

Kapitalstruktur und Unternehmenswert

Zur Frage nach der optimalen Kapitalstruktur

Die Kapitalstruktur ist ein zentraler Bestimmungsfaktor des Unternehmenswerts. Theoretische Modelle wie das Modigliani-Miller-Theorem, die Trade-off-Theorie und die Pecking-Order-Theorie bieten unterschiedliche Erklärungsansätze zur Frage, ob und wie Finanzierungsentscheidungen den Unternehmenswert beeinflussen können. Eine allgemeingültige optimale Kapitalstruktur existiert nicht. Dieser Beitrag bietet eine systematische Einordnung der Theorien und zeigt Ansätze für eine dynamische Betrachtung von Kapitalstrukturentscheidungen auf.



Prof. Dr. Christian Foos ist Professor für Finanzwirtschaft an der Fachhochschule Erfurt und war zuvor Director im Bereich Institutionelle Kunden des Kapitalmarktgeschäfts der Landesbank Berlin. Bevorzugte Forschungsgebiete: Unternehmensfinanzierung, Theorie der Kapitalmärkte.



Prof. Dr. Dietmar Hillebrand ist Professor für Wirtschaftsmathematik an der Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin. Zuvor arbeitete er viele Jahre als quantitativer Analyst und Assistant Director im Research und im Kapitalmarktgeschäft der Landesbank Berlin AG. Bevorzugte Forschungsgebiete: Strategische und taktische Asset Allokation, Bewertung internationaler Aktien- und Anleihemärkte.

Summary: Capital structure represents a key determinant of firm value. Theoretical frameworks such as the Modigliani-Miller theorem, trade-off theory, and pecking-order theory offer differing explanations for whether and how financing decisions can influence firm value. However, a universally optimal capital structure does not exist. This contribution provides a systematic categorization of these theories and outlines approaches for a dynamic perspective on capital-structure decisions.

Stichwörter: Kapitalstruktur, Modigliani-Miller-Theorem, Trade-off-Theorie, Pecking-Order-Theorie

1. Relevanz

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens beschreibt die Zusammensetzung seiner Finanzierung aus Eigenkapital und Fremdkapital. Sie ist ein zentrales Thema der Finanzwirtschaft, da sie weitreichende Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität, die Kosten der Kapitalbeschaffung und letztlich den Unternehmenswert hat. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob und inwiefern eine gezielte Gestaltung der Kapitalstruktur zur Steigerung des Unternehmenswerts beitragen kann.

Nach den gängigen Bewertungsverfahren ergibt sich der Wert eines Unternehmens als Barwert der abgezinsten zukünftigen Cashflows des Unternehmens. Als Abzinsungsfaktor dienen die mittleren gewichteten Kapitalkosten. Während die Höhe der Cashflows im Wesentlichen von den Investitionsentscheidungen abhängt, werden die Kapitalkosten durch die Finanzierung des Unternehmens bestimmt. Die Kosten einer Eigenkapitalfinanzierung sind dabei immer höher als die einer Fremdkapitalfinanzierung, da Eigenkapitalinvestoren aufgrund ihres höheren Risikos eine höhere erwartete Rendite fordern. Fremdkapitalinvestoren tragen angesichts ihres vorrangigen Anspruchs auf Vergütung ein geringeres Risiko.

Die Frage nach den optimalen Anteilen von Eigen- und Fremdkapital ist in der Finanzierungstheorie intensiv diskutiert worden. Während eine umfassende normative Theorie der Unternehmensfinanzierung bis heute nicht existiert (vgl. *Rudolph, 1986*), gibt es eine Reihe von wichtigen Erkenntnissen über den Zusammenhang von Kapitalstruktur und Unternehmenswert, die wertvolle Hinweise zum Ver-

ständnis und zur Ausgestaltung der Finanzierung von Unternehmen geben können.

2. Modigliani-Miller-Theorem

Die klassische Arbeit von *Franco Modigliani* und *Merton Miller* (1958) stellt einen der bedeutendsten theoretischen Beiträge zur Kapitalstruktur dar. Ihr zentrales Ergebnis ist die **Irrelevanz** der **Kapitalstruktur** für den Unternehmenswert unter bestimmten idealisierten Bedingungen:

- vollkommene Kapitalmärkte ohne Transaktionskosten und Steuern
- keine zusätzlichen Kosten bei finanzieller Schieflage und drohender Insolvenz
- rationale Investoren, keine Informationsasymmetrien
- gleichhohe Zinsen für Geldaufnahme und Geldanlage für Unternehmen und Investoren
- Unabhängigkeit von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen

Auf dieser Basis formulierten *Modigliani* und *Miller* zwei zentrale Thesen:

These 1: Die Kapitalstruktur hat keinen Einfluss auf den Unternehmenswert. Der Wert eines Unternehmens wird ausschließlich durch dessen Investitionsentscheidungen bestimmt, nicht durch die Art der Finanzierung. Ein Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil hat den gleichen Wert wie ein ansonsten identisches, jedoch rein eigenkapitalfinanziertes Unternehmen.

These 2: Die Eigenkapitalkosten steigen mit zunehmender Verschuldung („**Leverage effect**“). Bei wachsendem Fremdkapitalanteil steigt das Risiko und damit der Vergütungsanspruch für die Eigenkapitalgeber. Der gewichtete Mittelwert der Kapitalkosten bleibt jedoch konstant und wird vom Risiko der Investitionen des Unternehmens bestimmt (vgl. *Abb. 1*).

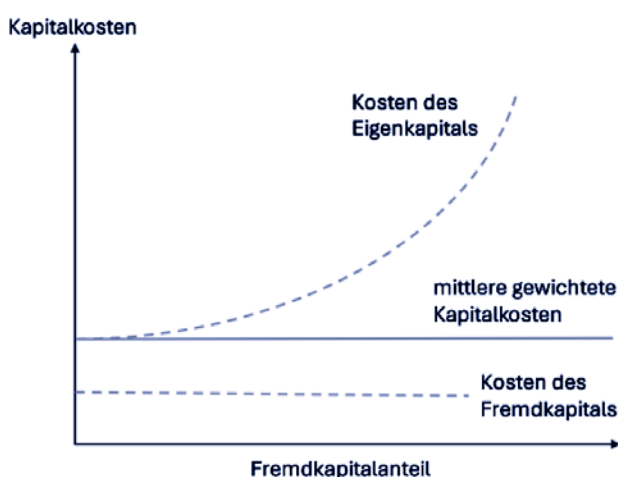


Abb. 1: Kosten des Eigen- und Fremdkapitals in Abhängigkeit vom Fremdkapitalanteil (Leverage-Effekt)

Auch wenn das *Modigliani-Miller*-Theorem nur eine idealisierte Situation beschreibt, bietet es wertvolle Einblicke in die grundlegenden Zusammenhänge zwischen Kapitalstruktur und Unternehmenswert und ist ein guter Ausgangspunkt für weiterführende Überlegungen. In der realen Welt existieren jedoch Marktunvollkommenheiten, die dazu führen, dass die Kapitalstruktur nicht völlig irrelevant ist. Nachfolgend wird untersucht, welche Faktoren in der Praxis eine Rolle spielen und wie Finanzierungsentscheidungen den Unternehmenswert tatsächlich beeinflussen können.

3. Trade-off-Theorie

Die Trade-off-Theorie der Kapitalstruktur baut auf den Erkenntnissen von *Modigliani* und *Miller* auf, berücksichtigt allerdings die Ertragssteuern auf Unternehmensebene und die Auswirkungen von Insolvenzrisiken aufgrund von Verschuldung (vgl. *Kraus/Litzenberger*, 1973).

• Steuerliche Vorteile der Fremdfinanzierung

Ein wichtiger Vorteil von Fremdkapital ergibt sich aus der steuerlichen Absetzbarkeit von Zinszahlungen. Zinsen auf Fremdkapital sind regelmäßig als Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig, wodurch bei Fremdkapitalfinanzierung die effektive Steuerlast eines Unternehmens sinkt. Dieser sog. **Tax shield**-Effekt führt dazu, dass Unternehmen durch eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils ihren Unternehmenswert steigern können. Der Unternehmenswert erhöht sich bei einem verschuldeten Unternehmen um den Barwert der im Vergleich zum rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmen eingesparten Steuern.

• Insolvenzrisiko und Insolvenzkosten

Allerdings ist eine steigende Verschuldung nicht uneingeschränkt vorteilhaft. Mit zunehmender Fremdfinanzierung steigt auch das Insolvenzrisiko eines Unternehmens. Falls ein Unternehmen in Schieflage gerät und seinen finanziellen Verpflichtungen womöglich nicht nachkommen kann, droht eine Insolvenz. Diese ist mit erheblichen direkten und indirekten Kosten verbunden.

Zu den direkten Insolvenzkosten gehören juristische und administrative Kosten eines Insolvenzverfahrens, darunter Gerichts- und Beratungskosten sowie Honorare für Insolvenzverwalter. Noch schwerer wiegen oft die Kosten der indirekten Folgen einer Insolvenz, wie ein Vertrauensverlust bei Kunden und Lieferanten, Schwierigkeiten bei der Kreditaufnahme und eine sinkende Arbeitsmoral der Mitarbeitenden. All diese Faktoren beeinträchtigen die zukünftige Geschäftsentwicklung und den Unternehmenswert erheblich.

Während die direkten Insolvenzkosten erst bei Eintritt der Insolvenz anfallen, wirken sich die indirekten Kosten bereits im Vorfeld aus und können zu einem erheblichen

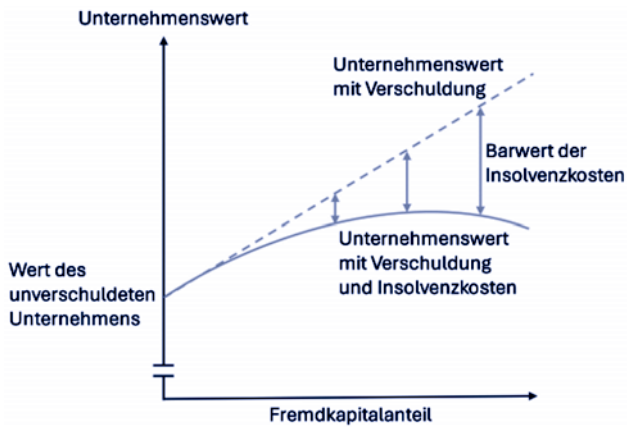


Abb. 2: Kapitalkosten bei Berücksichtigung von Unternehmenssteuern und Insolvenzkosten

Rückgang der Geschäftsaussichten und damit der erwarteten zukünftigen Cashflows führen. Infolgedessen sinkt der Unternehmenswert mit zunehmender Verschuldung.

• Trade-off-Theorie

Tax shield und Insolvenzkosten beeinflussen den Unternehmenswert in entgegengesetzter Richtung. Beginnt ein eigenkapitalfinanziertes Unternehmen mit Ersatz von Eigen- durch Fremdkapital, so überwiegt zunächst die positive Wirkung der Steuerersparnis und der Unternehmenswert steigt, da bei geringer Verschuldung das Insolvenzrisiko vernachlässigbar ist. Mit zunehmender Verschuldung machen sich die Auswirkungen der Insolvenzkosten auf den Unternehmenswert jedoch überproportional bemerkbar. Ein Maximum des Unternehmenswerts wird erreicht, wenn die (inkrementelle) Zunahme aufgrund des Steuervorteils durch den (inkrementellen) Rückgang aufgrund der Insolvenzkosten gerade kompensiert wird. Jenseits dieses Punktes überwiegt der Barwert der zusätzlichen Insolvenzkosten den Barwert des zusätzlichen Steuervorteils und der Unternehmenswert nimmt wieder ab (vgl. Abb. 2).

Eine **optimale Kapitalstruktur**, die auf diese Weise von der Trade-off-Theorie postuliert wird, lässt sich in der Praxis jedoch kaum a priori ermitteln. Während man den Barwert eines durch Verschuldung entstehenden Steuervorteils noch einigermaßen abschätzen kann, lassen sich die Wahrscheinlichkeit für eine Insolvenz und insbesondere die damit einhergehenden indirekten Insolvenzkosten nicht ausreichend bestimmen.

Dennoch kann das Modell erklären, warum unterschiedliche Verschuldungsniveaus in der Praxis gewählt werden. So entscheiden sich Unternehmen z.B. mit volatilen Cashflows aufgrund des höheren Insolvenzrisikos tendenziell eher für eine geringere Verschuldung als Unternehmen mit stabilem Geschäftsverlauf. Die optimale Kapitalstruktur variiert je nach Branche, Geschäftsrisiko und Marktbedingungen.

4. Pecking-Order-Theorie

Die Pecking-Order-Theorie („Hackordnungstheorie“) widerspricht der Annahme, dass Unternehmen eine explizit berechnete optimale Kapitalstruktur anstreben. Stattdessen argumentiert sie, dass Unternehmen ihre Finanzierungsmethoden vor allem danach wählen, welche Quelle die geringsten Kosten und das geringste Risiko mit sich bringt. Sie postuliert, dass Unternehmen eine präferenzielle Reihenfolge bei verschiedenen Optionen zur Kapitalbeschaffung einhalten.

Die Pecking-Order-Theorie wurde maßgeblich von *Stewart Myers* und *Nicholas Majluf* (1984) entwickelt. Sie geht davon aus, dass **Informationsasymmetrien** zwischen Unternehmensleitung und externen Investoren ausschlaggebend für die Finanzierungsentscheidungen eines Unternehmens sind. Unternehmensleitungen haben bessere Informationen über die Zukunftsaussichten eines Unternehmens als externe Investoren. Eine Eigenkapitalemission, der Verkauf von Aktien, birgt daher das Risiko, dass Investoren sie dahingehend deuten, dass aktuell eine Überbewertung der Aktien besteht. Sie sind mithin zum Kauf nur dann bereit, wenn das Angebot zu einem geringeren Preis erfolgt, was die Finanzierung für das Unternehmen verteuert. Manager ziehen aus diesem Grund zunächst eine interne Finanzierung aus operativen Cashflows vor. Sollte dennoch eine Kapitalaufnahme von außen notwendig sein, so würde man eine Fremdfinanzierung bevorzugen. Eine Erhöhung der Schulden suggeriert – Rationalität und Glaubwürdigkeit bei den Managern vorausgesetzt – Schuldentragfähigkeit und Vertrauen in die zukünftige Finanzkraft.

Daraus ergibt sich eine Rangordnung (Pecking Order) der Finanzierungsquellen:

1. Interne Finanzierung (Gewinne, Rücklagen)
2. Fremdkapital (Schulden, Kredite, Anleihen)
3. Eigenkapital (Aktienemissionen)

Die Pecking-Order-Theorie bietet eine realistische Erklärung für das tatsächliche Finanzierungsverhalten vieler Unternehmen. Während die Trade-off-Theorie die Existenz einer optimalen Kapitalstruktur postuliert, zeigt die Pecking-Order-Theorie, dass Unternehmen situativ agieren und je nach Verfügbarkeit und Marktsituation ihre Finanzierungsstrategie anpassen.

5. Fazit und Ausblick

Die Diskussion der Kapitalstruktur zeigt, dass es keine universell optimale Finanzierungsstrategie gibt. Während das *Modigliani-Miller*-Theorem eine theoretische Basis liefert, haben die Trade-off- und Pecking-Order-Theorien realitätsnahe Erklärungsansätze für Unternehmensentscheidungen entwickelt. Die Trade-off-Theorie hebt die Balance zwi-

schen Steuerersparnissen und Insolvenzkosten hervor, während die Pecking-Order-Theorie die Bedeutung von Informationsasymmetrien und Finanzierungspräferenzen betont.

In der Praxis variieren die Kapitalstrukturentscheidungen je nach Unternehmensgröße, Branche, Marktumfeld und Risikoprofil. Unternehmen mit stabilen Cashflows neigen dazu, höhere Verschuldungsgrade zu wählen, um steuerliche Vorteile zu nutzen. Unternehmen mit unsicheren Einnahmen bevorzugen hingegen Eigenkapitalfinanzierung, um finanzielle Flexibilität zu wahren. Auch Faktoren wie Marktzyklen, regulatorische Rahmenbedingungen und technologische Entwicklungen beeinflussen die Wahl der Finanzierung.

Der zukünftige Forschungsbedarf liegt insbesondere in der Analyse dynamischer Kapitalstrukturentscheidungen unter Berücksichtigung veränderlicher Marktbedingungen. Weiterhin könnten neue Finanzierungsinstrumente und digitale Technologien, wie Blockchain-basierte Finanzierungen, die Entscheidungsfindung in der Unternehmensfinanzierung erheblich beeinflussen. Die Integration dieser Faktoren in bestehende Kapitalstrukturmodelle könnte dazu beitragen, noch präzisere und praxisrelevantere Finanzierungsstrategien für Unternehmen zu entwickeln.

Literatur

Kraus, T., Litzenberger, R. H., A State-Preference Model of Optimal Financial leverage, in: *Journal of Finance*, Vol. 28 (1973) S. 911–922.

Modigliani, F., Miller, M., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, Vol. 48 (1958), S. 271–297.

Myers, S. M., Majluf, N. S., Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have, in: *Journal of Financial Economics* Vol. 13 (1984), S. 187–221.

Rudolph, B., Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006.

Rechtssicherer Umgang mit geschützten Daten.



beck-shop.de/38959351

Von Dr. Georg F. Schröder, LL.M., RA
6. Auflage. 2026. XVII, 308 Seiten. Kartoniert € 25,90
(dtv-Band 51298)

Der anschauliche Band

erläutert die **wichtigsten Aspekte** des **Datenschutzrechts**. Gut verständlich aufbereitet, mit optischen Hervorhebungen der entscheidenden Elemente und vielen praktischen Beispielen, bietet der Band alles, was ein Unternehmen wissen muss, um **datenschutzkonform** zu arbeiten.

Die 6. Auflage

bringt den Band insgesamt auf den aktuellen Stand und berücksichtigt auch einige neue Themen, wie beispielsweise den **Datenschutz bei KI-Anwendungen**.

Beck im dtv

Erhältlich im Buchhandel oder bei:
beck-shop.de | Verlag C.H.Beck GmbH & Co. KG · 80791 München
kundenservice@beck.de | Preise inkl. MwSt. | 178648