

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Tim Wazynski

Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen

Eine empirische Analyse der Auswirkungen
der globalen Finanzkrise auf börsennotierte Unternehmen
aus Deutschland, Frankreich und Italien



Verlag Wissenschaft & Praxis



Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 28

Tim Wazynski

Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen

Eine empirische Analyse der Auswirkungen
der globalen Finanzkrise auf börsennotierte Unternehmen
aus Deutschland, Frankreich und Italien

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-717-5

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2016

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. +49 7045 93 00 93 Fax +49 7045 93 00 94

verlagwp@t-online.de www.verlagwp.de

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Druck und Bindung: Esser printSolutions GmbH, Bretten

Geleitwort

Finanzierungsentscheidungen werden für den Unternehmenserfolg und die Erreichung maßgeblicher Ziele immer wichtiger. Dabei geht es keineswegs nur darum, Liquidität zu möglichst günstigen Kapitalkosten zu sichern oder das notwendige Kapital für Investitionen bereitzustellen. Die Unternehmensstrategie langfristig finanziell zu begleiten – und auch damit den Unternehmenswert nachhaltig zu steigern – wird vor allem im internationalen Kontext zu einer komplexen Aufgabenstellung, welche das Finanzmanagement deutlich aufwertet.

Im Hinblick auf die betriebswirtschaftliche Forschung nimmt die Unternehmensfinanzierung – traditionell die Optimierung der Kapitalstruktur – einen breiten Raum ein, welche teils kontrovers diskutiert und durch alternative Ansätze immer wieder in Frage gestellt wird, insbesondere, wenn es um unterschiedliche Größen, Entwicklungsphasen oder den nationalen bzw. internationalen Kontext von Unternehmen geht. Offensichtlich ist die Fokussierung der Forschungen auf die Kapitalstruktur (Eigen- und Fremdfinanzierung) zu eng gefasst, um Finanzierungsentscheidungen differenzierter zu begründen. Ein breiterer Blickwinkel auf die Bestimmungsgründe und Auswirkungen der Inanspruchnahme von unterschiedlichen Wegen der Innen- und Außenfinanzierung bringt auf Basis neuerer empirischer Daten – auch im Kontext der Finanzkrise 2008 – durchaus aufschlussreiche Erkenntnisse über die besonderen Dynamiken der Finanzierungsstruktur sowie die Herausforderungen des Finanzmanagements multinationaler Unternehmen. Die Entwicklung eines modernen Treasury und Cash Flow basierte Analysen sowie Kalküle sind dabei gefordert.

Die vorliegende Arbeit dürfte die wissenschaftliche Debatte zur Entwicklung eines möglichst umfassenden theoretischen Bezugsrahmens zur Kapitalstruktur befruchten. Mit den hier entwickelten Ansätzen werden einige realitätsfremde Annahmen der neoklassischen Modelle überwunden, um auf solider Datenbasis – ausgehend von den Jahresabschlüssen zahlreicher multinationaler Unternehmen aus größeren Volkswirtschaften des Euroraumes – eine verbesserte Realitätsnähe zu erreichen.

Der Herausgeber wünscht dem geneigten Leser neue Einsichten und Anregungen bei der Lektüre, ist zugleich dankbar für kritische Hinweise und Vorschläge zwecks künftiger Forschungsarbeiten.

Prof. Dr. Detlev Hummel

Potsdam, im Januar 2016

Vorwort

Diese Arbeit ist während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam entstanden. Im Folgenden möchte ich mich bei denjenigen Personen bedanken, die mich in dieser ereignisreichen Zeit unterstützt haben. Besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Detlev Hummel für die umfassende fachliche Betreuung. In zahlreichen Gesprächen und ausführlichen Diskussionen habe ich wertvolle Anregungen und Hinweise erhalten, welche den Entwicklungsprozess der Dissertation nachhaltig geprägt haben. Zudem möchte ich Herrn Prof. Dr. Christoph Rasche für die freundliche Übernahme des Zweitgutachtens und die hilfreichen Anmerkungen herzlich danken.

Mein Dank gilt außerdem dem Sonderforschungsbereich 649 „Ökonomisches Risiko“ der Humboldt-Universität zu Berlin. Als Gastforscher wurde mir die Möglichkeit eingeräumt, auf die umfangreichen Ressourcen in Form verschiedener Datenbanken zurückzugreifen. Damit wurde die Datenerhebung für die empirische Untersuchung wesentlich erleichtert.

Meinen Lehrstuhlkollegen danke ich für die schöne Zeit und die freundschaftliche Zusammenarbeit. Sowohl die entspannten Gespräche als auch die konstruktiven Diskussionen waren hilfreich und haben großen Spaß bereitet. Insbesondere möchte ich mich bei Heiko für die kritische Durchsicht meiner Arbeit und die wichtigen Anmerkungen bedanken. Bei dieser Gelegenheit möchte ich auch meine besten Freunde Björn, Claas und Roman erwähnen. Ihr habt mir einen tollen Ausgleich zum Uni-Alltag verschafft.

Schließlich gebührt der größte Dank meiner gesamten Familie. Meine Eltern, Detlef und Sigrid, haben meine Entwicklung maßgeblich beeinflusst und durch ihr Handeln die optimalen Rahmenbedingungen geschaffen. Zusammen mit meinen Geschwistern, Nick und Nina, haben sie mich in jeder Lebenssituation großartig unterstützt und gefördert. Gleiches gilt für meine Verlobte Nicky. Sie gab mir stets den größtmöglichen Rückhalt, indem sie mir bedingungsloses Verständnis entgegenbrachte und jederzeit für mich da war. Ohne euch Fünf wäre die Anfertigung dieser Dissertation nicht möglich gewesen.

Berlin, Mai 2015

Tim Wazynski

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abbildungsverzeichnis.....	XIV
Tabellenverzeichnis.....	XVI
Abkürzungsverzeichnis	XVIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung.....	2
1.2 Gang der Untersuchung.....	6
2 Theoretische Rahmenbedingungen und Erklärungsansätze zur Finanzierung	9
2.1 Grundlagen und Begriffsabgrenzungen	10
2.1.1 Multinationale Unternehmen als Untersuchungsobjekt.....	11
2.1.1.1 Entstehungsgeschichte	11
2.1.1.2 Definition	16
2.1.2 Finanzierungsentscheidungen als Teil des Finanzmanagements....	19
2.1.2.1 Definition und Zielsetzungen.....	19
2.1.2.2 Auswirkungen der Internationalisierung auf die Finanzierung.....	27
2.1.2.3 Parameter von Finanzierungsentscheidungen.....	32
2.2 Theorien und Ansätze zu Kapitalkosten multinationaler Unternehmen	37
2.2.1 Besonderheiten der Kapitalkosten multinationaler Unternehmen...	38
2.2.2 Bestimmung der Eigenkapitalkosten	41
2.2.2.1 Kapitalmarktmodelle.....	41
2.2.2.2 Barwertmodelle.....	49
2.2.3 Bestimmung der Fremdkapitalkosten	54
2.2.4 Bestimmung der Gesamtkapitalkosten	57
2.2.5 Kritische Würdigung der Kapitalkostenansätze	58
2.2.5.1 Eigenkapitalkosten.....	59

2.2.5.2	Fremdkapitalkosten.....	66
2.2.5.3	Gesamtkapitalkosten.....	67
2.3	Theorien zur Kapitalstruktur.....	68
2.3.1	Traditionelle Ansätze zur Kapitalstruktur.....	70
2.3.1.1	Brutto- und Nettogewinnansatz.....	70
2.3.1.2	Traditioneller Ansatz zur optimalen Kapitalstruktur.....	72
2.3.1.3	Kritische Würdigung der traditionellen Ansätze.....	74
2.3.2	Neoklassische Kapitalstrukturtheorien.....	75
2.3.2.1	Modigliani/ Miller Theorem.....	76
2.3.2.2	Statische Trade-Off Theorie.....	78
2.3.2.3	Kritische Würdigung neoklassischer Kapitalstrukturtheorien... 79	
2.3.3	Neoinstitutionelle Kapitalstrukturtheorien.....	82
2.3.3.1	Agency Theorie.....	82
2.3.3.2	Pecking-Order Theorie.....	85
2.3.3.3	Market-Timing Theorie.....	87
2.3.3.4	Kritische Würdigung der neoinstitutionellen Kapitalstrukturtheorien.....	89
2.4	Theoretische Überlegungen zur Ausgestaltung der Finanzierungsstruktur.....	92
2.4.1	Modell zur optimalen Selbstfinanzierung.....	93
2.4.2	Modell zur optimalen Finanzierungsstruktur.....	99
2.4.2.1	Modellannahmen.....	99
2.4.2.2	Basismodell.....	106
2.4.2.3	Erweiterungen des Basismodells.....	109
2.4.3	Kritische Würdigung der Modellüberlegungen zur Finanzierungsstruktur.....	114
3	Die globale Finanzkrise und deren Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung.....	117
3.1	Entstehung und Verlauf der globalen Finanzkrise.....	118
3.1.1	Subprime-Krise.....	119

3.1.1.1	Veränderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen in den USA.....	119
3.1.1.2	Geldpolitik des Federal Reserve Systems.....	121
3.1.1.3	Expansive Vergabe von (Subprime-)Krediten.....	122
3.1.1.4	Wachsende Bedeutung innovativer Finanzinstrumente.....	124
3.1.1.5	Ausbruch der Subprime-Krise	127
3.1.2	Bankenkrise.....	130
3.1.2.1	Refinanzierungsschwierigkeiten auf dem internationalen Bankenmarkt	130
3.1.2.2	Höhepunkt der Bankenkrise im Zuge der Insolvenz von Lehman Brothers Inc.....	133
3.1.3	Wirtschaftskrise	136
3.1.3.1	Globale Rezession.....	136
3.1.3.2	Verwerfungen auf den internationalen Kapitalmärkten	138
3.1.4	Staatsschuldenkrise	140
3.1.4.1	Makroökonomische Entwicklungen vor der Krise	140
3.1.4.2	Sonderstellung Griechenlands und die Zuspitzung der Krise	142
3.2	Bedeutung der globalen Finanzkrise für die Unternehmensfinanzierung	146
3.2.1	Eigenfinanzierung	146
3.2.1.1	Selbstfinanzierung.....	147
3.2.1.2	Finanzierung durch Bargeldeinlagen am Kapitalmarkt.....	150
3.2.2	Fremdfinanzierung	152
3.2.2.1	Kreditfinanzierung	153
3.2.2.2	Anleihefinanzierung.....	156
4	Empirische Untersuchung von Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen.....	161
4.1	Stand der bisherigen Forschung	162
4.1.1	Studien zur Kapitalstruktur	162
4.1.1.1	Ökonometrische Studien	163
4.1.1.2	Fragebogenuntersuchungen	167

4.1.2 Studien zur Finanzierungsstruktur	170
4.1.2.1 Wissenschaftliche Fachbeiträge	171
4.1.2.2 Publikationen der Zentralbanken	176
4.2 Hypothesenentwicklung	182
4.2.1 Thesen und Hypothesen zur Kapitalstruktur	183
4.2.2 Thesen und Hypothesen zur Finanzierungsstruktur	191
4.3 Methodik	199
4.3.1 Analysemethodik	200
4.3.1.1 Verfahren der linearen Regressionsanalyse	200
4.3.1.2 Modelle zur Analyse von Paneldaten	205
4.3.2 Spezifikation der Untersuchung zur Kapitalstruktur	206
4.3.3 Spezifikation der Untersuchung zur Finanzierungsstruktur	208
4.4 Datenbasis	212
4.5 Analyse der Kapitalstruktur	214
4.5.1 Entwicklung der Kapitalstruktur	214
4.5.1.1 Kapitalstruktur im Ländervergleich	215
4.5.1.2 Kapitalstruktur im Branchenvergleich	223
4.5.1.3 Schwankung der individuellen Kapitalstruktur	230
4.5.2 Einflussfaktoren auf die Kapitalstruktur	232
4.5.3 Interpretation der Ergebnisse	235
4.6 Analyse der Finanzierungsstruktur	242
4.6.1 Entwicklung der Finanzierungsstruktur	243
4.6.1.1 Volumengewichtete Finanzierungsstruktur im Ländervergleich	244
4.6.1.2 Gleichgewichtete Finanzierungsstruktur im Ländervergleich	250
4.6.2 Einflussfaktoren auf die Finanzierungsstruktur	255
4.6.3 Interpretation der Ergebnisse	259
5 Fazit	269
5.1 Zusammenfassung und Einordnung der Ergebnisse	269
5.2 Ansätze zur weiteren Forschung	283

Anhang	285
Literaturverzeichnis.....	327

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2.1:	Prozess einer Entscheidung.....	20
Abbildung 2.2:	Vergleich der Kapitalkosten nationaler und multinationaler Unternehmen.....	40
Abbildung 2.3:	Wertpapierlinie.....	44
Abbildung 2.4:	Zusammensetzung der Fremdkapitalkosten.....	57
Abbildung 2.5:	Kapitalkostenverläufe beim Bruttogewinnansatz.....	71
Abbildung 2.6:	Kapitalkostenverläufe beim Nettogewinnansatz.....	72
Abbildung 2.7:	Kapitalkostenverläufe beim traditionellen Ansatz.....	74
Abbildung 2.8:	Optimale Kapitalstruktur bei der statischen Trade-Off Theorie.....	79
Abbildung 2.9:	Hierarchie der Finanzierungsquellen bei der Pecking-Order Theorie.....	87
Abbildung 2.10:	Modell zur optimalen Selbstfinanzierung.....	96
Abbildung 2.11:	Basismodell zur optimalen Finanzierungsstruktur ohne Tax Shield.....	107
Abbildung 2.12:	Basismodell zur optimalen Finanzierungsstruktur mit Tax Shield.....	109
Abbildung 2.13:	1. Erweiterung des Modells zur optimalen Finanzierungsstruktur.....	112
Abbildung 2.14:	2. Erweiterung des Modells zur optimalen Finanzierungsstruktur.....	113
Abbildung 3.1:	Entwicklung des FED-Leitzinssatzes.....	122
Abbildung 3.2:	Entwicklung des Case-Shiller-Indices.....	123
Abbildung 3.3:	Entwicklung notleidender variabel verzinslicher Subprime-Kredite.....	128
Abbildung 3.4:	Absatz neu gebauter Einfamilienhäuser in den USA.....	129
Abbildung 3.5:	Entwicklung des EZB-Leitzinssatzes.....	132
Abbildung 3.6:	Entwicklung der Einlagefazilität bei der EZB in Mio. Euro....	134
Abbildung 3.7:	Entwicklung des Einlagezinssatzes der EZB.....	134
Abbildung 3.8:	Wirtschaftswachstum der Eurozone gegenüber dem Vorjahresquartal.....	137
Abbildung 3.9:	Entwicklung deutscher Exporte in Mrd. Euro.....	138
Abbildung 3.10:	Staatsdefizit Griechenlands in Mio. Euro.....	142
Abbildung 3.11:	Arbeitslosenquote (15 Jahre und älter) im Ländervergleich....	148
Abbildung 3.12:	Emission langfristiger Unternehmensanleihen (Eurozone) in Mrd. Euro.....	157
Abbildung 4.1:	Finanzierungsstruktur in Deutschland in Mrd. Euro (VGR)....	178

Abbildung 4.2:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) im Ländervergleich	222
Abbildung 4.3:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) im Ländervergleich	223
Abbildung 4.4:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) im Branchenvergleich	229
Abbildung 4.5:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) im Branchenvergleich	230
Abbildung 4.6:	Schwankung der buchwertbasierten Kapitalstruktur	232
Abbildung 4.7:	Finanzierungsvolumina der DAX-Unternehmen in Mio. Euro	245
Abbildung 4.8:	Finanzierungsvolumina der CAC-Unternehmen in Mio. Euro	246
Abbildung 4.9:	Finanzierungsvolumina der FTSE MIB-Unternehmen in Mio. Euro	248
Abbildung 4.10:	Gleichgewichtete Innenfinanzierungsquote im Ländervergleich	255

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2.1:	Zahl multinationaler Unternehmen & ausländischer Töchter	15
Tabelle 2.2:	Definitionen des Finanzierungsbegriffs	22
Tabelle 2.3:	Eigenschaften von Eigen- und Fremdkapital	54
Tabelle 2.4:	Bestandteile der Kapitalflussrechnung	103
Tabelle 4.1:	Bisherige Studien zur Kapitalstruktur (ökonometrische Modelle).....	167
Tabelle 4.2:	Bisherige Studien zur Kapitalstruktur (Fragebogenuntersuchungen)	169
Tabelle 4.3:	Bisherige Studien zur Finanzierungsstruktur (Fachbeiträge)...	176
Tabelle 4.4:	Innenfinanzierungsquote deutscher Unternehmen (UAS)	181
Tabelle 4.5:	Thesen zur Entwicklung der Kapitalstruktur	186
Tabelle 4.6:	Hypothesen zu den Einflussfaktoren auf die Kapitalstruktur ..	191
Tabelle 4.7:	Thesen zur Entwicklung der Finanzierungsstruktur.....	194
Tabelle 4.8:	Hypothesen zu den Einflussfaktoren auf die Finanzierungsstruktur	199
Tabelle 4.9:	Datenbasis.....	214
Tabelle 4.10:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der DAX-Unternehmen.....	216
Tabelle 4.11:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der DAX-Unternehmen	217
Tabelle 4.12:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der CAC-Unternehmen	218
Tabelle 4.13:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der CAC-Unternehmen	219
Tabelle 4.14:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der FTSE MIB-Unternehmen	220
Tabelle 4.15:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der FTSE MIB-Unternehmen	221
Tabelle 4.16:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der Industrieunternehmen	224
Tabelle 4.17:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der Industrieunternehmen ...	225
Tabelle 4.18:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der Verbrauchsgüterunternehmen	226
Tabelle 4.19:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der Verbrauchsgüterunternehmen	226
Tabelle 4.20:	Fremdkapitalquote (Buchwerte) der Verbraucherserviceunternehmen	227
Tabelle 4.21:	Fremdkapitalquote (Marktwerte) der Verbraucherserviceunternehmen	228
Tabelle 4.22:	Regression zur marktbasierten Kapitalstruktur	234
Tabelle 4.23:	Ergebnisse zur Entwicklung der Kapitalstruktur	239
Tabelle 4.24:	Ergebnisse zu den Einflussfaktoren auf die Kapitalstruktur	242

Tabelle 4.25:	Finanzierungsstruktur der DAX-Unternehmen (volumengewichtet).....	246
Tabelle 4.26:	Finanzierungsstruktur der CAC-Unternehmen (volumengewichtet).....	247
Tabelle 4.27:	Finanzierungsstruktur der FTSE MIB-Unternehmen (volumengewichtet).....	249
Tabelle 4.28:	Innenfinanzierungsquote der DAX-Unternehmen (gleichgewichtet)	251
Tabelle 4.29:	Innenfinanzierungsquote der CAC-Unternehmen (gleichgewichtet)	252
Tabelle 4.30:	Innenfinanzierungsquote der FTSE MIB-Unternehmen (gleichgewichtet)	254
Tabelle 4.31:	Regression zur Finanzierungsstruktur	258
Tabelle 4.32:	Ergebnisse zur Entwicklung der Finanzierungsstruktur	264
Tabelle 4.33:	Ergebnisse zu den Einflussfaktoren auf die Finanzierungsstruktur	267

Abkürzungsverzeichnis

A	Österreich
ABS	Asset Backed Securities
AF	Außenfinanzierung
AFQ	Außenfinanzierungsquote
AMTPA	Alternative Mortgage Transaction Parity Act
AIG	American International Group
APT	Arbitrage Pricing Theory
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
BW	Buchwert
c.p.	Ceteris paribus
CA	Kanada
CAC	Cotation Assistée en Continu 40
CAPEX	Capital Expenditures
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CFF	Cashflow aus Finanzierungstätigkeit
CFO	Chief Financial Officer
CFROI	Cashflow Return on Investment
CH	Schweiz
CRA	Community Reinvestment Act
D	Deutschland
DAX	Deutscher Aktienindex 30
DCF	Discounted Cashflow
DIDMCA	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act
Dow Jones	Dow Jones Industrial Average 30

EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization
EC	Externer Cashflow
EK	Eigenkapital
EU	Europäische Union
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EVA	Economic Value Added
EZB	Europäische Zentralbank
F	Frankreich
FCAPM	Foreign Capital Asset Pricing Model
FK	Fremdkapital
FKQ	Fremdkapitalquote
FED	Federal Reserve Systems
FTSE MIB	Financial Times Stock Exchange Milano Italia Borsa 40
G7	Group of Seven
G8	Group of Eight
GB	Großbritannien
GCAPM	Global Capital Asset Pricing Model
GF	Gesamtfinanzierung
GG	Gleichgewichtet
GIPS	Griechenland, Irland, Portugal und Spanien
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HCAPM	Home Capital Asset Pricing Model
IC	Interner Cashflow
ICB	Industrial Classification Benchmark
ICC	Implied cost of capital
IDV	Individualism vs. Collectivism
IF	Innenfinanzierung
IFQ	Innenfinanzierungsquote
IFRS	International Reporting Standards

IKB	Deutsche Industriebank AG
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
ISIN	International Securities Identification Number
IT	Italien
IWF	Internationaler Währungsfonds
J	Japan
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
LBBW	Landesbank Baden-Württemberg
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LTO	Long-Term Orientation
M	Mittelwert
MAS	Masculinity vs. Femininity
MAX	Maximum
MBS	Mortgage Backed Securities
MD	Median
Mio.	Millionen
MIN	Minimum
MNC	Multinationale Unternehmen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MW	Marktwert
NC	Nationale Unternehmen
OCF	Operativer Cashflow
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLS	Ordinary Least Squares
OHG	Offene Handelsgesellschaft
PDI	Power Distance Index
PIIGS	Portugal, Italien, Irland, Griechenland und Spanien
ROE	Return on Equity

SD	Standardabweichung
SIV	Structured Investment Vehicles
SPV	Special Purpose Vehicle
Tsd.	Tausend
UAI	Uncertainty Avoidance Index
UAS	Unternehmensabschlusstatistik
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
UW	Unternehmenswert
v.Chr.	Vor Christi Geburt
V	Verschuldungsgrad
VG	Volumengewichtet
VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
VIF	Variance Inflation Factor
VLL	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Einleitung

Finanzierungsentscheidungen haben einen fundamentalen Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Wesentliche Ziele bestehen darin, die Liquidität zu möglichst günstigen Kapitalkosten sicherzustellen, die Unternehmensstrategie langfristig finanziell zu begleiten und somit den Unternehmenswert zu maximieren. In einem dynamischen Marktumfeld erweisen sich die Rahmenbedingungen für das Finanzmanagement multinationaler Unternehmen als hochkomplex.¹

Im Hinblick auf die betriebswirtschaftliche Forschung nimmt die Unternehmensfinanzierung einen hohen Stellenwert ein. Die Ausgestaltung und Optimierung der Kapitalstruktur hat sich dabei, in nunmehr über 50 Jahren, als ein zentraler Untersuchungsgegenstand herausgestellt.² Als Grundstein gilt das Irrelevanztheorem von *Modigliani/ Miller (1958)*.³ Die bedeutsame Erkenntnis, dass die Kapitalstruktur, unter Voraussetzung eines vollkommenen Kapitalmarktes, keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat, führte zu einer kontroversen Debatte über die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur und der Entwicklung zahlreicher weiterer Kapitalstrukturtheorien.⁴ Dennoch ist bis heute kein universeller und allgemein gültiger Erklärungsansatz hervorgebracht worden.⁵

Die in den Anfängen rein theoriebasierte Forschung hat durch den fortschreitenden Praxisbezug wesentlich an Qualität und Geltung gewonnen. Empirische Studien zur Kapitalstruktur konzentrieren sich dabei zunehmend auf die Überprüfung relevanter Einflussfaktoren.⁶ Aktuellere Studien weisen darauf hin, dass neben firmenspezifischen Determinanten ebenso makroökonomische Faktoren von Bedeutung sind.⁷

Trotz der Vielzahl an wissenschaftlichen Fachbeiträgen wirkt die starre Fokussierung auf die Kapitalstruktur zu eng gefasst, um Finanzierungsentscheidungen differenziert analysieren zu können. Weitere Blickwinkel, wie die Inanspruchnahme der Innen- und Außenfinanzierung, bleiben überwiegend unberücksichtigt. Aus diesem Grund zielt die vorliegende Arbeit darauf ab, das Forschungsfeld, im Sinne

¹ Vgl. Butler (2012), S. 12 ff., Drobetz/ Pensa/ Wöhle (2006), S. 254 und Kochhar (1996), S. 714 ff.

² Vgl. Hermanns (2006), S. 1, Fama/ French (2002), S. 1 ff. und Rajan/ Zingales (1995), S. 1421.

³ Vgl. Modigliani/ Miller (1958), S. 261 ff.

⁴ Vgl. Copeland/ Weston/ Shastri (2008), S. 1093, Myers (2001), S. 81 ff. und Kochhar (1996), S. 713 ff.

⁵ Vgl. Myers (2001), S. 81.

⁶ Vgl. Drobetz/ Pensa/ Wöhle (2006), S. 253 ff., Frank/ Goyal (2003), S. 218 ff., Baker/ Wurgler (2002), S. 1 ff., Fama/ French (2002), S. 1 ff., Graham/ Harvey (2001), S. 187 ff., Hovakimian/ Opler/ Titman (2001), S. 1 ff., Shyam-Sunder/ Myers (1999), S. 212 ff. und Rajan/ Zingales (1995), S. 1421 ff.

⁷ Vgl. Frank/ Goyal (2009), S. 3, Schachtner (2009), S. 157, Hackbarth/ Miao/ Morellec (2006), S. 520 und Korajczyk/ Levy (2003), S. 75.

einer möglichst ganzheitlichen Betrachtungsweise, zu erweitern. Dies geschieht aus der Perspektive des Finance-based View of the Firm, so dass Aspekte der Kapitalsicherung und Wertsteigerung im Vordergrund stehen. Im weiteren Verlauf werden die Problemstellung sowie die Zielsetzung dieser Arbeit in Kapitel 1.1 abgegrenzt und der Gang der Untersuchung in Kapitel 1.2 erläutert.

1.1 Problemstellung

Die globale Finanzkrise gilt als die schwerwiegendste und folgenreichste Krise der Nachkriegszeit.⁸ Zahlreiche Faktoren, wie bspw. die expansive Vergabe von Subprime-Krediten, die maßlose Verbriefungspolitik vieler Finanzinstitute sowie der damit einhergehende Prozess der internationalen Verflechtung, haben dazu geführt, dass eine dem Anschein nach zunächst auf die USA begrenzte Krise, innerhalb kürzester Zeit globale Ausmaße annahm. Die tiefen Verwerfungen im Finanzsektor schlugen sich binnen weniger Monate auf die Realwirtschaft nieder, so dass die Wirtschaftsleistung vieler Volkswirtschaften im Jahr 2009 dramatisch einbrach. Unternehmen sahen sich angesichts rückläufiger Gewinne sowie negativer Zukunftsaussichten dazu gezwungen, Investitionsentscheidungen anzupassen und entsprechende Ausgaben zu reduzieren bzw. gänzlich auszusetzen.⁹

Die weiteren Folgeerscheinungen der globalen Finanzkrise können keineswegs pauschalisiert werden und sind von einem hohen Heterogenitätsgrad gekennzeichnet. Während international führende Volkswirtschaften, wie bspw. Deutschland und die USA, seit 2010 ein kontinuierliches Wirtschaftswachstum aufwiesen, befanden sich einzelne Peripheriestaaten der Eurozone, wie z.B. Italien und Spanien, im Zuge der Staatsschuldenkrise erneut in einer Rezession. Die Entwicklungen im Staatssektor wirkten sich u.a. auf die internationalen Anleihemärkte aus, so dass sich auch die Rahmenbedingungen im Unternehmenssektor veränderten.¹⁰

In diesem Kontext liegt die Vermutung nahe, dass Finanzierungsentscheidungen multinationaler Unternehmen nachhaltig von den Auswirkungen der globalen Finanzkrise betroffen sind und eine Zäsur zu beobachten ist. Eine Analyse hierzu existiert bislang jedoch nicht. Vielmehr fokussieren sich zahlreiche Arbeiten auf eine grundsätzliche systematische Aufarbeitung der globalen Finanzkrise und eine pauschal geführte Diskussion über die allgemeinen Folgen für den realwirtschaftlichen Sektor. Im Zusammenhang mit der Kapitalbeschaffung finden sich krisen-

⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2010), S. 18 und Michler/ Smeets (2011), S. 4 f. Ein entsprechender Vergleich zielt teilweise auch auf die Weltwirtschaftskrise von 1929 ab. Vgl. Bechthold (2012), S. 88, Nastansky/ Strohe (2009), S. 1 und Soros (2008), S. 93.

⁹ Vgl. Bechthold (2012), S. 88 ff., Dombret (2012), S. 64 ff., Dill/ Lieven (2009), S. 199 ff., Hanekamp/ Morrison/ Monteleone (2009), S. 275 ff. und Bailly/ Litan/ Johnson (2008), S. 1 ff.

¹⁰ Vgl. Illing (2013a), S. 99 ff. und De Santis (2012), S. 2 ff.

behaftete Begriffe, wie bspw. Kreditklemme oder Börsencrash, die sich zumeist in einer allgemein geführten Debatte verlieren.¹¹ Eine detaillierte Aufarbeitung der Krisenauswirkungen auf das Finanzierungsverhalten multinationaler Unternehmen liegt zum jetzigen Zeitpunkt nicht vor.

Dieses Forschungsvorhaben zielt darauf ab, die Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf die Kapitalbeschaffung börsennotierter Unternehmen empirisch zu analysieren und Rückschlüsse auf Finanzierungsentscheidungen zu ziehen. Auf Grund der grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeit multinationaler Unternehmen und der globalen Wirkungsweise der Finanzkrise ist die Arbeit insofern interdisziplinär angelegt, als auch Fragestellungen und Problemfelder des internationalen Managements tangiert werden.

Entgegen der bisherigen Vorgehensweise in diesem Forschungsgebiet, konzentriert sich die Untersuchung nicht allein auf die Kapitalstruktur (Eigen- und Fremdkapital), sondern berücksichtigt ebenfalls die Finanzierungsstruktur (Innen- und Außenfinanzierung). Damit rückt neben der Frage nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber ebenfalls der bedeutende Aspekt der Mittelherkunft in den Vordergrund. Ein solches Vorgehen erscheint aus verschiedener Hinsicht zielführend.

Zunächst wird ein ganzheitlicherer Untersuchungsrahmen für das hochkomplexe Themengebiet der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften geschaffen, indem Schlussfolgerungen nicht allein auf einer einzelnen Kennzahl beruhen. Zwar kann dem Verschuldungsgrad durchaus eine große Bedeutung zugeschrieben werden, wie bspw. der in Theorie und Empirie aufgezeigte Zusammenhang mit dem Unternehmenswert unterstreicht,¹² jedoch geht auch von der Finanzierungsstruktur ein erheblicher Informationsgehalt aus. Die Zusammensetzung von Innen- und Außenfinanzierung hat weitreichende Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg, da u.a. Kapitalkosten und Mitbestimmungsrechte direkt tangiert werden.¹³

Anhand der Analyse der Mittelherkunft lässt sich erkennen, ob und in welchem Ausmaß dem Unternehmen Gelder von außen zugeführt werden. Verzichtet ein Unternehmen auf die Außenfinanzierung, kann dies ein Indiz dafür sein, dass nicht genügend rentable Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung stehen oder die Finanzierungskosten zu hoch sind. Beide Szenarien können u.a. für Investoren, Analysten, Fremdkapitalgeber sowie das eigene Management von großem Interesse sein. Letzteres sollte entsprechende Maßnahmen treffen, sofern es sich nicht um einen periodenspezifischen Sondereffekt, sondern um grundsätzliche Schwierigkeiten bei der Investition und/ oder Finanzierung handelt. Allerdings ist zu beachten, dass ein hoher Außenfinanzierungsanteil nicht zwangsläufig auf wachstums-

¹¹ Vgl. Illing (2013a), S. 1, Boland (2009), S. 168 ff. und Dill/ Lieven (2009), S. 199 ff.

¹² Vgl. Deutsche Bundesbank (2012b), S. 14 und Copeland/ Weston/ Shastri (2008), S. 1093.

¹³ Vgl. Frank/ Goyal (2003), S. 218.