erlangung bzw. Erhaltung eines Schatten-Ratings⁴¹ abzielen. Diese Unternehmen verfolgen damit ebenso *indirekte* Kapitalstrukturziele wie zwei weitere Unternehmen (6,5%), für die die Erfüllung von Auflagen aus Financial Covenants das Primärziel der Operationalisierung ihrer Kapitalstrukturüberlegungen darstellt (vgl. *Abbildung 8*)⁴².

Abbildung 8: Primärziele der Operationalisierung, Zielausmaß der Kapitalstrukturziele und verfolgte Kennziffern



39 Der Terminus „Kapitalstrukturziele“ erscheint dem Arbeitskreis „Finanzierung“ in Bezug auf den Untersuchungsgegenstand sinnvoller als die in Studien zur Kapitalstruktur sonst vorgenommene Abgrenzung einer „Zielkapitalstruktur“, da er einen breiteren Raum gerade hinsichtlich der Erfassung unterschiedlicher Zielausmaße im Rahmen der Operationalisierung bietet.

40 Vier (9,8%) der 41 Unternehmen, die dezidiert Kapitalstrukturüberlegungen anstellen, streben zudem eine Operationalisierung in Form von direkten Kapitalstrukturzielen in näherer Zukunft an.

41 Der Begriff „Schatten-Rating“ soll für die Nachbildung der Bonitätseinstufung externer Rating-Agenturen durch Unternehmen ohne öffentliches Rating stehen.

42 Mit Blick auf die Abbildung und die folgenden Ausführungen ist sowohl zu beachten, dass für ein Unternehmen zwei Primärziele identifiziert werden, als auch, dass zwei Unternehmen mit direkten Zielen jeweils zwei unterschiedliche Zielausmaße festlegen und zudem ein Großteil der Unternehmen mehr als eine Kennziffer verfolgt.

Die auf ein Ziel-Rating bzw. Covenant-Auflagen gerichtete Kapitalstrukturpolitik der beiden letztgenannten Unternehmensgruppen spiegelt sich in 78,6%⁴³ der Fälle in einem „Monitoring“ der Kapitalstruktur auf Basis von Grenzwerten (Ober- und/oder Untergrenzen) in Bezug auf die jeweils verfolgten bzw. zu verfolgenden Kennziffern (z.B. Eigenkapitalquote) wider.

Für die Unternehmen, die *direkte* Kapitalstrukturziele definieren, zeigen sich dagegen in Abhängigkeit von unterschiedlichen „Stoßrichtungen“ der diesbezüglichen *Grundsatzentscheidung* auch unterschiedliche *Zielausmaße* (p -Wert^{Pearson} = 0,000^{**}; *Cramér's V* = 1). Zudem kann ein starker, statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem gewählten Zielausmaß und der Struktur des Festbesitzes auf der Eigenkapitalseite identifiziert werden (p -Wert^{Fisher; 2-seitig} = 0,050^{**}; *Cramér's V* = 0,570), aber auch zwischen gewähltem Zielausmaß und der Kapitalmarktanspruchnahme auf der Fremdkapitalseite (p -Wert^{Fisher; 2-seitig} = 0,002^{**}; *Cramér's V* = 0,766). So konstatieren sieben Unternehmensvertreter eine Steuerung der Kapitalstruktur zuvorderst mit Blick auf eine Kapitalkosten-optimierende Gestaltung des Financial Leverage implementiert zu haben. Vier Unternehmensvertreter geben demgegenüber an, eine interne „Guidance“ in Form messbarer Vorgaben zur Disziplinierung mit Fokus auf die Unterstützung der Unternehmensstrategie zu benötigen. Diese elf Unternehmen (61,1%⁴⁴) – darunter überwiegend (72,7%) Unternehmen mit den geringeren Festbesitz-Anteilen bzw. mit Kapitalmarktpräsenz auf der Fremdkapitalseite (90,9%) – streben Bandbreiten und/oder Punktziele hinsichtlich der von ihnen zur Operationalisierung der Kapitalstrukturüberlegungen verwendeten Kennziffern und damit eine „echte“ Zielkapitalstruktur an. Sieben Unternehmen mit direkten Zielen (38,9%⁴⁵) – darunter überwiegend (85,7%) Unternehmen mit den höheren Festbesitz-Anteilen bzw. ohne Kapitalmarktpräsenz auf der Fremdkapitalseite (85,7%) – führen dagegen ausschließlich ein „Monitoring“ der Erfüllung von Grenzwerten in Bezug auf die jeweils verfolgten Kennziffern durch. In sechs Fällen (85,7%) geht dies auf die Gewährleistung einer vor allem mit Blick auf die Bankfinanzierung angemessenen Kapitalausstattung zurück.

Über die Differenzierung der Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen nach dem im Rahmen der Operationalisierung gewählten Zielausmaß ergeben sich dann auch deutliche Unterschiede in den primären Motiven der unternehmerischen Kapitalstrukturüberlegungen (vgl. *Abbildung 9*). Bei den Unternehmen mit Punktzielen bzw. Bandbreiten können die Nutzung des Leverage zur Wertsteigerung und (erst) danach die strategische Flexibilität des Unternehmens insgesamt gesehen am häufigsten als Primärtreiber identifiziert werden. Demgegenüber werden die Kapitalstrukturüberlegungen der Unternehmen, die ausschließlich Grenzwerte in Bezug auf die verwendeten Zielkennziffern definieren, in erster Linie durch die Gewährleistung der strategischen Flexibilität sowie der finanziellen Unabhängigkeit des Unternehmens (die bei Unternehmen mit Punktzielen bzw. Bandbreiten als Zielausmaß eine vergleichsweise untergeordnete Rolle spielt) getrieben. Wertsteigerungseffekte über die Gestaltung des Financial Leverage können hier nicht als ein primäres Motiv identifiziert werden. Mit Hilfe der Kontingenzanalyse lässt sich bezüglich

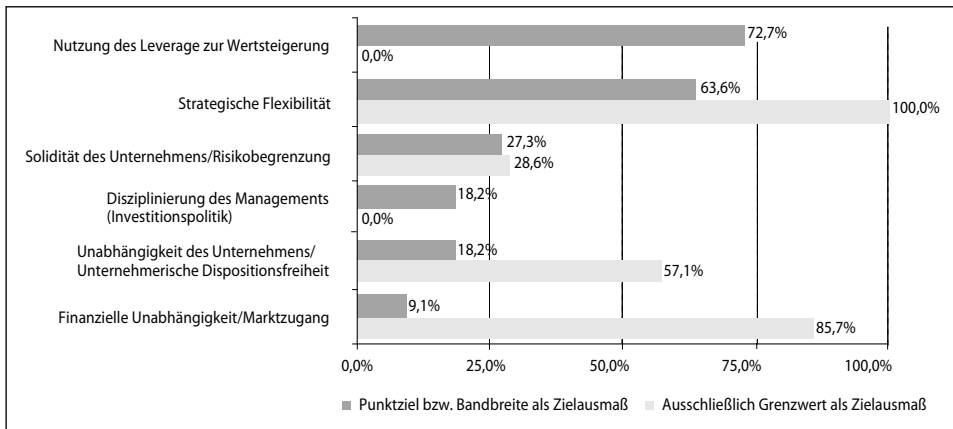
43 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 14 Unternehmen mit indirekten Kapitalstrukturzielen.

44 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 18 Unternehmen, die direkte Kapitalstrukturziele definieren.

45 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 18 Unternehmen, die direkte Kapitalstrukturziele definieren.

der Nutzung des Leverage (p -Wert^{Fisher, 2-seitig} = 0,004***; *Cramér's V* = 0,714), aber auch der finanziellen Unabhängigkeit (p -Wert^{Fisher, 2-seitig} = 0,002***; *Cramér's V* = 0,766) als primäres Motiv dann auch ein statistisch signifikanter, starker Zusammenhang mit dem im Rahmen der Operationalisierung gewählten Zielausmaß nachweisen.

Abbildung 9: Primäre Motive der Kapitalstrukturüberlegungen bei Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen bezogen auf das Zielausmaß⁴⁶



Unter den Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen finden statische Verhältniszahlen – Relationen von Kapitalgrößen – die stärkste Verbreitung als *Zielkennziffern*. So verwenden allein 14 Unternehmen (77,8%⁴⁷) (auch) diese Kennziffer-Kategorie zur Operationalisierung. Neun Unternehmen (50,0%) stellen sogar ausschließlich auf statische Verhältniszahlen ab, dies signifikant abhängig von der Definition eines direkten Kapitalstrukturziels (p -Wert^{Fisher, 1-seitig} = 0,015**, *Cramér's V* = 0,447). Die nicht nur unter den statischen Kennziffern höchste Verbreitung erfährt die Eigenkapitalquote, die allein elf (61,1%) Unternehmen mit direkten Zielen für ihre *Steuerung* bzw. ihr *Monitoring* heranziehen⁴⁸. Fünf Unternehmen (27,8%) verwenden als statische Kennziffer hier (auch) ein Gearing und damit eine Relation aus einer Fremd- und einer Eigenkapitalgröße. Während von sechs Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen (33,3%) – zum Teil ergänzend – eine dynamische Verhältniszahl in Form einer Net Debt/EBITDA-Relation herangezogen wird, stellen drei Unternehmen (16,7%) auf eine absolute (Verschuldungs- oder Eigenkapital-)Größe ab.

⁴⁶ Die prozentualen Angaben in der Abbildung beziehen sich auf die 18 Unternehmen, die direkte Kapitalstrukturziele definieren.

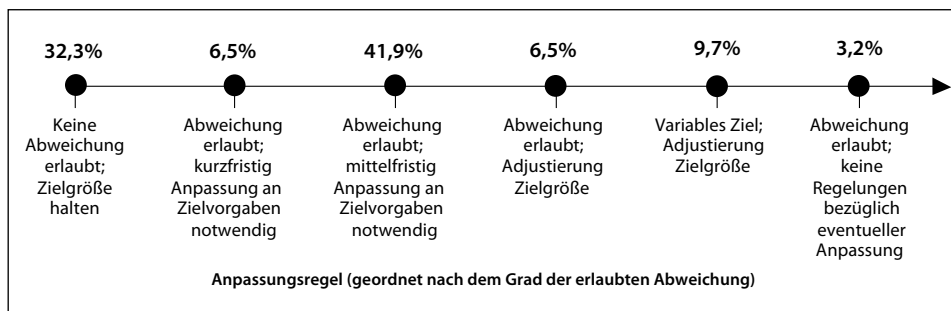
⁴⁷ Diese und die folgende prozentuale Angabe beziehen sich auf die 18 Unternehmen, die direkte Kapitalstrukturziele definieren.

⁴⁸ In Bezug auf die Verwendung der Eigenkapitalquote als Zielkennziffer lässt sich nicht nur ebenfalls eine signifikante Abhängigkeit von der Definition eines direkten Kapitalstrukturziels (p -Wert^{Fisher, 1-seitig} = 0,040**, *Cramér's V* = 0,377), sondern auch von einem hohen Festbesitz-Anteil der Eigenkapitalinvestoren (p -Wert^{Fisher, 1-seitig} = 0,024**, *Cramér's V* = 0,418) identifizieren.

Bei den 14 Unternehmen, die *indirekte* Kapitalstrukturziele verfolgen (vgl. *Abbildung 8*), überwiegen dagegen nicht nur dynamische Verhältniszahlen (85,7%) unter den Kennziffern, die die Unternehmensvertreter als Covenant-Vorgaben bzw. mit Blick auf das fokussierte (Schatten-)Ziel-Rating als zentrale (kritische) Größen für ihr Monitoring heranziehen. Es lässt sich zudem eine recht starke Abhängigkeit der Verwendung dieser Kennziffer-Kategorie von der Verfolgung eines indirekten Kapitalstrukturziels statistisch nachweisen (p -Wert^{Fisher, 1-seitig} = 0,006***; Cramérs V = 0,508)⁴⁹.

Um Erkenntnisse darüber zu gewinnen, wie strikt die Unternehmen ihre Kapitalstrukturziele verfolgen, wurden die Untersuchungsteilnehmer befragt, ob *Abweichungen von den Zielvorgaben* zulässig sind bzw. *Regelungen hinsichtlich eventueller Anpassungsmaßnahmen* existieren. Die Kontingenztabelle verdeutlicht, dass auch hier von einem Zusammenhang mit den jeweils fokussierten Primärzielen der Operationalisierung der Kapitalstrukturüberlegungen ausgegangen werden kann (p -Wert^{Pearson} = 0,007***; Cramérs V = 0,545). So toleriert knapp ein Drittel der Unternehmen (10; 32,3%⁵⁰) grundsätzlich keine signifikanten Abweichungen von den Zielvorgaben (vgl. *Abbildung 10*). Darunter befinden sich zum überwiegenden Teil (8; 80%) Unternehmen, die ihre Kapitalstrukturziele primär mit Blick auf die Erfüllung von Auflagen aus Financial Covenants bzw. auf die Gewährleistung ihres Ziel-Ratings verfolgen und die Kapitalstruktur auf Basis von Grenzwerten in Bezug auf die jeweils verfolgten bzw. zu verfolgenden Kennziffern überwachen.

Abbildung 10: Handlungsspielräume der Unternehmen mit Kapitalstrukturzielen⁵¹



21 Unternehmen (67,7%) – darunter zum Großteil (16; 76,2%) Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen und wiederum mehrheitlich (9; 56,3%) mit einem Punktziel bzw. einer Bandbreite als Zielausmaß – geben dagegen an (wenn zur Nutzung von Akquisitionschancen erforderlich), signifikante Abweichungen von den Zielvorgaben

49 Acht (66,7%) der zwölf Unternehmen, die primär auf die Gewährleistung des Ziel-Ratings abzielen, stützen sich bei den verfolgten Kennziffern unmittelbar auf die Methodologie der Rating-Agenturen.

50 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 31 Unternehmen mit Kapitalstrukturzielen.

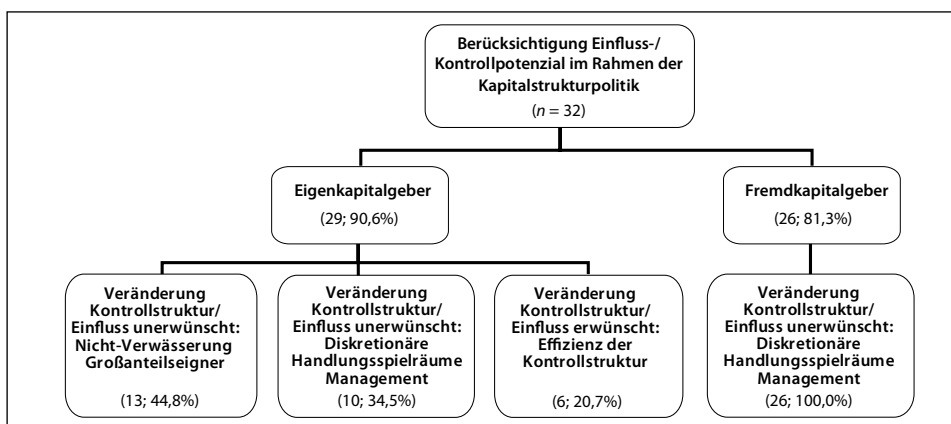
51 Der Terminus „kurzfristig“ in der Abbildung steht für einen Zeitraum von bis zu einem Jahr, der Terminus „mittelfristig“ für einen Zeitraum von einem bis zu vier Jahren.

(für einen begrenzten Zeitraum) zu tolerieren (16; 51,6%⁵²) oder eine Adjustierung der entsprechenden Zielgrößen vorzunehmen (2; 6,5%) bzw. ohnehin eine regelmäßige Überprüfung und Neujustierung der Zielgrößen durchzuführen (3; 9,7%). Bei zwei Drittel der Unternehmen, die Kapitalstrukturziele definieren bzw. verfolgen, speziell wiederum bei den Unternehmen mit direkten Zielen, bestehen somit zum Teil erhebliche Handlungsspielräume in Bezug auf die Zielvorgaben bzw. bei der Ausgestaltung der Kapitalstruktur – dies unabhängig von den sich aus dem Zielausmaß vom Grunde her ergebenden Freiheitsgraden. Korrespondierend hierzu konstatieren mehr als zwei Drittel der Unternehmensvertreter (22; 71,0%), Kapitalstrukturziele bzw. die entsprechenden Zielvorgaben nicht in einem unternehmensinternen Dokument, z.B. einer schriftlich festgelegten, verabschiedeten Finanzstrategie, fixiert zu haben.

5.4 Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch Kapitalgeber und Informationsintermediäre

Um den Fokus explizit auf den zentralen Untersuchungsgegenstand der *Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch die Kapitalgeber* der Unternehmen zu lenken, wurden die Interviewpartner zunächst nach dem *Grad der Berücksichtigung eines sich aus einer bestimmten Kapitalstruktur ergebenden Einfluss-/Kontrollpotenzials von Kapitalgebern* befragt. Mehr als drei Viertel der Unternehmen (32; 78,0%), die dezidiert Kapitalstrukturüberlegungen anstellen, geben hier an, ein Einfluss-/Kontrollpotenzial zumindest einer Kapitalgebergattung im Rahmen ihrer Kapitalstrukturpolitik zu berücksichtigen. 29 Unternehmen (90,6%) beziehen sich dabei auf die Anteilseigner, 26 Unternehmen (81,3%) (auch) auf die Fremdkapitalgeber, dies jedoch aus zum Teil unterschiedlicher Motivation heraus (vgl. *Abbildung 11*).

Abbildung 11: Fokus der Berücksichtigung eines Einfluss-/Kontrollpotenzials der Kapitalgeber im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik



52 Diese und die in diesem Abschnitt noch folgenden prozentualen Angaben beziehen sich auf die 31 Unternehmen mit Kapitalstrukturzielen.

Die *Fremdkapitalgeber* betreffend, ist für alle diesbezüglich antwortenden Unternehmen der Erhalt von diskretionären Handlungsspielräumen des Managements bzw. das Vermeiden von eventuellen Einflussnahmen durch diese Kapitalgebergattung – mit einer mittleren bis hohen Skaleneinschätzung⁵³ (Median: 3,25; arithmetisches Mittel: 3,5; Standardabweichung: 1,2; Spannweite: 4,0) – der entscheidende Faktor.

Was das Einfluss-/Kontrollpotenzial der *Eigenkapitalgeber* angeht, so konstatieren nahezu 80% (23) der diesbezüglich antwortenden Interviewpartner, den Fokus auf den *Erhalt* bestimmter Kontrollstrukturen zu legen. Manager aus zehn Unternehmen (34,5%) beziehen sich dabei ebenfalls darauf, ihre diskretionären Handlungsspielräume bewahren bzw. in Bezug auf die Unternehmenspolitik nicht in Abhängigkeit von bestimmten Interessengruppen auf Investorensseite geraten zu wollen. Sie unterlegen dies allerdings mit einer im Vergleich zu den Fremdkapitalgebern leicht niedrigeren Skaleneinschätzung (Median: 3,0; arithmetisches Mittel: 2,7; Standardabweichung: 1,4; Spannweite: 4,0). 13 Unternehmen (44,8%) zielen hier dagegen darauf ab, eine Verwässerung der Beteiligungsquoten ihrer Großanteilseigner zu vermeiden. Für diese Unternehmen – durchweg mit Beteiligungen eines Anteilseigners am stimmberechtigten Kapital der Gesellschaft von mindestens 25 Prozent – lässt sich gegenüber zuvor angeführter Unternehmensgruppe eine signifikant (Z -Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$): -2,641 (0,008***) höhere Skaleneinschätzung nachweisen (Median: 5,0; arithmetisches Mittel: 4,3; Standardabweichung: 1,0; Spannweite: 2,5). 20,7% (6) der Unternehmen, die angeben, ein Einfluss-/Kontrollpotenzial von Eigenkapitalgebern in ihrer Kapitalstrukturpolitik zu berücksichtigen, zeigen sich offen gegenüber einer *Veränderung* von Kontrollstrukturen. Ihre diesbezüglichen Effizienzüberlegungen gehen auf die Befürwortung eines aktiven Einflusses potenzieller Investorengruppen zurück. Diese Unternehmen unterlegen ihre Angaben allerdings mit einer eher geringen Skaleneinschätzung (Median: 2,5; arithmetisches Mittel: 2,5; Standardabweichung: 1,3; Spannweite: 3,5).

Die befragten Unternehmen berücksichtigen nicht nur mehrheitlich ein mit einer bestimmten Kapitalstruktur verbundenes Einfluss-/Kontrollpotenzial der Kapitalgeber auf die Unternehmenspolitik. Es ist zudem festzustellen, dass die *Kapitalstruktur* auch *Gegenstand* einer regen *Kommunikation der Unternehmen mit ihren Kapitalgebern* ist, dabei vor allem mit den Eigenkapitalgebern, aber auch mit den für die Unternehmen jeweils relevanten *Informationsintermediären* – hier speziell mit den Rating-Agenturen (vgl. *Abbildung 12*).

Abbildung 12: Kommunikation mit Kapitalgebern und Informationsintermediären in Bezug auf die Kapitalstruktur

Kapitalgeber und Informationsintermediäre	<i>n</i>	Regelmäßiger Dialog	Dialog	Keine Kommunikation
Rating-Agenturen	22	81,8%	13,6%	4,5%
Eigenkapitalgeber	41	78,0%	14,6%	7,3%
Equity-Analysten	40	67,5%	17,5%	15,0%
Fremdkapitalgeber	41	65,9%	12,2%	22,0%
Fixed Income-Analysten	22	63,6%	13,6%	22,7%

53 Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Berücksichtigung) über 1 (sehr geringe Berücksichtigung), 2 (geringe Berücksichtigung), 3 (mittelstarke Berücksichtigung), 4 (starke Berücksichtigung) bis 5 (sehr starke Berücksichtigung) zur Verfügung.

Eine intensivere Kommunikation in Bezug auf die Kapitalstruktur kann für diejenigen Unternehmen identifiziert werden, die sowohl auf der Eigen- als auch der Fremdkapitalseite den Kapitalmarkt für ihre Finanzierung in Anspruch nehmen, wie *Abbildung 13* zeigt. Ein signifikanter Zusammenhang zwischen Kommunikationsintensität und Kapitalmarktanspruchnahme ist dabei gerade für die beiden Kapitalgebergruppen feststellbar (Eigenkapitalgeber: $p\text{-Wert}^{\text{Pearson}} = 0,014^{**}$; $\text{Cramérs } V = 0,431$; Fremdkapitalgeber: $p\text{-Wert}^{\text{Pearson}} = 0,054^*$; $\text{Cramérs } V = 0,395$).

Abbildung 13: Intensität der Kommunikation mit Kapitalgebern und Informationsintermediären in Bezug auf die Kapitalstruktur in Abhängigkeit von der Kapitalmarktanspruchnahme

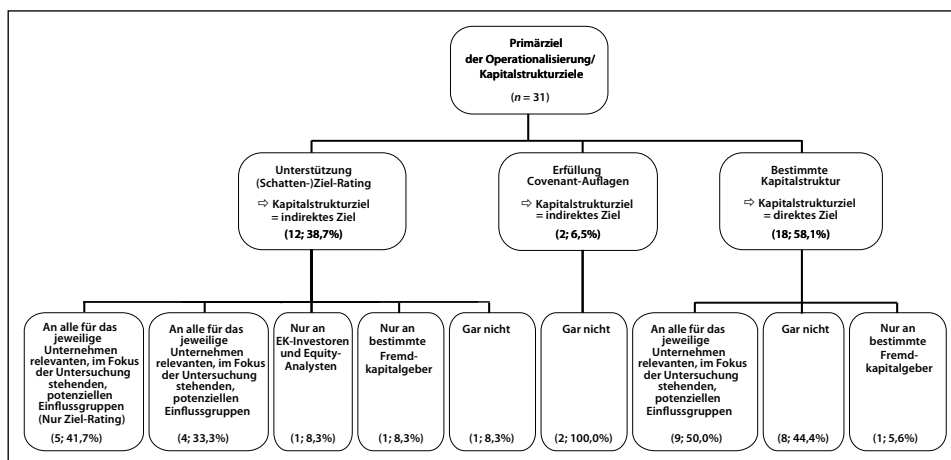
Kapitalgeber und Informationsintermediäre	n		Regelmäßiger Dialog		Dialog		Keine Kommunikation	
	EK-/FK-Seite	Nur EK-Seite	EK-/FK-Seite	Nur EK-Seite	EK-/FK-Seite	Nur EK-Seite	EK-/FK-Seite	Nur EK-Seite
Rating-Agenturen	21	1	85,7%	0,0%	9,5%	100,0%	4,8%	0,0%
Eigenkapitalgeber	28	13	85,7%	46,2%	7,1%	38,5%	7,1%	15,4%
Fremdkapitalgeber	28	13	78,6%	38,5%	7,1%	23,1%	14,3%	38,5%
Equity-Analysten	28	12	75,0%	50,0%	14,3%	25,0%	10,7%	25,0%
Fixed Income-Analysten	21	1	66,7%	0,0%	14,3%	0,0%	19,0%	100,0%

Mehr als die Hälfte (23; 56,1%) der 41 Unternehmen, die dezidiert Kapitalstrukturüberlegungen anstellen, stehen hinsichtlich der Kapitalstrukturthematik sogar in einem regelmäßigen Dialog sowohl mit ihren Kapitalgebern als auch allen für sie relevanten Informationsintermediären und konstatieren zudem eine dezidiert proaktive Kommunikation von Seiten des Unternehmens. Statistisch signifikant befinden sich darunter vor allem diejenigen Unternehmen, die auch auf der Fremdkapitalseite den Kapitalmarkt in Anspruch nehmen ($p\text{-Wert}^{\text{Fisher; 1-seitig}} = 0,029^{**}$; $\text{Cramérs } V = 0,348$).

Trotz dieser insgesamt ausgeprägten Kommunikation in Bezug auf die Kapitalstruktur wird aber gerade die Operationalisierung der Kapitalstrukturpolitik der Unternehmen häufig nicht „offiziell“. So *kommunizieren* nur 41,9% (13, unterer Teil *Abbildung 14*) der 31 Unternehmen, die *Kapitalstrukturziele* definieren bzw. verfolgen, diese auch *proaktiv an ihre Kapitalgeber* und die für das jeweilige Unternehmen relevanten *Informationsintermediäre*. Auch hier lässt sich allerdings für diejenigen Unternehmen eine höhere Transparenz nachweisen, die sowohl auf der Eigen- als auch der Fremdkapitalseite den Kapitalmarkt für ihre Finanzierung in Anspruch nehmen ($p\text{-Wert}^{\text{Fisher; 1-seitig}} = 0,058^*$; $\text{Cramérs } V = 0,352$). Mit Fokus auf die im Rahmen der Auswertung vorgenommene Differenzierung der unternehmerischen Kapitalstrukturziele zeigt sich, dass es sich bei den ihre Ziele kommunizierenden Unternehmen häufiger um diejenigen handelt, die direkte Kapitalstrukturziele definieren – wenn auch keine diesbezüglich signifikante Abhängigkeit identifiziert werden kann. Der geringere „Offenlegungsgrad“ bei den Unternehmen mit indirekten Kapitalstrukturzielen wird zudem insofern „aufgeweicht“, dass fünf Unternehmen zwar nicht die

konkreten Zielvorgaben in Bezug auf die zu verfolgenden Kennziffern, zumindest aber das zugrunde liegende Ziel-Rating gegenüber ihren Kapitalgebern und den für sie relevanten Informationsintermediären proaktiv kommunizieren.

Abbildung 14: Proaktive externe Kommunikation der Kapitalstrukturziele



Für eine weitergehende Analyse der institutionellen Triebkräfte der unternehmerischen Kapitalstrukturpolitik wurden die Unternehmensvertreter gebeten, den *Grad der Berücksichtigung von Investoreninteressen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik* zu bestimmen. Wie *Abbildung 15* verdeutlicht, werden die Interessen beider Kapitalgebergruppen im Mittel eher gleich gewichtet berücksichtigt. Dass die Unternehmen insgesamt bestrebt sind, sowohl den Eigen- als auch den Fremdkapitalgebern in ihrer Kapitalstrukturpolitik gerecht zu werden, wird auch durch das Ergebnis des Mittelwertvergleichstests bestätigt, der keinen signifikanten Unterschied anzeigt.

Abbildung 15: Einschätzung der Unternehmen hinsichtlich der Berücksichtigung von Eigen- und Fremdkapitalgeberinteressen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik⁵⁴

Berücksichtigung der Interessen der...auf einer Skala von 0 bis 5	n	Median	Z-Wert ($p^{Mann-Whitney}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Eigenkapitalgeber	36	3,0	-0,920 (0,358)	3,1	1,3	4,0
Fremdkapitalgeber		3,0		2,8	1,4	5,0

⁵⁴ Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Berücksichtigung) über 1 (sehr geringe Berücksichtigung), 2 (geringe Berücksichtigung), 3 (mittelstarke Berücksichtigung), 4 (starke Berücksichtigung) bis 5 (sehr starke Berücksichtigung) zur Verfügung. Fünf Unternehmen machten dazu keine Angabe.

Wenn auch statistisch ebenfalls nicht signifikant, so ergeben sich in der von den Interviewpartnern vorgenommenen Einschätzung des Grades der grundsätzlichen *Relevanz der Kapitalstruktur* des Unternehmens *für die Kapitalgeber* des Unternehmens leicht stärker divergierende Mittelwerte – mit nun zudem höherer Ausprägung in Bezug auf die Fremdkapitalgeber (vgl. *Abbildung 16*). Auf der Grundlage dieser Einschätzungen fällt darüber hinaus auf, dass auch aus Sicht der Unternehmen, die angeben, nicht dezidiert Kapitalstrukturüberlegungen anzustellen, die Kapitalstruktur durchaus von Relevanz für die Kapitalgeber ihres Unternehmens ist. Dies gilt insbesondere für die Fremdkapitalgeber.

Abbildung 16: Einschätzung der Unternehmen hinsichtlich der Bedeutung der Kapitalstruktur der Unternehmen für ihre Kapitalgeber⁵⁵

Bedeutung der Kapitalstruktur für... auf einer Skala von 0 bis 5	n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Eigenkapitalgeber	44	3,5	-1,178 (0,239)	3,4	1,3	5,0
Fremdkapitalgeber		4,0		3,8	0,9	3,5

Bei einer erneuten Differenzierung der Stichprobe nach dem Festbesitz-Kriterium lässt sich im Kapitalgebervergleich zwar weiterhin kein signifikanter Unterschied in den Einschätzungen der Unternehmen nachweisen. Es kann aber gezeigt werden, dass die Unternehmen mit den höheren Festbesitz-Anteilen die Relevanz der Kapitalstruktur ihres Unternehmens für ihre Eigenkapitalgeber signifikant höher einschätzen als die Unternehmen mit schwächer konzentriertem Anteilsbesitz (vgl. *Abbildung 17*)⁵⁶.

Abbildung 17: Einschätzung von Unternehmen mit unterschiedlichen Festbesitz-Anteilen hinsichtlich der Bedeutung der Kapitalstruktur der Unternehmen für ihre Kapitalgeber

Bedeutung der Kapitalstruktur für... auf einer Skala von 0 bis 5	n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Eigenkapitalgeber	Festbesitz \geq 25%	22	-1,683 (0,092*)	3,8	1,1	3,0
	Festbesitz < 25%	22		3,1	1,4	5,0
Fremdkapitalgeber	Festbesitz \geq 25%	22	-0,516 (0,606)	3,9	0,9	2,5
	Festbesitz < 25%	22		4,0	3,7	1,0

55 Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Bedeutung) über 1 (sehr geringe Bedeutung), 2 (geringe Bedeutung), 3 (mittelhohe Bedeutung), 4 (hohe Bedeutung) bis 5 (sehr hohe Bedeutung) zur Verfügung.

56 Eine im Vergleich zu den Unternehmen mit Festbesitz-Anteilen unter 25 Prozent noch höhere Einschätzung der Relevanz der Kapitalstruktur für die Eigenkapitalgeber (Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$): 2,016 (0,044**)) ergibt sich bei Unternehmen mit Festbesitz von mindestens 25 Prozent und Gründerfamilien als Hauptanteilsgeber. Bei dieser Unternehmensgruppe liegen die Mittelwerte der Skaleneinschätzungen für die Eigenkapitalgeber zudem über denen für die Fremdkapitalgeber.

Korrespondierend verstärkt sich auch der Grad der Berücksichtigung von Eigenkapitalgeberinteressen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik bei den Unternehmen mit vergleichsweise höheren Festbesitz-Anteilen von Eigenkapitalinvestoren. Dagegen bleibt die Einschätzung in Bezug auf die Fremdkapitalgeber wiederum nahezu konstant (vgl. *Abbildung 18*)⁵⁷.

Abbildung 18: Einschätzung der Unternehmen mit unterschiedlichen Festbesitz-Anteilen hinsichtlich der Berücksichtigung von Eigen- und Fremdkapitalgeberinteressen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik

Berücksichtigung der Interessen der... auf einer Skala von 0 bis 5		n	Median	Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Eigenkapitalgeber	Festbesitz \geq 25%	17	3,5	-1,720 (0,085*)	3,5	1,3	4,0
	Festbesitz < 25%	19	3,0		2,8	1,2	3,0
Fremdkapitalgeber	Festbesitz \geq 25%	17	3,0	0,306 (0,760)	2,8	1,6	5,0
	Festbesitz < 25%	19	3,0		2,7	1,4	5,0

Konkrete Ausprägungen eines aus bestimmten (Soll-)Vorstellungen bzw. Erwartungen resultierenden *wesentlichen Drucks der Eigenkapitalgeber auf die Kapitalstruktur(politik)* können für nahezu die Hälfte (21; 47,7%) der befragten Unternehmen identifiziert werden. So konstatieren 18 (85,7%) dieser 21 Unternehmen eine aktive Einflussnahme von Seiten ihrer Anteilseigner in Bezug auf die Ausgestaltung der Kapitalstruktur (direkter Druck). In über 80 Prozent der Fälle (15; 83,3%) liegt hier eine proaktive Artikulation eines Handlungsbedarfs bezogen auf die Nutzung von Leverage-Potenzial und daraus resultierende Wertsteigerungseffekte durch zumeist internationale institutionelle Investoren vor, davon in sechs Fällen (40,0%) letztlich fokussiert auf die Durchführung von Aktienrückkäufen und Sonderausschüttungen. Von etwas mehr als der Hälfte (8; 53,3%) der 15 Unternehmen wird eine Erhöhung des Leverage dabei grundsätzlich als unternehmerisch sinnvoll angesehen und auch angestrebt. Aktienrückkäufe bzw. Sonderausschüttungen werden aber entweder abgelehnt oder von den Unternehmen als „Second Best-Lösung“ im Vergleich zu einem an wertschaffende Investitionen bzw. Akquisitionen gekoppelten Ausbau des Leverage angesehen. Drei Unternehmensvertreter (16,7%)⁵⁸ geben demgegenüber eine proaktive Artikulation von klar fokussierten Forderungen nach einer Reduktion des Leverage vor dem Hintergrund der Gewährleistung der Unternehmenssolidität an.

57 Ein hochsignifikant stärkerer Grad der Berücksichtigung von Eigenkapitalgeberinteressen (Z-Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$): -2,795 (0,005***) zeigt sich im Vergleich der Unternehmen mit Festbesitz von mindestens 25 Prozent und zudem Gründerfamilien als Hauptanteilseigner mit den Unternehmen mit Festbesitz-Anteilen unter 25 Prozent. Eine Differenzierung der befragten Unternehmen mit Blick auf den Fremdkapitalgeberkreis liefert darüber hinaus – wie auch in Bezug auf die Relevanz der Kapitalstruktur – keine ergänzenden Erkenntnisse.

58 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 18 Unternehmen, die eine aktive Einflussnahme ihrer Anteilseigner mit Blick auf die Ausgestaltung der Kapitalstruktur konstatieren.

Zehn Unternehmen (47,6%⁵⁹) konstatieren, im Rahmen der Definition ihrer Kapitalstrukturziele stark von Eigenkapitalinvestoren beeinflusst worden zu sein. Drei (30,0%) dieser Unternehmen geben in Bezug auf die Zielfestlegung eine proaktive Artikulation klar fokussierter Vorstellungen bis hin zu direkten Forderungen zumeist internationaler institutioneller Investoren an. Bei vier Unternehmen (40,0%) fiel die Grundsatzentscheidung, Kapitalstrukturziele zu definieren, im Zusammenhang mit Druck von der Anteilseignerseite hinsichtlich der Nutzung eines Leverage-Potenzials, drei Unternehmen (30,0%) stufen die Antizipation einer bestimmten Erwartungshaltung des Kapitalmarktes als wesentlichen Bestimmungsfaktor für die im Rahmen der Operationalisierung gewählten Zielwerte ein (indirekter Druck).

Mit Blick auf die *Fremdkapitalgeber* lässt sich dagegen nur für ein Drittel der befragten Unternehmen (15; 34,1%) ein aus bestimmten (Soll-)Vorstellungen bzw. Erwartungen resultierender wesentlicher Druck dieser Kapitalgebergattung auf die Kapitalstruktur(politik) der Unternehmen identifizieren, wobei – im Gegensatz zur „Situation“ bei den Eigenkapitalgebern – der indirekte Druck den direkten Druck insgesamt überwiegt. So konstatieren 13 (86,7%) dieser 15 Unternehmen, im Rahmen der Definition ihrer Kapitalstrukturziele stark von Fremdkapitalgebern beeinflusst worden zu sein. In neun Fällen (69,2%) betrifft dies Unternehmen mit direkten Kapitalstrukturzielen, die entweder die Antizipation einer bestimmten Erwartungshaltung der Fremdkapitalgeber allgemein als wesentlichen Bestimmungsfaktor für die im Rahmen der Operationalisierung gewählten Zielwerte einstufen oder eine starke Ausrichtung der von ihnen gewählten Kennziffern und Zielwerte an deren Relevanz speziell für die Banken ihres Unternehmens attestieren (indirekter Druck). Für vier Unternehmen (30,8%) mit indirekten Kapitalstrukturzielen kann ein aus Covenant-Auflagen entstehender indirekter Druck von Fremdkapitalgebern auf die Zielfestlegung identifiziert werden. Dazu gehören sowohl die beiden Unternehmen, für die die Erfüllung von Auflagen aus Financial Covenants das Primärziel der Operationalisierung ihrer Kapitalstrukturüberlegungen darstellt, als auch zwei weitere Unternehmen, die eine unmittelbare Verknüpfung der Gewährleistung ihres Ziel-Ratings als Kernzielsetzung der Operationalisierung mit Covenant-Auflagen angeben. Aktive Einflussnahmen der Fremdkapitalgeber auf die Kapitalstruktur sind ausschließlich von Seiten der Banken der Unternehmen festzustellen. So konstatieren sechs Unternehmensvertreter (40,0%⁶⁰) einen direkten Druck im Zusammenhang mit einem als zu hoch eingestuften Financial Leverage, dies unter dem Gesichtspunkt einer Bedrohung der Unternehmenssolidität.

Nicht nur in Bezug auf die Kapitalgeber selbst, sondern auch auf deren Interessenvertreter *Finanzanalysten* und *Rating-Agenturen* lassen sich unterschiedliche Ausprägungen eines wesentlichen Drucks auf die Kapitalstruktur(politik) der Unternehmen nachweisen.

59 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 21 Unternehmen, für die ein wesentlicher direkter und/oder indirekter Druck identifiziert werden kann.

60 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 15 Unternehmen, für die ein wesentlicher direkter und/oder indirekter Druck identifiziert werden kann.

Während mit Blick auf die *Fixed Income-Analysten* keines der Unternehmen mit einer Coverage durch diese Analystengattung eine wesentliche Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik konstatiert, geben zwölf Unternehmen (27,9%⁶¹) einen aus den Soll-Vorstellungen von *Equity-Analysten* resultierenden Druck auf die Kapitalstrukturpolitik an. Hier zeigt sich ein signifikanter Zusammenhang mit den in Bezug auf die Eigenkapitalgeber identifizierten „Druckverhältnissen“ (p -Wert^{Fisher; 2-seitig} = 0,007***; *Cramérs V* = 0,429). So wird ein wesentlicher Druck von Seiten der Analysten gerade von den Unternehmen genannt, die sich ebenfalls einem wesentlichen Druck seitens ihrer Anteilseigner ausgesetzt sehen. Zudem sind insofern starke Parallelen zu den Eigenkapitalgebern ersichtlich, als dass überwiegend ein direkter Druck ausgeübt wird – hauptsächlich auch in Form aktiver Einflussnahmen mit Fokus auf die Nutzung von Leverage-Potenzial und daraus resultierende Wertsteigerungseffekte. Von sieben (58,3%) der zwölf Unternehmen, die die proaktive Artikulation eines diesbezüglichen Handlungsbedarfs angeben, wird eine Erhöhung des Leverage grundsätzlich als unternehmerisch sinnvoll angesehen und auch angestrebt. Drei Unternehmen (25,0%⁶²) konstatieren zudem, im Rahmen der Definition ihrer Kapitalstrukturziele stark von *Equity-Analysten* beeinflusst worden zu sein. Ein Unternehmen führt hier eine proaktive Artikulation klar fokussierter Vorstellungen direkt in Bezug auf die Zielfestlegung an (direkter Druck). Bei den anderen beiden Unternehmen fiel immerhin die Grundsatzentscheidung, Kapitalstrukturziele zu definieren, im Zusammenhang mit Druck von der Analystenseite hinsichtlich der Nutzung eines Leverage-Potenzials (indirekter Druck).

Ein wesentlicher, aus kennzahlentechnischen Vorgaben der *Rating-Agenturen* resultierender, und damit indirekter Druck auf die unternehmerische Kapitalstrukturpolitik kann letztlich für 19 Unternehmen identifiziert werden. Zu rund 90 Prozent sind dies Unternehmen mit einem externen Kreditrating, die zur Gewährleistung ihres Ziel-Ratings indirekte Kapitalstrukturziele verfolgen (10; 58,8%⁶³) und/oder die Einhaltung eines Rating-Floors als einen wesentlichen Bestimmungsfaktor für die im Rahmen der Definition direkter Kapitalstrukturziele gewählten Zielwerte angeben (8; 47,1%). Dass auch ohne externes Kreditrating ein wesentlicher indirekter Druck von *Rating-Agenturen* auf die Kapitalstrukturpolitik möglich ist, wird demgegenüber an den beiden Unternehmen (10,5%⁶⁴) deutlich, die die Operationalisierung ihrer Kapitalstrukturüberlegungen unmittelbar an die Gewährleistung eines Schatten-Ziel-Ratings koppeln.

In einer von den Interviewpartnern zusammenfassend vorgenommenen Einschätzung hinsichtlich des *durchschnittlichen Grades der Beeinflussung der unternehmerischen Kapitalstrukturpolitik durch die beiden Kapitalgebergattungen sowie durch die für das jeweilige Unternehmen relevanten Informationsintermediäre* als Interessenvertreter der Kapitalgeber zeigen sich hochsignifikante Unterschiede (vgl. *Abbildung 19*). Insgesamt den stärksten

61 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 43 Unternehmen mit einer Coverage durch *Equity-Analysten*.

62 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die zwölf Unternehmen, für die ein wesentlicher direkter und/oder indirekter Druck identifiziert werden kann.

63 Diese und die folgende prozentuale Angabe beziehen sich auf die 17 Unternehmen mit externem Kreditrating, für die ein wesentlicher indirekter Druck in Bezug auf ihre Kapitalstrukturziele identifiziert werden kann.

64 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 19 Unternehmen, für die ein wesentlicher indirekter Druck identifiziert werden kann.

Einfluss auf ihre Kapitalstrukturpolitik messen die Unternehmen den Rating-Agenturen mit einer (im Durchschnitt) mittelhohen bis hohen Skaleneinschätzung bei. Dies ist Ausdruck einer von den Unternehmen tatsächlich erlebten oder auch nur „gefühlten“ Guidance und begründet sich hauptsächlich aus der stark Rating getriebenen, die Unternehmen vergleichsweise stark bindenden Operationalisierung der Kapitalstrukturüberlegungen und den sich aus den entsprechenden Anforderungen ergebenden Konsequenzen für die Ausgestaltung der Kapitalstruktur. Den beiden Analystengattungen wird dagegen im Mittel nur ein geringer Beeinflussungsgrad attestiert. Was die Kapitalgeber betrifft, sehen sich die Unternehmen – zumindest auf dem 10%-Niveau signifikant (Z -Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$): $-1,755$ ($0,079^*$)) – weniger stark durch die Fremd- als durch die Eigenkapitalgeber beeinflusst – dies wiederum trotz höherer Einstufung der Bedeutung der Kapitalstruktur für diese Kapitalgebergattung⁶⁵.

Abbildung 19: Einschätzung der Unternehmen hinsichtlich des Grades der Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch Kapitalgeber und Informationsintermediäre⁶⁶

Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch ... auf einer Skala von 0 bis 5	<i>n</i>	Median	<i>H</i> -Wert ($p^{\text{Kruskal-Wallis}}$)	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Rating-Agenturen	20	3,5	25,298 (0,000***)	3,4	0,8	3,0
Eigenkapitalgeber	34	3,0		3,0	1,1	4,0
Fremdkapitalgeber	34	2,5		2,5	1,3	5,0
Equity-Analysten	33	2,0		2,1	1,2	4,5
Fixed Income-Analysten	19	2,0		1,8	1,2	3,0

Unternehmen mit stärker konzentriertem Anteilsbesitz attestieren ihren Eigenkapitalgebern auch einen signifikant stärkeren Einfluss auf die Kapitalstrukturpolitik⁶⁷. Zudem zeigt sich, dass auch die Mittelwerte ihrer Einschätzungen bezüglich des Einflusses der Fremdkapitalgeber über denen der Unternehmen mit den geringeren Festbesitz-Anteilen liegen (vgl. *Abbildung 20*)⁶⁸. Dieses Ergebnis harmoniert mit dem bei Unternehmen mit

65 Betrachtet man nur die Unternehmen, die kein (Schatten-Ziel)Rating besitzen, so geht aus Unternehmenssicht der stärkste Einfluss auf die Kapitalstrukturpolitik von den Anteilseignern aus.

66 Hier stand den Befragten eine Skala von 0 (keine Beeinflussung) über 1 (sehr geringe Beeinflussung), 2 (geringe Beeinflussung), 3 (mittelstarke Beeinflussung), 4 (starke Beeinflussung) bis 5 (sehr starke Beeinflussung) zur Verfügung. Bezogen auf die Eigen- und Fremdkapitalgeber sowie die Equity-Analysten machten sieben Unternehmen keine Angabe, bezogen auf die Fixed Income-Analysten drei hier relevante Unternehmen und bezogen auf die Rating-Agenturen vier hier relevante Unternehmen.

67 Ein sogar auf dem 1%-Niveau signifikant stärkerer Grad der Beeinflussung durch die Eigenkapitalgeber (Z -Wert ($p^{\text{Mann-Whitney}}$): $-2,574$ ($0,010^*$)) zeigt sich im Vergleich der Unternehmen mit Festbesitz von mindestens 25 Prozent und zudem Gründerfamilien als Hauptanteilseigner mit den Unternehmen mit Festbesitz-Anteilen unter 25 Prozent.

68 Eine ergänzende Differenzierung der befragten Unternehmen in Bezug auf den Fremdkapitalgeberkreis nach einer Inanspruchnahme des Kapitalmarktes im Rahmen der Fremdkapitalfinanzierung zeigt keine signifikanten Unterschiede in den Einschätzungen.

schwächer konzentriertem Anteilsbesitz feststellbaren, insgesamt ausgeprägteren Wunsch nach dem Erhalt diskretionärer Handlungsspielräume des Managements im Rahmen der Unternehmenspolitik.

Abbildung 20: Einschätzung der Unternehmen mit unterschiedlichen Festbesitz-Anteilen hinsichtlich des Grades der Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch die Kapitalgeber

Beeinflussung der Kapitalstrukturpolitik durch...auf einer Skala von 0 bis 5		n	Median	Z-Wert (p ^{Mann-Whitney})	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Spannweite
Eigenkapitalgeber	Festbesitz ≥ 25%	17	3,5	-2,094 (0,036**)	3,5	1,0	3,0
	Festbesitz < 25%	17	3,0		2,6	1,0	3,0
Fremdkapitalgeber	Festbesitz ≥ 25%	17	3,0	-1,114 (0,265)	2,7	1,5	5,0
	Festbesitz < 25%	17	2,0		2,1	1,2	4,0

6 Schlussbetrachtung

Im vorliegenden Beitrag wurde die Kapitalstrukturpolitik der größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland unter Berücksichtigung des Einflusses sowohl der Kapitalgeber als auch der Informationsintermediäre Finanzanalysten und Rating-Agenturen auf der Basis von Interviews mit Unternehmensvertretern analysiert. Folgende Ergebnisse dieser explorativen Untersuchung verdienen, besonders hervorgehoben zu werden:

■ **Motive:** Die Steigerung des Shareholder Values dominiert auch die unternehmerischen Kapitalstrukturüberlegungen. Diese zielen allerdings nicht zuvorderst auf die Nutzung der Kapitalstruktur als selbstständiges unternehmenswertsteuerndes Instrument. Das zentrale Motiv ist hier vielmehr die Gewährleistung strategischer Handlungsfreiheit der Unternehmen – im Kern eine Bestätigung der Erkenntnisse bisheriger Befragungsstudien mit Deutschland spezifischem Analysefokus. Wird in der Gesamtbetrachtung somit eine sehr starke Verknüpfung der Kapitalstrukturpolitik mit der strategischen Unternehmensentwicklung (organisches Wachstum, Investitionen, Akquisitionen) und damit eine primär indirekte Wertorientierung der Kapitalstrukturüberlegungen ersichtlich, kann über die im Rahmen der vorliegenden Untersuchung vorgenommene Gruppierung der Unternehmen auf Basis ihrer Kapitalgeberstruktur allerdings ein stärker differenziertes Bild gezeichnet werden. So hat die Optimierung der Kapitalkosten über die Gestaltung des Financial Leverage – und damit eine direkte Wertorientierung der Kapitalstrukturüberlegungen – eine im Vergleich zur Gewährleistung strategischer Flexibilität deutlich größere Bedeutung für die Unternehmen mit geringeren Festbesitz-Anteilen am stimmberechtigten Kapital als für die Unternehmen mit höherem Grad von Beteiligungen, die von Anteilseignern als strategisches Investment gehalten werden. Damit einher geht eine aus Unternehmenssicht im Vergleich zur strategischen Handlungsfreiheit steigende Bedeutung der Kapitalstruktur als direkter „Werthebel“ für die Anteilseigner mit abnehmendem Grad an Festbesitz.

■ **Operationalisierung:** Die unternehmerischen Kapitalstrukturüberlegungen sind gekennzeichnet durch einen insgesamt hohen Operationalisierungsgrad. Dies steht im Einklang mit den globalen Ergebnissen bisheriger mit Deutschlandspezifischem Analysefokus durchgeführter Befragungsstudien zur Kapitalstruktur. Eine stärker differenzierte, tiefergehende Analyse der Operationalisierung zeigt allerdings, dass weniger als die Hälfte der Unternehmen quantitative Zielvorgaben im Rahmen einer strategischen Kapitalstrukturpolitik definiert, deren Fokus auch primär auf der Gewährleistung einer bestimmten – für die Unternehmen optimalen – Kapitalstruktur liegt und nicht unmittelbar und zuvorderst auf ein bestimmtes Ziel-Rating oder die Erfüllung von Covenant-Auflagen gerichtet ist. Zudem legt nur ein Viertel der Unternehmen – signifikant häufiger darunter Unternehmen mit schwächer konzentriertem Anteilsbesitz – in diesem Kontext dann auch eine „echte“ Zielkapitalstruktur in Form von Punktzielen oder Bandbreiten fest und steuert die Kapitalstruktur auf dieser Grundlage aktiv. Gerade für die Unternehmen, die nicht durch den primären Fokus auf die Gewährleistung des Ziel-Ratings bzw. die Erfüllung bestimmter Covenant-Auflagen gebunden sind, können aber zum Teil erhebliche Handlungsspielräume in Bezug auf die Zielvorgaben identifiziert werden. Dies unterstreicht den ausgeprägten Wunsch der größten börsennotierten Unternehmen in Deutschland nach Flexibilität und Unabhängigkeit im Rahmen ihrer Kapitalstrukturpolitik.

■ **Externe Beeinflussung:** Auf der Grundlage einer bislang nicht dezidiert im Fokus von Befragungsstudien zur Kapitalstruktur stehenden Analyse der Beeinflussung unternehmerischer Kapitalstrukturüberlegungen durch Kapitalgeber sowie Finanzanalysten und Rating-Agenturen kann gezeigt werden, dass diese Akteure in einem nicht unerheblichen Maße – wenngleich häufig in Form eines indirekten Drucks – auf die Kapitalstrukturpolitik der Unternehmen einwirken. Zwar sehen sich die Unternehmen im Kapitalgebervergleich stärker durch die Eigenkapitalseite getrieben. Es ist aber zu berücksichtigen, dass gerade auch über den starken Einfluss der Rating-Agenturen (bzw. des Ziel-Ratings) die Interessen der Fremdkapitalgeber disziplinierend auf die unternehmerische Kapitalstrukturpolitik wirken und damit wiederum gewünschte Handlungsspielräume einengen. Bei einer Differenzierung der Unternehmen nach den Anteilen des Festbesitzes von Eigenkapitalgebern am stimmberechtigten Kapital zeigt sich, dass diejenigen mit vergleichsweise höheren Festbesitz-Anteilen der Kapitalstruktur auch eine relativ höhere Bedeutung für ihre Anteilseigner beimessen. Zudem lässt sich für Unternehmen mit stärker konzentriertem Anteilsbesitz nicht nur eine im Durchschnitt stärkere diskretionäre Berücksichtigung von Eigenkapitalgeberinteressen als für die Unternehmen der Vergleichsgruppe nachweisen. Diese Unternehmen sehen sich im Durchschnitt auch signifikant stärker in ihrer Kapitalstrukturpolitik durch die Eigenkapitalgeber beeinflusst als die Unternehmen mit den geringeren Festbesitz-Anteilen.

Sowohl die Erfahrungen des Arbeitskreises „Finanzierung“ im Vorfeld des Projekts als auch die Erkenntnisse im Zuge der Datenerhebung und Auswertung verdeutlichen, dass sich die großen börsennotierten Unternehmen in Deutschland verstärkt mit dem Thema „Kapitalstrukturpolitik“ auseinandersetzen. Ein wirklich aktives Kapitalstruktur-Management, d.h. eine bewusste Steuerung der Kapitalstruktur auf Basis einer in den strategischen Zielkanon des Unternehmens eingebetteten internen Zielkapitalstruktur, praktiziert allerdings nur ein vergleichsweise kleiner Teil der Unternehmen. Darüber hinaus zeigen sich

die Unternehmen eher zurückhaltend in Bezug sowohl auf die interne Fixierung als auch die Kommunikation ihrer kapitalstrukturstrategischen Ausrichtung an ihre Kapitalgeber und die für sie jeweils relevanten Informationsintermediäre Finanzanalysten und Rating-Agenturen.

Aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ ist die Definition, Steuerung und Kommunikation einer eigenen, für das jeweilige Unternehmen optimalen Kapitalstruktur als eine zentrale Strategieleistung, die wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil und die Entwicklung des zukünftigen Unternehmenswertes hat, bedeutsamer Bestandteil der Unternehmensführung. Im Interesse einer nachhaltigen Unternehmenswertoptimierung sollten somit sowohl die Implementierung einer strategischen Guidance für die Kapitalstruktur als auch eine regelmäßige Kommunikation diesbezüglicher Zielvorgaben an Kapitalgeber und Informationsintermediäre Kernelemente einer fest verankerten finanzstrategischen Ausrichtung darstellen.

Literatur

- Backhaus, Klaus/Erichson, Bernd/Plinke, Wulff/Weiber, Rolf* (2008), *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*, 12. Aufl., Berlin u.a.
- Baltes-Götz, Bernhard* (2008), *Statistisches Praktikum mit SPSS 15 für Windows*, Universitäts-Rechenzentrum Trier.
- Bancel, Franck/Mittoo, Usha R.* (2004), *Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms*, in: *Financial Management*, Vol. 33, S. 103-132.
- Bessler, Wolfgang/Thies, Stefan* (2000), *Kapitalstruktur, Kapitalkosten und Informationseffekte: Grundsätzliche Überlegungen*, in: *Achleitner, Ann-Kristin/Thoma, Georg F.* (Hrsg.), *Handbuch Corporate Finance: Neue Konzepte, Strategien und Praxiswissen für das moderne Finanzmanagement*, Kapitel 3.4.1, Köln, S. 1-20.
- Bleymüller, Josef/Gehlert, Günther/Gülicher, Herbert* (2004), *Statistik für Wirtschaftswissenschaftler*, 14. Aufl., München.
- Brounen, Dirk/De Jong, Abe/Koedijk, Kees* (2006), *Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence*, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, S. 1409-1442.
- Büning, Herbert/Trenkler, Götz* (1994), *Nichtparametrische statistische Methoden*, 2. Aufl., Berlin u.a.
- Copeland, Thomas E./Weston, J. Fred/Shastri, Kuldeep* (2008), *Finanzierungstheorie und Unternehmenspolitik: Konzepte der kapitalmarktorientierten Unternehmensfinanzierung*, 4. Aufl., München.
- Deutsche Börse AG* (2005), *Deutsche Börse kauft eigene Aktien zurück, Ad-hoc-Meldung vom 22.03.2005*, <http://deutsche-boerse.com> (01.04.2009).
- Deutsche Börse AG* (2008), *Leitfaden zu Aktienindizes der Deutschen Börse, Version 6.5, März 2008*, <http://deutsche-boerse.com> (01.04.2009).
- Donaldson, Gordon* (1961), *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Boston.
- Drobetz, Wolfgang/Pensa, Pascal/Wöhle, Claudia B.* (2006), *Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76. Jg., S. 253-285.
- Duller, Christine* (2006), *Einführung in die Statistik mit EXCEL und SPSS: Ein anwendungsorientiertes Lehr- und Arbeitsbuch*, Heidelberg.
- Eckstein, Peter P.* (2006), *Angewandte Statistik mit SPSS: Praktische Einführung für Wirtschaftswissenschaftler*, 5. Aufl., Wiesbaden.

- E.ON AG* (2007), E.ON beschleunigt Wachstumstempo, Finanznachricht vom 31.05.2007, <http://eon.com>, (01.04.2009).
- Ganssaue, Karsten* (2006), Druck zur Optimierung der Kapitalstruktur wächst: Große Palette denkbarer Handlungsalternativen, in: Börsen-Zeitung, Nr. 226 vom 23.11.2006, S. B6.
- Goedhart, Marc H./Koller, Timothy/Rehm, Werner* (2006), Making Capital Structure Support Strategy, in: McKinsey on Finance, o. Jg., S. 12-17.
- Graham, John R./Harvey, Campbell R.* (2001), The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, in: The Journal of Financial Economics, Vol. 60, S. 187-243.
- Harris, Milton/Raviv, Artur* (1991), The Theory of Capital Structure, in: The Journal of Finance, Vol. 46, S. 297-355.
- Hartung, Joachim/Elpelt, Bärbel/Klöesener, Karl-Heinz* (2005), Statistik: Lehr- und Handbuch der angewandten Statistik, 14. Aufl., München u.a.
- Hax, Georg* (1998), Informationsintermediation durch Finanzanalysten: Eine ökonomische Analyse, Frankfurt/Main.
- Hill, Charles W./Snell, Scott* (1989), Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity, in: Academy of Management Journal, Vol. 32, S. 25-46.
- Jaccard, James/Wan, Choi K.* (1996), LISREL Approaches to Interaction Effects in Multiple Regression, Thousand Oaks.
- Jäckle, Joachim/Ackermann, Ulrich* (2007), Ratingverfahren aus Emittentensicht, in: *Büschgen, Hans E./Everling, Oliver* (Hrsg.), Handbuch Rating, 2. Aufl., Wiesbaden, S. 385-404.
- Jensen, Michael* (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review, Vol. 76, S. 323-329.
- Kamath, Ravindra R.* (1997), Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms, in: The Financial Review, Vol. 32, S. 350-356.
- Maisch, Michael* (2007), Aktivisten bescheren Aktionären Gewinne, in: Handelsblatt, Nr. 149 vom 06.08.2007, S. 27.
- Maisch, Michael/Landgraf, Robert* (2007), Hedge-Fonds machen mobil, in: Handelsblatt, Nr. 149 vom 06.08.2007, S. 26.
- Marques, Manuel O./Santos, Mário C.* (2004), Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence, Working Paper.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H.* (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, S. 261-297.
- Nemec, Edith* (1999), Kapitalstruktur und Corporate Governance in bankorientierten Finanzsystemen, Wiesbaden.
- Norton, Edgar* (1989), Determinants of Capital Structure: A Survey, in: *Lee, Cheng-Few* (Ed.), Advances in Financial Planning and Forecasting, Vol. 3, S. 323-350.
- Norton, Edgar* (1991), Factors affecting Capital Structure Decisions, in: The Financial Review, Vol. 26, S. 431-446.
- o. V.* (2003), Finanzierungspolitik, in: *Breuer, Wolfgang/Schweizer, Thilo* (Hrsg.), Gabler Lexikon Corporate Finance, Wiesbaden, S. 178.
- Paul, Stephan* (2007), Finanzierung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 6. Aufl., Stuttgart, S. 463-475.
- Perridon, Louis/Steiner, Manfred* (2007), Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14. Aufl., München.
- Pinegar, J. Michael/Wilbricht, Lisa* (1989), What Managers think of Capital Structure Theory: A Survey, in: Financial Management, Vol. 18, S. 82-91.
- Porter, Michael* (1992), Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System, in: Harvard Business Review, Vol. 70, S. 65-82.
- Prasad, Sanjival/Green, Christopher J./Murinde, Victor* (2001), Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies, SUERF Study.
- Rudolph, Bernd* (2006), Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen.

- Schauten, Marc/Spronk, Jaap* (2006), Optimal Capital Structure: Reflections on economic and other values, Working Paper, Erasmus University Rotterdam.
- Schneider, Dieter* (1992), Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden.
- Schnell, Rainer/Hill, Paul B./Esser, Elke* (2005), Methoden der empirischen Sozialforschung, 7. Aufl., München u.a.
- Schulz, Bettina* (2006), Investoren setzen Vorstände stärker unter Druck, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 56 vom 07.03.2006, S. 23.
- Scott Jr., David F./Johnson, Dana J.* (1982), Financing Policies and Practices in Large Corporations, in: Financial Management, Vol. 11, S. 51-59.
- Servaes, Henri/Tufano, Peter* (2006), 2005 Global Survey of Corporate Financial Policies and Practices, Series of Studies in cooperation with Deutsche Bank Liability Strategies Group, [https://www.dbbonds.com/docs/lsg/\(01.04.2009\)](https://www.dbbonds.com/docs/lsg/(01.04.2009)).
- Siemens AG* (2007), Siemens beschließt Kapitalstrukturziel und zugleich Aktienrückkaufprogramm bis zu 10 Mrd. EUR bis 2010, Pressemitteilung vom 07.11.2007, <http://w1.siemens.com> (01.04.2009).
- Siemens Financial Services GmbH* (2003), Unternehmensfinanzierung im Fokus: Entscheider aus Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA antworten, <https://finance.siemens.com/financialservices/hq/de/newspress/financings> (01.04.2009).
- Wortmann, André* (2001), Shareholder Value in mittelständischen Wachstumsunternehmen, Wiesbaden.

Summary

This paper analyzes the capital structure policy of the largest listed companies in Germany, considering the influence of the companies' investors as well as of the intermediaries financial analysts and rating agencies. Therefore, the Schmalenbach Working Group "Finance" has conducted an exploratory empirical study on the basis of personal interviews with company representatives. The analysis shows that only a minority of the companies manage their capital structure based on a target capital structure being part of the companies' strategic targets. Moreover it becomes evident that companies are rather conservative with regard to communicating their strategic capital structure policy to their investors, but also to financial analysts and rating agencies. These players, however, exert a substantial – though often indirect – influence on the companies' capital structure policy.