

Executive Summary – Pecking Order Theorie vs Trade-off Theorie

Im Versuch die optimale Strategie der Finanzierung eines Unternehmens zu beschreiben, werden häufig die Pecking Order Theorie (POT) und die Trade-off Theorie (TOT) verwendet. Beide wollen beschreiben wann und in welchem Verhältnis Fremdkapital und Eigenkapital ins Unternehmen aufgenommen werden soll. Die POT beschreibt, wie zum Zeitpunkt der Investition finanziert werden soll. Im besten Fall wird kein neues Kapital mehr benötigt und die internen Mittel werden ausreichen. Wenn dem Unternehmen kein Kapital mehr zur Verfügung steht, soll als nächstes Fremdkapital aufgenommen werden. Erst als letzte Option, wenn bereits sehr viel Fremdkapital im Unternehmen ist, kann auch Eigenkapital emittiert werden. Der Grund für diese Reihenfolge sind asymmetrische Informationen, die über die Emission an den Investor übermittelt werden. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass Unternehmen ihre alten Aktionäre den neuen bevorzugen. So soll bei der Interaktion mit dem Aktienmarkt ein möglichst gutes Ergebnis mit den eigenen Aktien erreicht werden und da das Unternehmen den eigenen Wert am besten bestimmen kann, wird es nur Eigenkapital emittieren, wenn das Unternehmen am Markt überbewertet ist. Investoren sind sich diesem Verhalten bewusst, deshalb wird bei einer Eigenkapitalemission der Marktpreis fallen, da der Markt realisiert, das Unternehmen ist eigentlich überbewertet. So entsteht diese präferierte Reihenfolge der Finanzierungsarten, denn die interne Finanzierung wird dem Markt gar keine Informationen vermitteln, da kein zusätzliches Kapital benötigt wird. Auf der anderen Seite beschreibt die TOT die langfristige, optimale Kapitalstruktur eines Unternehmens. So soll jedes Unternehmen einen Target Leverage Ratio haben, also ein optimales Mass an Fremdkapital, welches tendenziell höher als das aktuelle Niveau ist. Die TOT versucht also die Vorteile des Fremdkapitals auszunutzen, insbesondere den Steuervorteil, bei dem auf Zinsen keine Steuern gezahlt werden müssen.

Das primäre Ziel der Arbeit ist es, einen möglichst globalen Datensatz nach diesen beiden Theorien zu untersuchen. In dieser Untersuchung wurde das Market-to-Book Ratio (MBR) als eine zentrale Variable verwendet. Zum einen kann sie verwendet werden, um den Wert eines Unternehmens zu beschreiben. Da sie aber stark vom Markt abhängig ist, wird sie andererseits auch das zukünftig erwartete Wachstum verkörpern. So konnte eine positive Beziehung zwischen dem MBR, dem Umsatzwachstum und den F&E Ausgaben gefunden werden. Dies zeigt, dass das MBR effektiv auch für Wachstum steht. Zweitens konnte aber auch eine positive Beziehung zu den Dividenden und der Rendite gefunden werden, was das MBR mit dem Wert eines Unternehmens in Verbindung bringt.

Über den gesamten Datensatz hinweg konnten mehrere Indizien für und gegen die POT gefunden werden. So konnte eine positive Beziehung zwischen der Bildung von Reserven und dem MBR gefunden werden. Dies verkörpert gemäss der POT die beste Option Wachstum zu finanzieren, denn mit zunehmendem Wachstum (MBR) nehmen auch die Reserven bzw. die Möglichkeit intern zu

finanzieren zu. Wenn interne Mittel ausgeschöpft sind, sollen Unternehmen zuerst auf Fremdkapital zurückgreifen, bevor sie ihr Eigenkapital erhöhen. Dies konnte ebenfalls durch die positive Beziehung zwischen dem MBR und dem netFK bewiesen werden. Das netFK ist die Differenz zwischen dem emittierten Fremd- und Eigenkapital. Diese positive Beziehung zeigt, dass Unternehmen es effektiv bevorzugen Fremdkapital aufzunehmen. Es gab jedoch auch Anzeichen gegen die POT, so konnte keine negative Beziehung zwischen der Rendite und den Eigenkapitalemissionen nachgewiesen werden. Eigentlich sollte gemäss der POT der Markt negativ auf eine Eigenkapitalemission reagieren, jedoch konnte dies nicht festgestellt werden. Eine mögliche Erklärung für diesen Umstand ist, dass wenn alle Unternehmen der POT folgen, es keine negative Kursreaktionen mehr geben wird, da bereits alle Unternehmen diese negative Reaktion versuchen zu verhindern. Weiter spricht auch die positive Beziehung zwischen den Dividenden und dem MBR gegen die POT. Es wurde angenommen, dass mehr Dividenden einbehalten werden müssen, um das interne Wachstum zu finanzieren. So müssen Unternehmen möglichst wenig auf externe Finanzierung zurückgreifen. Dieser Umstand kann aber erklärt werden, unter der Berücksichtigung, dass Dividenden ein notwendiges Mittel sind, um Investoren zu versichern, dass das Vorhaben profitabel ist.

Mit der POT zusammen wird häufig auch die Market Timing Theorie beschrieben. So sind hier die asymmetrischen Informationen kein Problem mehr, sondern eine erwünschte Gegebenheit. Wenn das Unternehmen viel besser über das Unternehmen Bescheid weiss, wird es den Markt mit den eigenen Aktien viel besser ausnutzen können. Gemäss dieser Theorie werden Unternehmen dies auch tun und bei der Entscheidung einer Eigenkapitalerhöhung primär darauf achten, dass das Unternehmen überbewertet ist. Diese Theorie kann mehrheitlich bestätigt werden. So weist u.a. eine positive Beziehung zwischen dem MBR und den Eigenkapitalerhöhungen darauf hin, dass Unternehmen eher bei hohen Preisen Eigenkapital emittieren. Auch kann gezeigt werden, dass Unternehmen Eigenkapital emittieren, auch wenn sie ausreichend Reserven halten und nicht darauf angewiesen wären.

Bezüglich der TOT sind die Resultate etwas kritischer. So wird auch hier eine negative Beziehung zwischen dem Leverage und dem MBR gefunden. Dies spricht gegen die TOT, da mit höherem Leverage der Wert eines Unternehmens wachsen sollte und nicht sinken. Die einzige Erklärung für diesen Umstand ist, dass das MBR hier nicht den Wert, sondern das Wachstum beschreibt. Da Wachstum immer riskant ist, soll dieses auch mit dem sichereren Eigenkapital finanziert werden. Diese negative Beziehung existiert aber auch zwischen dem aktuellen Leverage und dem vergangenen MBR. Gemäss der TOT sollte nach einiger Zeit die Relevanz des Wachstums schwinden, trotzdem kann auch nach 10 Jahren diese Beziehung noch gemessen werden. Ein weiterer starker Punkt gegen die TOT ist, dass die Beziehung zwischen dem Leverage (Fremdkapital in %) und dem Steuersatz negativ ist. Da das Fremdkapital den Steuervorteil mit sich zieht sollte die bei einem höheren Steuersatz das Fremdkapital lukrativer werden. Es ist jedoch genau das Gegenteil festzustellen.

Ein weiteres Ziel dieser Arbeit war einzelne Bereiche zu identifizieren, in denen die POT bzw. die TOT gilt. So wurde der gesamte Datensatz nach buchhalterischen Merkmalen aufgeteilt. Es wurde nach Unternehmen mit einem z.B. hohen und tiefen Leverage sortiert und anschliessend gewisse Beziehungen gemessen, ob diese positiv oder negativ sind. Wenn diese Beziehungen gemäss der Theorie korrekt waren, konnte in diesem Bereich die Theorie als richtig erachtet werden. Die POT konnte somit beispielsweise für ältere Unternehmen bestätigt werden. In diesem Bereich wurden besonders viele Anzeichen für die POT gefunden. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch bei grösseren Unternehmen. Weiter kann die POT auch bei hohem Leverage bestätigt werden, mit Ausnahme einer negativen Marktreaktion auf die Eigenkapitalerhöhung. Gleichzeitig kann die POT für Unternehmen mit tiefem Leverage nicht bestätigt werden, jedoch kann in diesem Bereich die negative Marktreaktion festgestellt werden. Daraus kann geschlossen werden, dass die POT überall existiert, aber nicht von allen Unternehmen angewendet wird.

Zuletzt kann die TOT beispielsweise bei kleinen Unternehmen festgestellt werden. Weiter wurde es erwartet, dass die TOT bei hohem Steuersatz bestätigt werden kann, da diese Unternehmen mehr vom Steuervorteil des Fremdkapitals profitieren können. So konnte die TOT nicht so weitreichend bestätigt werden wie die POT.