

Lucerne University of
Applied Sciences and Arts

HOCHSCHULE LUZERN

Wirtschaft

Sonderdruck

**Management in der Finanzbranche –
Finanzmanagement im Unternehmen**

Jubiläumsbuch - 15 Jahre IFZ Zug

Herausgegeben von

Christoph Lengwiler, Linard Nadig, Maurice Pedergnana

Gabrielle Wanzenried Mowers

**Kapitalstrukturentscheide von KMU –
Empirische Evidenz für die Schweiz**

15 Kapitalstrukturentscheide von KMU – Empirische Evidenz für die Schweiz

Im Rahmen des KTI-Projektes «Kapitalstrukturentscheide von KMU», wurden in Zusammenarbeit mit den Wirtschaftspartnern BDO AG und Raiffeisen Schweiz die Finanzierungs- und Investitionsentscheide von Schweizer KMU auf der Basis einer empirischen Erhebung untersucht. Der vorliegende Artikel geht auf ausgewählte Ergebnisse im Zusammenhang mit der Höhe der Verschuldung, deren Zusammensetzung sowie auf die Hauptbestimmungsfaktoren der Kapitalstruktur von KMU ein.

Gabrielle Wanzenried Mowers



Prof. Dr. Gabrielle Wanzenried Mowers (1969) hat an der Universität Bern und an der London School of Economics VWL und BWL studiert. Anschliessend an das Doktorat in VWL an der Universität Bern im Jahr 2001 verbrachte sie zweieinhalb Jahre als Research Fellow an der Haas School of Business der University of California in Berkeley. Zusätzlich zu ihren universitären Aktivitäten war sie für mehrere KMU in verschiedenen Funktionen tätig. Seit 2005 arbeitet sie als Dozentin und Projektleiterin am IFZ, wo sie als Forschungs koordinatorin auch der Institutsleitung angehört. Sie unterrichtet Corporate Finance und Managerial Economics. Im Rahmen ihrer Forschungstätigkeiten befasst sie sich schwerpunktmässig mit Themen rund um Corporate Finance, Banking Performance, Labour Economics sowie Gender&Diversity. Sie hat in international angesehenen Zeitschriften publiziert und verfügt über langjährige Beratungserfahrung für verschiedene Organisationen. Gabrielle Wanzenried Mowers lebt mit ihrer Familie in Ligerz am Bielersee.

Kontakt: gabrielle.wanzenried@hslu.ch

15.1 Einleitung

Kapitalstrukturentscheide von Unternehmen, d.h. die Zusammensetzung der Passivseite einer Bilanz wie z.B. die Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapital, stellen sowohl aus Sicht der Praxis als auch der Theorie über Corporate Finance ein wichtiges und viel diskutiertes Thema dar. Die Finanzierungsstruktur einer Firma übt einen direkten Einfluss auf deren Kapitalkosten aus, die wiederum den Firmenwert mitbestimmen. Entsprechend sollte jede Unternehmung, unabhängig von Grösse, Branche oder anderen Kriterien, der Gestaltung ihrer Kapitalstruktur eine grosse Bedeutung beimessen. Obwohl dem Thema insbesondere seitens der Wissenschaft viel Aufmerksamkeit geschenkt wird, bestehen bis heute wichtige Wissenslücken in Bezug auf die Umsetzung von Kapitalstrukturentscheiden für Unternehmen in der Praxis.

In der Praxis setzen sich aufgrund der Grösse und Verfügbarkeit des notwendigen Know-hows insbesondere grosse Unternehmen aktiv mit ihrer Kapitalstruktur auseinander. Aber selbst in dieser Grössenkatgorie trifft dies nur auf eine Minderheit aller Firmen zu. Gemäss einer Marktuntersuchung der UBS AG beschäftigt sich die Hälfte der Schweizer Unternehmen nicht oder zu wenig eingehend mit ihrer Kapitalstruktur.¹

Für die Praxis besteht somit klar Handlungsbedarf in dieser Hinsicht. Eine vertiefte Auseinandersetzung mit dem Thema seitens der Unternehmen und insbesondere seitens der KMU erhöht ihr Wissen in Finanzierungsfragen. Dies erlaubt es ihnen z.B. als kreditnachfragende Unternehmung gegenüber den Banken als informierter und souveräner Partner aufzutreten, was sich im besten Fall in besseren Kreditbedingungen niederschlagen kann.

Nicht nur aus betriebswirtschaftlicher, sondern auch aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist es wünschenswert, wenn sich Unternehmen vertiefter mit der Zusammensetzung der Passivseite ihrer Bilanz auseinandersetzen. Eine sinnvolle Ausgestaltung der Kapitalstruktur erleichtert die Kreditallokation durch die Banken und Kapitalmärkte und erhöht die Effizienz des Wirtschaftssystems. Aufgrund der grossen Bedeutung von KMU für die Schweizer Wirtschaft ist zu erwarten, dass insbesondere bei den KMU ein volkswirtschaftlich grosses Optimierungspotenzial besteht.

¹ Vgl. Breitenmoser, A. (2007).

Welche Faktoren bestimmen die Kapitalstruktur von Unternehmen? Es gibt eine relativ umfangreiche Literatur zur Wahl der Kapitalstruktur von Unternehmen. Verschiedene theoretische Ansätze fokussieren einerseits auf die Einflüsse der Verschuldungspolitik auf den finanziellen Erfolg von Unternehmen und andererseits auf die Bestimmungsfaktoren der Kapitalstruktur von Unternehmen. Seit der bahnbrechenden Arbeit von Modigliani und Miller im Jahr 1958 haben sich denn auch Wissenschaftler mit diversen theoretischen und empirischen Aspekten von Kapitalstrukturentscheiden von Unternehmen beschäftigt. Im Rahmen von empirischen Arbeiten konnten insbesondere zahlreiche Determinanten der Finanzierungsstruktur von Unternehmen identifiziert werden. Neben firmenspezifischen Faktoren, wie z.B. Grösse, Industriezugehörigkeit, Profitabilität, Risiko², wurden in den letzten Jahren zusätzliche Faktoren, wie z.B. der Einfluss des makroökonomischen Umfeldes³, die Wettbewerbsbedingungen auf Produkt- und Faktormärkten⁴ sowie die Aktionärsstruktur⁵ in die Analysen miteinbezogen. Diese zusätzlichen Dimensionen konnten die Erklärungskraft der verwendeten Modelle steigern.

Bis anhin wurden im Rahmen von Kapitalstrukturstudien insbesondere grosse, börsenkotierte Unternehmen aus dem angelsächsischen Raum betrachtet. KMU (Unternehmen bis 249 Mitarbeitenden) machen aber in den allermeisten Volkswirtschaften die grosse Mehrzahl aller Unternehmen aus und umfassen zudem weit mehr als zwei Drittel aller Beschäftigten (in der Schweiz 99.7% bzw. 66.8%). Entsprechend erscheint ein Fokus auf diese Unternehmensgruppe allein schon aufgrund derer volkswirtschaftlicher Bedeutung als angebracht.

Eine genauere Untersuchung der Kapitalstruktur und der Kapitalstrukturwahl von KMU drängt sich auch deshalb auf, weil sich gerade die KMU hinsichtlich Finanzierungsfragen bezüglich einiger wichtiger Aspekte von börsenkotierten Firmen unterscheiden. Es gibt sogenannte Skalenerträge bei der Kreditvergabe, d.h. die Kosten je Krediteinheit für die Vergabe und Überwachung eines Kredites nehmen mit der Grösse des Kredites ab, da ein grosser Teil der Gesamtko-

² Vgl. z.B. Titman, S / Wessels, R. (1988); Harris, M. / Raviv, A. (1991); Rajan, R. G. Zingales, L. (1995).

³ Vgl. z.B. Korajczyk, R. A. / Levy, A. (2003); Wanzenried, G. (2006); Drobotz, W. / Wanzenried, W. (2006); Hackbarth, D. et al. (2006).

⁴ Vgl. z.B. Brander, J. / Lewis, T. (1986); Wanzenried (2003).

⁵ Vgl. Döhnert, K. (2007).

ten für die Kreditallokation und -überwachung Fixkosten darstellen. Falls die Firmengrösse positiv mit der Kreditgrösse korreliert, sind aus Sicht der Banken die Durchschnittskosten für die Betreuung von KMU höher als für grössere Firmen. Im Vergleich zu grossen Unternehmen bestehen für Kapitalgeber bei KMU grössere Informationsasymmetrien, was zusätzliche Screening- und Monitoringkosten mit sich bringt. Diese Informationsasymmetrien verunmöglichen es KMU weitgehend, Fremdkapital direkt am Kapitalmarkt aufzunehmen. Durch den Aufbau von Bankbeziehungen können diese Informationsasymmetrien verkleinert werden. Entsprechend greifen KMU hauptsächlich auf Bankkredite als Form der Fremdfinanzierung zurück. So betrug der Anteil Kredite an KMU relativ zum Total aller durch Schweizer Banken vergebenen Unternehmenskredite per Ende Oktober 2010 rund 72%.⁶

Der Artikel beschreibt ausgewählte Ergebnisse aus einem KTI-Projekt zum Thema «Kapitalstrukturentscheide von KMU», welches das IFZ mit Unterstützung der Wirtschaftspartner BDO AG und Raiffeisen Schweiz realisiert hat. Dabei wird insbesondere auf die Höhe der Verschuldung sowie auf die Hauptbestimmungsfaktoren der Verschuldung der KMU eingegangen. Die Gliederung gestaltet sich wie folgt: Kapitel 2 beschreibt kurz die Datengrundlagen. In Kapitel 3 wird auf den Verschuldungsgrad der Schweizer KMU nach ausgewählten Firmeneigenschaften eingegangen. Kapitel 4 beschreibt, welche Faktoren für die Wahl der Kapitalstruktur der KMU von Bedeutung sind und Kapitel 5 enthält einige Schlussbemerkungen.

15.2 Datengrundlagen

Die Daten über Kapitalstrukturentscheide von KMU wurden im Rahmen einer schriftlichen Umfrage mittels eines Fragebogens erhoben, der an Unternehmen bis 249 Mitarbeitenden des privaten Sektors der Schweiz versandt wurde. Die Erhebung wurde im Zeitraum vom März 2009 bis Juli 2009 durchgeführt. Die Adressen der Unternehmen stammen vom Bundesamt für Statistik (BFS) und stellen eine repräsentative Stichprobe dar. Unternehmen im ersten Sektor sowie in den Finanzdienstleistungsindustrien wurden ausgeschlossen. Ebenfalls ausgeschlossen wurden Stiftungen und Vereine.

Insgesamt wurden 6'987 Fragebogen an Firmen in der Deutschschweiz und 2'118 Fragebogen an Firmen in der französisch- und italienischsprachigen

⁶ Vgl. Kreditvolumenstatistik der SNB.

Schweiz versandt. Für Letztere wurde der Fragebogen auf Französisch übersetzt. Die Rücklaufquote beträgt 9.14%, und im Durchschnitt wurden je Fragebogen 74% der Fragen beantwortet. Um sicherzustellen, dass die erhobenen Daten eine repräsentative Stichprobe darstellen, wurden die Daten basierend auf der Branchenzusammensetzung gewichtet. Weiter wurden die Daten auf ihre Plausibilität überprüft und zudem wurden im Rahmen dieser Prüfungen entsprechende Beobachtungen von der Stichprobe ausgeschlossen.

15.3 Wie verschuldet sind Schweizer KMU?

In der Schweiz liegt der Verschuldungsgrad von KMU, d.h. der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals relativ zum Total der Passiven (ohne stillen Reserven), im Durchschnitt bei knapp 23.5%. Drei Prozent aller befragten KMU haben angegeben, dass sie kein verzinsliches Fremdkapital in ihrer Bilanz haben. Betrachtet man den Verschuldungsgrad nach Firmengrösse gemäss der offiziellen Grössenkategorisierung des Bundesamtes für Statistik fällt auf, dass der Verschuldungsgrad für die kleinste Kategorie mit 1-9 MA mit knapp 28% am höchsten ist. Für die Grössenkategorie 10-49 MA beträgt der Anteil des verzinslichen Fremdkapitals an der Bilanzsumme 22.3%, und die grössten KMU mit 50-249 MA weisen einen Verschuldungsgrad von rund 25% aus (Abbildung 1).

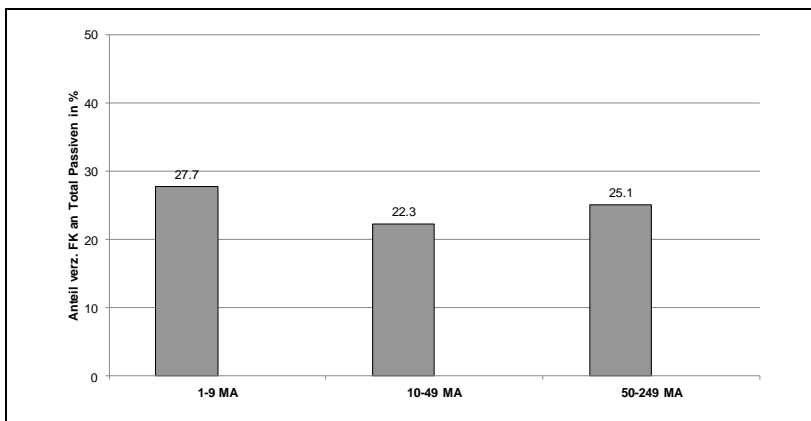


Abbildung 1: Verschuldungsgrad nach Firmengrösse in %

Quelle: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ (2009)

Hinweis zu Abbildung 1: Die Abbildung gibt den Prozentanteil des verzinslichen Fremdkapitals in % relativ zum Total der Passiven nach Firmengrösse an. Die Daten sind gewichtet. N=724.

Auch der durchschnittliche Fremdkapitalanteil über die verschiedenen Branchen hinweg weist eine gewisse Variation auf (Abbildung 2). Die höchste Verschuldung weisen die Unternehmen im Gastgewerbe auf. Die tiefste Verschuldungsrate haben Firmen in der Branche Erbringung von freiberuflichen und wissenschaftlichen Dienstleistungen.

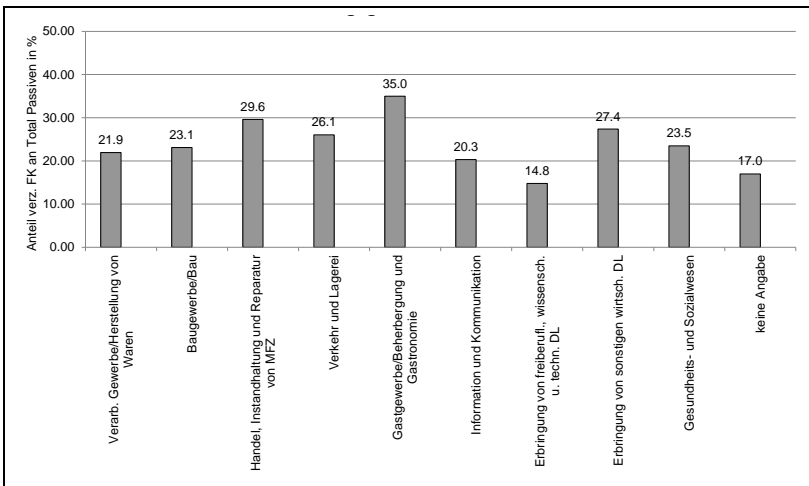


Abbildung 2: Verschuldungsgrad nach Branchen in %

Quelle: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ (2009)

Die Abbildung gibt den Prozentanteil des verzinslichen Fremdkapitals in % relativ zum Total der Passiven nach Branchen an. Die Daten sind gewichtet. N=724.

Im Zusammenhang mit der Verschuldung der KMU muss auch die Bedeutung der Banken näher betrachtet werden. Bankkredite sind besonders für viele kleine Firmen eine entscheidende Fremdfinanzierungsquelle. Der Anteil der Bankkredite am verzinslichen Fremdkapital beträgt im Durchschnitt knapp 28%. Währenddessen dieser Wert für die kleinsten KMU (1-9 MA) im Schnitt bei rund 27% liegt, beträgt der Anteil bei den grössten KMU (50-249 MA) knapp 38%. Auch die Unterscheidung nach Branchen - wie aus Abbildung 3 ersichtlich - macht deutlich, dass sich der Zugang zu Bankkrediten je nach Unternehmenseigenschaften relativ stark unterscheidet. Schliesslich haben knapp 11% aller befragten Unternehmen angegeben, über keine Bankkredite zu verfügen.

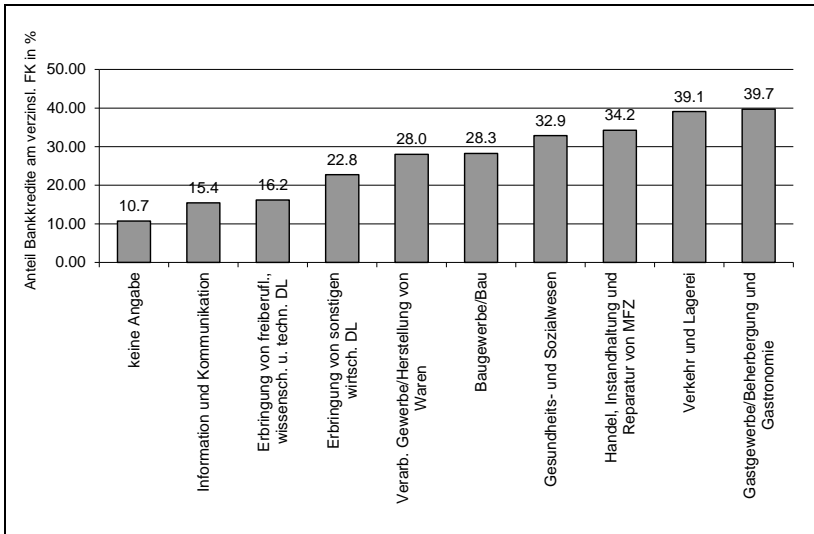


Abbildung 3: Anteil Bankkredite am verzinslichen Fremdkapital nach Branchen in %

Quelle: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ (2009)

Die Abbildung gibt den Prozentanteil der Bankkredite am Total des verzinslichen Fremdkapitals nach Branchen an. Die Daten sind gewichtet. N=724.

Obwohl Bankkredite für zahlreiche Finanzierungsanliegen ein ideales und verbreitetes Instrument darstellen, gibt es Firmen, die je nach Unternehmensphase sowie anderen Firmeneigenschaften keinen oder nur beschränkten Zugang zu Bankkrediten haben. Weiter wählen einige Firmen bewusst eine Finanzierung ohne Bankkredite. Eine ergänzende oder alternative Fremdkapitalquelle dazu stellt das Fremdkapital mit Eigenkapitalcharakter dar. Dazu gehören Finanzierungsquellen wie Aktionärsdarlehen, Darlehen mit Rangrücktritt, Mezzanine-Finanzierungen oder Private Equity-Kapital. Im Durchschnitt beträgt der Anteil des Fremdkapitals mit Eigenkapitalcharakter am Total des verzinslichen Fremdkapitals in der betrachteten Stichprobe knapp 19%. Da oft gerade auch kleinere Firmen unter anderem aufgrund ihrer Grösse und Bilanzstruktur beschränkten Zugang zu Bankkrediten haben, erstaunt es nicht, dass dieser Anteil bei der Grössenkatgorie 1-9 MA mit rund 24% am höchsten ist und bei der Grössenkatgorie 50-249 MA mit 11% am geringsten ausfällt.

Neben der Firmengrösse und Branchenzugehörigkeit bedarf eine umfassende Betrachtung des Verschuldungsgrades einer Unternehmung den Einbezug von weiteren Faktoren, welche einen Einfluss auf den Anteil des Fremdkapitals

ausüben können. Zu diesen Faktoren gehören unter anderem die Anlageintensität, die Profitabilität oder der Möglichkeit von Steuerabzugsmöglichkeiten z.B. durch Abschreibungen.

15.4 Welche Faktoren bestimmen die Höhe der Verschuldung von Schweizer KMU?

Die Höhe der Verschuldung eines Unternehmens wird von zahlreichen Faktoren mitbestimmt. Im Rahmen unserer Befragung wurden den KMU basierend auf in der Theorie erwähnten sowie in der Praxis relevanten Aspekten 18 verschiedene Bestimmungsfaktoren zur Verschuldungshöhe vorgelegt. Dabei standen vier Antwortmöglichkeiten zur Verfügung, abgestuft von «trifft voll zu» bis «trifft gar nicht zu». Um die erfassten Informationen auf sinnvolle Weise interpretieren zu können, haben in einem ersten Schritt jede der vier Antwortmöglichkeiten ein Score zwischen 3 («trifft voll zu») und 0 («trifft gar nicht zu») zugewiesen, um dann in einem zweiten Schritt daraus eine aggregierte Masszahl, ein sog. «Score» zu ermitteln. Je höher der Wert des Scores ausfällt, desto höher fällt die Zustimmung der Befragten zur jeweiligen Frage aus. Zusätzlich wurde die Stichprobe anhand ausgewählter Kriterien (Unternehmensgrösse, Höhe des Verschuldungsgrades, Vorhandensein einer Zielkapitalstruktur, Eigentumsverhältnisse und Einfachheit Kapitalzugang) aufgesplittet und den durchschnittlichen Score für ausgewählte Untergruppen der Stichprobe gebildet (Resultate nicht ausgewiesen).

Die Antworten sind in Abbildung 4 zusammengefasst, wobei die Bestimmungsfaktoren nach der Höhe ihres Score-Wertes geordnet sind. An erster Stelle steht mit einem durchschnittlichen Score von 2.41 die Aussage *«Wir begrenzen die Verschuldung, um eine möglichst hohe Unabhängigkeit zu bewahren»*. Kleinere KMU stimmen dieser Aussage tendenziell stärker zu als grössere Unternehmen in der Stichprobe. Dies ist nicht weiter erstaunlich, da grössere Unternehmen u.a. infolge von Wachstumsstrategien eher auf Fremdkapital angewiesen sind. Ein weiterer Unterschied zeigt sich in Bezug auf die Gewinnmarge. Je tiefer die Gewinnmarge, desto weniger stimmen die KMU der Aussage zu. Auch dieses Resultat erstaunt nicht, da Unternehmen mit höheren Gewinnen sich eher aus eigener Kraft finanzieren können und so unabhängiger bleiben. Auch bei der Verfolgung bzw. Nichtverfolgung einer Zielkapitalstruktur gibt es Unterschiede. Unternehmen, die angeblich eine Zielkapitalstruktur verfolgen, messen der Bewahrung der Unabhängigkeit im Zusammenhang mit der Höhe der Verschuldung eine signifikant höhere Zustimmung zu als Unternehmen, die keine Ziel-

kapitalstruktur verfolgen. Auch ob eine KMU eine Familienunternehmung ist, spielt eine Rolle. Erwartungsgemäss stimmen die befragten Familienunternehmen der Aussage stärker zu als Nicht-Familienunternehmen und erbringen empirische Evidenz für die oft zitierte These, dass Familienunternehmen gerne unabhängig(er) bleiben. Schliesslich spielt auch der Zugang zu Kapital eine Rolle: KMU mit Zugang zu zusätzlichem Fremdkapital haben eine signifikant höhere Zustimmung.

Der zweithöchste durchschnittliche Score mit 2.25 weist der Bestimmungsfaktor «*Vorhandensein von Eigenmitteln*» auf. Gut 83% der befragten KMU erachten dies als wichtigen Bestimmungsfaktor für die Höhe der Verschuldung. Für die einzelnen Untergruppen lassen sich jedoch keine signifikanten Unterschiede feststellen.

An dritter Stelle steht die «*Höhe der zukünftigen Investitionen*» als Bestimmungsfaktor der Höhe der Verschuldung. Mit einem Score von 1.95 und einer Zustimmung von knapp drei Vierteln der Befragten weist dieser Faktor immer noch eine relativ hohe Bedeutung auf. Unterschiede zwischen den Teilgruppen bestehen in Bezug auf die Grösse des Unternehmens. Dabei fällt auf, dass die Zustimmung der grössten KMU mit 50 bis 249 Mitarbeitenden deutlich höher ausfällt als für die anderen beiden Gruppen, wobei der Unterschied zur kleinsten Grössenkatgorie am grössten ausfällt. Weiter fällt die Zustimmung bei stärker verschuldeten Unternehmen ebenfalls höher aus. Auch Unternehmen ohne Zielkapitalstruktur messen der Höhe der künftigen Investitionen relativ mehr Bedeutung zu. Schliesslich ist dieser Faktor für KMU ohne Kapitalzugang auch signifikant bedeutender als für jene KMU mit Kapitalzugang.

Auch die Aussage «*Wir begrenzen Fremdfinanzierung, damit aufgrund geringerer Zinslasten stets ausreichend interne Mittel für Investitionen bzw. Akquisitionen zur Verfügung stehen*» findet mit einem durchschnittlichen Score von 1.79 und einer Zustimmung von zwei Dritteln der befragten KMU relativ hohe Zustimmung. KMU mit relativ höherer Gewinnmarge erachten diesen Aspekt als signifikant wichtiger als Unternehmen mit der tieferen Gewinnmarge. Auch jene KMU mit relativ geringerer Verschuldung messen der Aussage im Vergleich zur Gruppe mit der höheren Verschuldung eine höhere Bedeutung zu, wobei die Differenz nur auf dem 10%-Niveau statistisch signifikant ist. Die Aussage findet weiter eine höhere Zustimmung bei jenen KMU, welche eine Zielkapitalstruktur verfolgen sowie bei Firmen mit relativ gutem Kapitalzugang, wobei bei letzterer Gruppe der Unterschied nur auf dem 10%-Niveau signifikant ist.

Auch «*Schwankungen in der operativen Geschäftstätigkeit*» können mit einem durchschnittlichen Score von 1.77 und einer Zustimmung von knapp 65% der befragten KMU ebenfalls als wichtigen Faktor zur Bestimmung der Höhe der Verschuldung interpretiert werden. Die Zustimmung ist bei der grössten Gröszenkategorie mit 50 bis 249 Mitarbeitenden am grössten. Auch Unternehmen mit einer relativ tiefen Gewinnmarge stimmen im Vergleich zu jenen KMU mit einer Gewinnmarge über dem Median der Stichprobe der Aussage stärker zu. Schwankungen im operativen Geschäft setzen Unternehmen mit relativ höherer Gewinnmarge weniger stark zu, da diese erwartungsgemäss auch über höhere Reserven verfügen und weniger auf Fremdkapital angewiesen sind. Auch Unternehmen, welche explizit eine Zielkapitalstruktur verfolgen, haben im Vergleich zu jenen KMU ohne eine solche Strategie eine höhere Zustimmung zu dieser Aussage. Schliesslich erachten KMU ohne Kapitalzugang den Schwankungen im operativen Geschäft in Bezug auf die Höhe der Verschuldung eine höhere Bedeutung zu als Unternehmen, die leicht zu zusätzlichem Fremdkapital kommen. Auch dieses Ergebnis bringt zum Ausdruck, dass kapitalrestringierte Unternehmen zur Strukturierung der Passivseite ihrer Bilanz stärker den Schwankungen des operativen Geschäftes ausgesetzt sind.

«*Das konjunkturelle Umfeld*» steht mit einem durchschnittlichen Scorewert von 1.68 an sechster Stelle bezüglich der Bedeutung als Bestimmungsfaktor zur Höhe der Verschuldung. Immerhin erachten noch 60% der Befragten diesen Aspekt als wichtig für die Schuldenhöhe ihrer KMU. Bezüglich der Untergruppen bestehen einzig signifikante Unterschiede in Bezug auf das Vorhandensein einer Zielkapitalstruktur sowie dem Kapitalzugang. KMU mit einer Zielkapitalstruktur erachten diesen Faktor als signifikant wichtiger als KMU ohne Zielkapitalstruktur. Auch Unternehmen ohne Kapitalzugang erachten das konjunkturelle Umfeld als signifikant bedeutender als Unternehmen, die relativ einfach zu Kapital kommen. Erstere Gruppe hat je nach konjunkturellem Umfeld mehr oder weniger Schwierigkeiten, ihr operatives Geschäft zu finanzieren.

«*Die zunehmende Konkursgefahr oder drohende Liquiditätsschwierigkeiten bei höherer Verschuldung*» zählt mit einem durchschnittlichen Score von 1.55 und einer Zustimmung von knapp 57% der befragten Unternehmen immer noch zu einer bedeutenden Verschuldungsdeterminante. Zwar steht dieses Resultat im Einklang mit der Studie von Drobetz et al. (2006), jedoch im Gegensatz zu den Resultaten von Graham und Harvey (2001), die keine grosse Bedeutung dieses Faktors gefunden haben. Bei den Antworten für die verschiedenen Untergruppen, bestehen ebenfalls einige Unterschiede. Unternehmen mit relativ tiefer

Gewinnmarge messen dem Faktor eine höhere Bedeutung zu als KMU mit höherer Gewinnmarge. Dies hängt damit zusammen, dass erstere Gruppe stärker auf externe Finanzierungsquellen angewiesen ist und entsprechend auch ein höheres Konkursrisiko aufweist. Eine ähnliche Überlegung gilt für den Verschuldungsgrad: Stärker verschuldete Unternehmen weisen einen relativ höheren Score auf, da die Relevanz der Konkurskosten mit steigender Verschuldung klar zunimmt. KMU, die eine Zielkapitalstruktur verfolgen, haben ebenfalls eine höhere Zustimmung zur Aussage. Schliesslich besteht auch ein relativ grosser Unterschied zwischen KMU mit und ohne Kapitalzugang. Letztere Gruppe verfügt über einen durchschnittlichen Scorewert von 1.99, der deutlich über jenem Wert von 1.47 für jene KMU mit Kapitalzugang liegt.

«Das Kredit- bzw. Bonitätsrating des Unternehmens bei der Bank» hat mit einem durchschnittlichen Scorewert von 1.55 und einer Zustimmung von knapp 56% eine gewisse Bedeutung für die Höhe der Verschuldung des Unternehmens. KMU mit relativ tiefer Gewinnmarge messen dem Faktor eine höhere Bedeutung zu. Dasselbe gilt für KMU mit höherem Verschuldungsgrad sowie jene Unternehmen, die eine Zielkapitalstruktur verfolgen. Schliesslich spielt das Kredit- bzw. Bonitätsrating zur Bestimmung der Schuldenhöhe auch für Firmen ohne Kapitalzugang eine grössere Rolle. Die Bonität des KMU entscheidet letztendlich darüber, ob ein zusätzlicher Kredit gesprochen wird, und entsprechend ist diese Beobachtung nicht erstaunlich.

Auch die «Präferenzen und Strukturen der Eigentümer» spielen mit einem durchschnittlichen Score von 1.44 und einer Zustimmung von knapp 50% eine gewisse Rolle bei der Bestimmung der Schuldenhöhe der befragten KMU. Unterschiede zwischen den Gruppen bestehen jedoch einzig bezüglich der Höhe des Verschuldungsgrades und der Existenz einer Zielkapitalstruktur. Wobei die Wichtigkeit dieser Kapitalstruktur determinante grösser ist, wenn das Unternehmen eine relativ tiefe Verschuldung aufweist und über eine Zielkapitalstruktur verfolgt. Oft ist es ein Ziel von KMU, die Verschuldung unter einer gewissen Höhe zu halten. Es erstaunt etwas, dass sich Familienunternehmen bei diesem Faktor nicht signifikant von Nicht-Familien unterscheiden, da gerade Firmen im Familienbesitz nicht selten eine möglichst hohe Unabhängigkeit der Firma von externen Geldgebern anstreben.

An zehnter Stelle der Rangfolge mit den Faktoren, welche für die Höhe der Verschuldung eine Rolle spielen, steht die «Begrenzung der Fremdfinanzierung, um die zukünftige Verschuldungskapazität des Unternehmens zu erhöhen». Der entsprechende durchschnittliche Scorewert liegt bei 1.47, wobei weniger als

50% der Befragten diesen Faktor als wichtig erachten. Unterschiede zwischen den betrachteten Teilgruppen bestehen einzig in Bezug auf das Vorhandensein einer Zielkapitalstruktur, wobei die Zustimmung für KMU mit Zielkapitalstruktur erwartungsgemäss höher ausfällt.

«Die steuerliche Doppelbelastung von Gewinnausschüttungen» hat mit einem Scorewert von 0.99 eine eher weniger wichtige Bedeutung zur Bestimmung der Verschuldungshöhe der befragten KMU. Auch erachtet weniger als ein Drittel der befragten KMU diesen Faktor als wichtig. Jene KMU, die explizit eine Zielkapitalstruktur verfolgen sowie Familienunternehmen messen dem Faktor eine höhere Bedeutung zu.

Allfällige «Veränderungen bei den Eigentümern» können in weniger als 30% der Fälle eine Rolle spielen für die Höhe der Verschuldung. Wiederum spielt dieser Faktor eine wichtigere Rolle bei KMU mit einer Zielkapitalstruktur im Vergleich zu jenen Firmen ohne entsprechende Strategie. Dasselbe gilt bei KMU mit fehlendem Zugang zu zusätzlichem Fremdkapital.

Es fällt auf, dass die «steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen» für die Höhe der Firmenverschuldung mit einem durchschnittlichen Score von 0.76 einen begrenzten Einfluss aufweist. Insgesamt stimmen auch nur knapp 22% der Befragten zu, dass dieser Faktor sehr grosse bzw. grosse Bedeutung für die Bestimmung des Verschuldungsgrades ihres Unternehmens hat. Im Vergleich zu einer Untersuchung für kotierte Unternehmen in den USA⁷, die den Barwert des Steuervorteils auf rund 10% des Unternehmenswertes schätzt, fällt dieser Wert sehr gering aus. Drobotz et al. (2006), die ebenfalls kotierte Unternehmen jedoch aus Deutschland, Österreich und der Schweiz untersuchen, finden einen Score von 1.06, den sie ebenfalls als relativ niedrig einschätzen. Offensichtlich spielt für KMU im Vergleich zu börsenkotierten Unternehmen die Abzugsfähigkeit von Zinsen eine geringere Rolle. Die geringere Bedeutung dieses Faktors kann generell auch damit erklärt werden, dass Unternehmen bereits einen hohen Abschreibungsaufwand und hohe Forschungs- und Entwicklungskosten (sog. «Non-Debt Tax-Shields») aufweisen.⁸ Zwischen den betrachteten Untergruppen bestehen jedoch einige signifikante Unterschiede. KMU mit relativ höherer Gewinnmarge erachten die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen als wichtiger, da diese Unternehmen aufgrund höherer Gewinne auch mehr Steuern

⁷ Vgl. Graham (2000).

⁸ Vgl. auch Drobotz, W. et al (2006); Shenoy / Koch (1996); Fama / French (2002).

bezahlen müssen. Weiter weisen KMU mit relativ höherem Verschuldungsgrad sowie jene Unternehmen mit einer Zielkapitalstruktur einen signifikant höheren Score auf. Diese Beobachtungen widerspiegeln den Umstand, dass gewisse KMU explizit ihre Verschuldung erhöhen, um durch die Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen Steuern zu sparen. Auch diese KMU stufen die Bedeutung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Zinsen signifikant höher ein als jene KMU, die keine Zielkapitalstruktur verfolgen. Auch Familienunternehmen weisen eine höhere Zustimmung zu diesem Faktor auf, wobei der Unterschied zwar signifikant ist, aber nicht so hoch ausfällt. Interessanterweise erachten Firmen, die einen einfachen Zugang zu Fremdkapital haben, der Abzugsfähigkeit von Steuern eine geringere Bedeutung zu als Firmen ohne entsprechende Möglichkeiten, einfach Fremdkapital aufzunehmen. Dabei hätten gerade Erstere die Möglichkeit, durch eine zusätzliche Verschuldung Steuern einzusparen.

Der Aussage *«Wir nehmen Fremdkapital auf, wenn die Zinsen tief sind»* stimmen nur rund 16% der befragten KMU zu. Der entsprechende Scorewert fällt mit 0.64 auch relativ tief aus. Somit praktiziert die grosse Mehrheit der Unternehmen in der Stichprobe kein *«Market Timing»* in Bezug auf ihre Verschuldung. Die grössten KMU in der Stichprobe weisen eine signifikant höhere Zustimmung auf. Dies erstaunt nicht, da nur grössere KMU in der Lage sind, allenfalls auch am Geld- bzw. Kapitalmarkt Fremdkapital aufzunehmen. KMU mit tieferer Gewinnmarge, KMU mit relativ höherem Verschuldungsgrad und schliesslich KMU ohne Kapitalzugang stimmen dieser Aussage in höherem Masse zu. Unternehmen mit diesen Eigenschaften haben ebenfalls eine höhere Zustimmung zu dieser Aussage, was in Anbetracht der Tatsache, dass diese Unternehmen eher Zugang zum Kapitalmarkt haben, nicht erstaunt.

Die Aussage *«Wir haben Schwierigkeiten, zusätzliches Fremdkapital zu beschaffen»* stösst ebenfalls nur in sehr begrenztem Ausmass auf Zustimmung. Der durchschnittliche Scorewert fällt mit 0.63 am drittiefsten aus, und die Zustimmung beträgt knapp 17%. Grundsätzlich ist dieses Resultat erfreulich, da offenbar die meisten KMU in der Stichprobe keine Probleme haben, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen. Dieser Umstand ist zweifellos auch der Kreditpolitik der Banken zu verdanken. Es fällt jedoch auf, dass die KMU in der kleinsten Grössenkategorie bis 9 Mitarbeitenden der Aussage am stärksten zustimmen und offensichtlich Mühe bekunden, einen Kredit aufzunehmen. Erwartungsgemäss trifft dasselbe auf Unternehmen mit einer relativ tiefen Gewinnmarge und mit einem bereits hohen Verschuldungsgrad auf, was auf die Konsistenz der Daten hinweist.

«*Der Verschuldungsgrad vergleichbarer Unternehmen*» ist kein wichtiger Faktor zur Bestimmung der Schuldenhöhe von KMU. Nur gut 15% erachten diesen Aspekt als wichtig. Am ehesten messen KMU, die eine Zielkapitalstruktur verfolgen, sowie Unternehmen ohne Kapitalzugang dem Aspekt eine gewisse Bedeutung bei. Somit gibt es kein eigentliches «Benchmarking» in dieser Hinsicht. Es ist auch nicht selten der Fall, dass die Verschuldungshöhe von vergleichbaren KMU in der Regel gar nicht bekannt ist. Der «Leverage-Effekt» ist der am wenigsten wichtige Bestimmungsfaktor der Verschuldung der befragten KMU. Nur gerade knapp 6% stimmen der Aussage «*Wir nehmen zusätzliches Fremdkapital auf, um die Eigenkapitalrendite zu erhöhen*» zu. Der durchschnittliche Score fällt mit 0.32 sehr gering aus. Grössere Unternehmen und KMU mit einer Zielkapitalstruktur erachten den Faktor als wichtiger und dasselbe gilt für Unternehmen ohne Kapitalzugang. Der Leverage-Effekt dürfte insbesondere für börsenkotierte Unternehmen eine Bedeutung haben.

Abbildung 4 fasst die relative Bedeutung der Bestimmungsfaktoren für die Wahl der Verschuldungshöhe zusammen, indem die einzelnen Aspekte geordnet nach der Höhe des durchschnittlichen Scorewertes aufgeführt sind.

15.5 Schlussbemerkungen

Die im Artikel beschriebenen Resultate geben einen kurzen Überblick über die Verschuldung von Schweizer KMU sowie über die hauptsächlichen Faktoren, welche die Kapitalstruktur beeinflussen. Dabei ist deutlich zum Ausdruck gekommen, dass sich die Kapitalstruktur sowie deren Bestimmungsfaktoren der befragten KMU stark unterscheiden, je nach Grösse der Firma, deren Branchenzugehörigkeit, Eigentümerstruktur sowie anderen zentralen Faktoren.

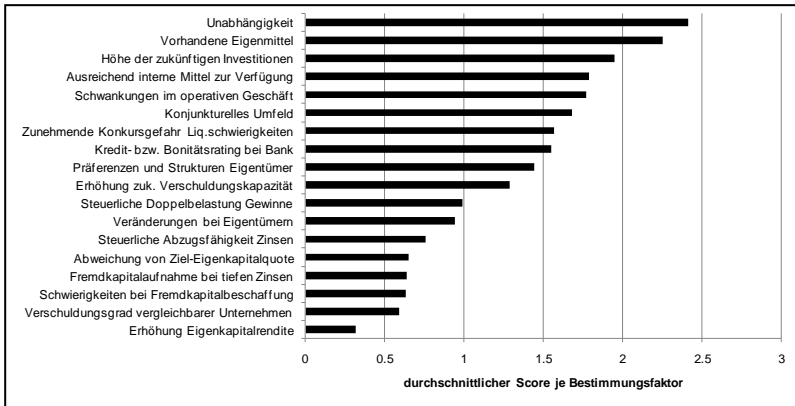


Abbildung 4: Durchschnittliche Scorewerte der Bestimmungsfaktoren für die Höhe der Verschuldung

Quelle: Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

Die Abbildung gibt den durchschnittlichen Scorewert je Bestimmungsfaktor für die Höhe der Verschuldung wieder, wobei der Score Werte zwischen 3 («trifft voll zu») und 0 («trifft gar nicht zu») annehmen kann. Die Daten sind gewichtet. N zwischen 634 und 724..

Diese Ergebnisse wurden im Rahmen des KTI-Projektes «Kapitalstrukturentscheide von KMU», welches in Zusammenarbeit mit den Wirtschaftspartnern BDO AG und Raiffeisen Schweiz realisiert werden konnte, erhoben. Daneben wurden eine Reihe weiterer Aspekte untersucht. Erstens wurden weitere Dimensionen zur Kapitalstrukturproblematik erforscht, wie z.B. das Verhältnis zwischen kurz- und langfristigen Schulden, die Bestimmungsfaktoren der Fristigkeit, die Präferenzen in Bezug auf den Einsatz der verschiedenen Finanzierungsquellen. Weiter wurden detaillierte Fakten zur Investitionstätigkeit der Firmen sowie zu deren Finanzierung erhoben. Ein weiterer Schwerpunkt bildeten die Erforschung der Beziehungen zwischen Banken und KMU einerseits, sowie Wirtschaftsprüfer und KMU andererseits, und zwar insbesondere auch in Bezug auf deren Rolle bei der Kapitalstruktoptimierung. Schliesslich wurden auch konkrete Handlungsempfehlungen seitens der Banken und der Wirtschaftsprüfer zu Handen der KMU erarbeitet. Dabei wurde versucht, basierend auf der bestehenden Theorie möglichst praxisrelevante Aspekte näher zu untersuchen. Die detaillierten Ergebnisse sind im entsprechenden Buch, welches im Sommer 2012 im IFZ Verlag erscheint, festgehalten.

Ingesamt kann zusammenfassend festgehalten werden, dass seitens der KMU in der Schweiz ein nicht zu unterschätzender Handlungsbedarf bezüglich der Optimierung der Kapitalstruktur besteht. Für die KMU werden sich solche Optimierungsanstrengungen letztendlich in tieferen Kapitalkosten und damit in einem höheren Firmenwert niederschlagen. Zusätzlich bedarf es aber auch weiterer Anstrengungen seitens der angewandten Forschung, sich diesem Thema speziell im Kontext der noch wenig erforschten KMU weiter anzunehmen.

Literaturverzeichnis

- Brander, J. / Lewis, T. (1986): Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *The American Economic Review* 76, 956–970.
- Breitenmoser, A. (2007): Lohnende Suche nach der optimalen Kapitalstruktur, *UBS Outlook* 3/2007.
- Döhnert, K. (2007): Bestimmungsfaktoren der Kapitalstruktur: Empirische Analyse schweizerischer Publikumsgesellschaften 1987-2004, Verlag IFZ-HSW: Luzern.
- Drobetz, W., / Wanzenried, G. (2006): What Determines the Speed of Adjustment to the Optimal Capital Structure?, *Applied Financial Economics* 16, 941-958, 2006.
- Hackbarth, D. / Miao, J. / Morrellec, E. (2006): Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions, *Journal of Financial Economics* 82, 519-550.
- Harris, M. / Raviv, A. (1991): The theory of the capital structure, *Journal of Finance* 46, 297-355.
- Modigliani, F. / Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investments, *American Economic Review* 48, 261-297.
- Rajan, R. G. / Zingales, L. (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Titman, S. / Wessels, R. (1988): The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance* 43, 1-19.
- Korajczyk, R.A. / Levy, A. (2003): Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 68(1), pages 75-109, April.
- Wanzenried, G. (2003): Capital Structure Decisions and Output Market Competition Under Demand Uncertainty, *International Journal of Industrial Organization* 21, 171-200.
- Wanzenried, G. (2006): Capital Structure Dynamics in the United Kingdom and Continental Europe, *European Journal of Finance* 12, 693-716.