Das Default Premium in Abhängigkeit von der Kapitalstruktur und dessen Effekt auf die Eigenkapitalgeber

Bachelorarbeit

Universität Zürich

Institut für Banking und Finance

Lehrstuhl für Corporate Finance

Prof. Alexander Wagner, Ph.D.

Verfasst von

Marc-Etienne Adank

Betreuer

Dr. Beat Affolter

Eingereicht am 28. Mai 2013

Executive Summary

Problemstellung

Auf Basis der Überlegungen von Merton im Jahre 1974 etablierte sich ein Modell zur risikogerechten Fremdkapitalzinsberechnung. Dieses Modell basiert zu grossen Teilen auf der Optionspreistheorie. Diese Herangehensweise erlaubt es, auf die asymmetrische Risikosituation der Fremdkapitalgeber Rücksicht zu nehmen: Sie können keine Rendite über den vereinbarten Zins erwirtschaften, theoretisch können sie jedoch ihre gesamte Einlage verlieren. Durch die Ausgestaltung des Modells wird implizit die Verträglichkeit mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) propagiert, was im Zuge der vorliegenden Arbeit kritisch hinterfragt wird.

Die Herleitung der Fremdkapitalzinsen über die Optionspreistheorie führt zu einer Risikoprämie, welche den Gläubiger explizit für die Konkurswahrscheinlichkeit entschädigt: Die Konkursprämie, auch Default-Premium genannt. Diese Prämie führt dazu, dass in gewissen Situationen die Risiko-Rendite-Relation verletzt wird, sowie auch dazu, dass die gemäss CAPM geforderte Eigenkapitalrendite nicht durchgehend gewährleistet werden kann. Aufgrund dieser Beobachtungen stellt sich die Frage, wieso die Eigenkapitalgeber den Gläubigern eine CAPM-fremde Konkursprämie zugestehen, selbst aber keine solche Prämie verlangen.

Vorgehen

Die vorliegende Arbeit bietet einen umfassenden Einblick in die Systematik des Modells zur risikogerechten Berechnung von Fremdkapitalzinsen. Beginnend mit den Überlegungen von Franco Modigliani und Merton Miller im Jahre 1958 soll das Modell schrittweise ergänzt und erklärt werden. Die detaillierten Erläuterungen sollen ein solides Verständnis der nachfolgenden Diskussion des betrachteten Modells sicherstellen. Dabei wird insbesondere auf die beiden erwähnten Problempunkte eingegangen: Die Verletzung der Risiko-Rendite-Relation, sowie der Umstand, dass die geforderte Eigenkapitalrendite nicht durchgehend gewährleistet werden kann.

Neben der theoretischen Diskussion werden die formulierten Problempunkte auch empirisch untersucht. Dazu werden zwei Studien anhand des amerikanischen Aktienmarktes im Umfang von 260 verschiedenen Unternehmungen durchgeführt, wobei sechs verschiedene Branchen isoliert voneinander betrachtet werden. Die Studien sollen Aufschluss darüber geben, ob und inwiefern die genannten Problempunkte in der Realität Bestand haben.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Die erste Studie befasst sich mit der Frage, ob eine exzessive Verschuldung und der damit implizierten hohen Konkursprämie zu einer Beeinträchtigung des Unternehmenswertes führt.
Die Resultate dieser Studie weisen darauf hin, dass durch die Verschuldung weder eine positive, noch eine negative Beeinflussung des Unternehmenswertes erzeugt wird. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die Trade-Off Theorie interessant, als dass diese klar eine optimale Kapitalstruktur suggeriert, bei der ein maximaler Unternehmenswert erreicht wird.

Die zweite Studie befasst sich mit der Frage, ob eine systematische Abweichung zwischen der vom CAPM geforderten Eigenkapitalrendite und der tatsächlich realisierten Eigenkapitalrendite desselben Jahres besteht. Die Differenz dieser beiden Grössen wird wiederum in Abhängigkeit der Verschuldung betrachtet. Hierzu wurden insgesamt 76 Regressionen durchgeführt.
Beinahe durchgehend kann dabei eine signifikante Abweichung von der vom Capital Asset Pricing Model geforderten Eigenkapitalrendite festgestellt werden. Es lässt sich jedoch sowohl eine positive, als auch eine negative Differenz feststellen. Dies bedeutet, dass in gewissen Branchen eine zunehmende Verschuldung dazu führt, dass die vom CAPM geforderte Eigenkapitalrendite nicht mehr erwirtschaftet werden kann. In anderen Branchen führt es zu einem gegenteiligen Effekt: Die vom CAPM geforderte Eigenkapitalrendite wird übertroffen. Nur in sehr wenigen Fällen kann die geforderte Eigenkapitalrendite ohne nennenswerte Abweichungen realisiert werden.

Insgesamt scheint der Effekt einer Überrendite zu dominieren. Dadurch lässt sich die These grundsätzlich verwerfen, dass die Eigenkapitalrendite unter exzessiver Verschuldung leidet. Gleichermassen lässt dieses Resultat jedoch die Interpretation zu, dass die Konkursprämie, welche für den Fremdkapitalgeber vorgesehen ist, in einer anderen Art auch für den Eigenkapitalgeber existiert.