

Friedrich-Alexander Universität Erlangen-Nürnberg

Institut für Wirtschaftswissenschaft

**Die Beziehungen zwischen Leverage-
Effekt, Verschuldungsgrad, Aktien-
rückkauf und Shareholder Value**

Hausarbeit

im Rahmen des Hauptseminars

**Allgemeine Betriebswirtschaftslehre III
(Synergiemanagement)**

WS 2000/01

Dozent: Prof. Dr. Dr. habil. Horst-Tilo Beyer

Verfasserin: Andrea Prohaska

Inhaltsverzeichnis

1. BEGRIFFSDEFINITIONEN	2
1.1 Verschuldungsgrad	2
1.1.1 Statischer Verschuldungsgrad	2
1.1.2 Dynamischer Verschuldungsgrad	4
1.1.3 Optimaler Verschuldungsgrad	4
1.2 Leverage-Effekt (Hebelwirkung).....	5
1.3 Aktienrückkauf	7
1.4 Shareholder Value.....	9
2. DIE BEZIEHUNGEN ZWISCHEN LEVERAGE-EFFEKT, VERSCHUL- DUNGSGRAD, AKTIENRÜCKKAUF UND SHAREHOLDER VALUE.....	11
2.1 Beziehung zwischen Verschuldungsgrad und Leverage-Effekt	11
2.2 Auswirkungen eines Aktienrückkaufs auf die übrigen Kennzahlen.....	11
2.2.1 Bei Finanzierung aus überschüssiger Liquidität („relativer Ersatz“)	12
2.2.2 Bei Finanzierung durch Fremdkapitalaufnahme („absoluter Ersatz“).....	13
2.2.3 Zusammenfassung	15
LITERATURVERZEICHNIS.....	16

1. Begriffsdefinitionen

1.1 Verschuldungsgrad

Der Verschuldungsgrad wird auch als Verschuldungskoeffizient, Anspannungsgrad, Kapitalanspannung oder debt-equity ratio bezeichnet.¹ Er gibt Auskunft über die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens. In der Literatur wird häufig in statischen und dynamischen Verschuldungsgrad unterteilt.

1.1.1 Statischer Verschuldungsgrad

$$\text{Statischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$$

Der statische Verschuldungsgrad betrachtet das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital. Dabei wurde früher als vertikale Finanzierungsregel im Rahmen der Bilanzanalyse ein Verschuldungsgrad kleiner gleich eins gefordert (1:1-Regel bzw. 100%-Regel)². Heute ist oft noch ein Verschuldungsgrad kleiner gleich zwei akzeptabel. Je größer der Verschuldungsgrad ist, desto größer wird auch das Risiko der Überschuldung. Potentielle Kreditgeber werden deshalb ab einem gewissen Verschuldungsgrad nicht mehr bereit sein, weitere Kredite zu gewähren, oder zumindest hohe Zinsen verlangen. In der Praxis kann man keine genaue Zahl dafür nennen, wie hoch der Verschuldungsgrad sein soll. Sinnvoller ist ein Branchenvergleich, da die Kapitalintensität von Branche zu Branche unterschiedlich ist. In der Baubranche ist ein sehr hoher Verschuldungsgrad zu beobachten, im chemischen Gewerbe dagegen ein unter dem Durchschnitt aller Unternehmen liegender. Dies sollen die Diagramme in Abbildung 1 und 2 verdeutlichen. Zu beachten ist die Revision der Wirtschaftszweigsystematik 1979 und 1993. Deshalb wurden für die beiden Folgejahre sowohl die Zahlen nach neuer als auch die nach alter Systematik dargestellt.

Von 1971 bis 1980 sind die Branchen in der Abgrenzung der Wirtschaftszweige des Statistischen Bundesamtes von 1961, dargestellt durch ■, von 1980 bis 1994 in der Abgrenzung von 1979, dargestellt durch s, und von 1994 bis 1996 in der Abgrenzung von 1993, dargestellt durch I, aufgetragen.

¹ vgl. Beyer, H.-T. / Bestmann, U.: [1989], S. 273

² vgl. Beyer, H.-T. / Bestmann, U.: [1989], S. 273

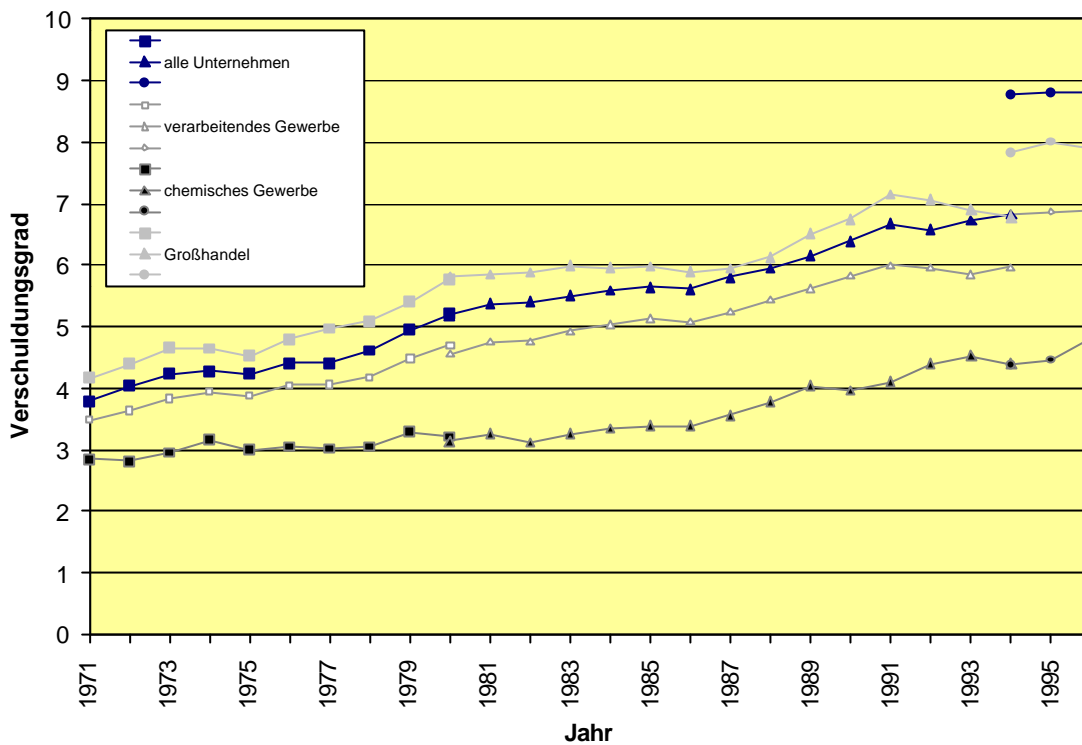


Abbildung 1: Verschuldungsgrad nach Branchen

Quelle: Eigene Darstellung nach Daten aus statistischer Sonderveröffentlichung der Deutschen Bundesbank 1999

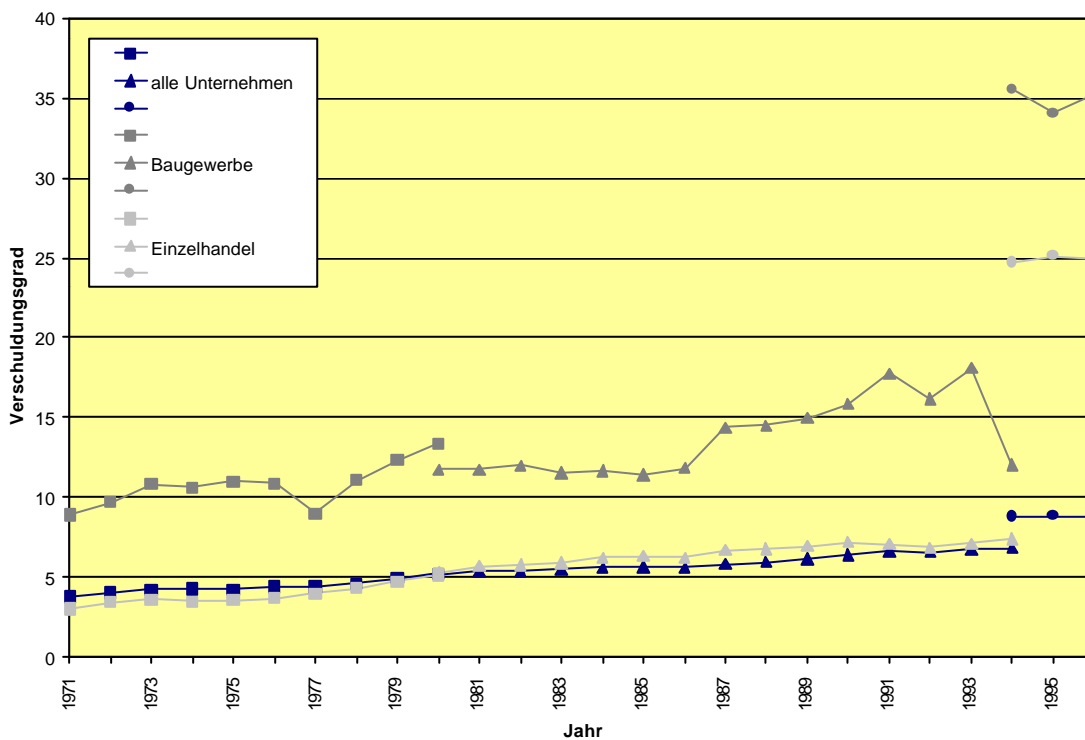


Abbildung 2: Verschuldungsgrad nach Branchen

Quelle: Eigene Darstellung nach Daten aus statistischer Sonderveröffentlichung der Deutschen Bundesbank 1999

1.1.2 Dynamischer Verschuldungsgrad

$$\text{Dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Effektiv - Verschuldung}}{\text{Cash-flow}}$$

Effektiv-Verschuldung = Gesamtverbindlichkeiten – monetäres Umlaufvermögen

Der dynamische Verschuldungsgrad gibt die Anzahl der Jahre an, die zum Abbau der Effektiv-Verschuldung nötig sind. In der Praxis wird oft eine Zahl von 3,5 als angemessen bezeichnet. Eine Generalisierung ist auch hier nicht möglich, sondern branchenspezifische Vergleiche sind unerlässlich.³

Der Künzelsauer Schraubenhändler Würth konnte 1999 sogar einen dynamischen Verschuldungsgrad von zwei erreichen. Das bedeutet, mit dem Cash-flow von nur zwei Jahren könnte das Unternehmen seine Schulden tilgen.⁴

1.1.3 Optimaler Verschuldungsgrad

Als „optimaler“ Verschuldungsgrad wird dasjenige Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital bezeichnet, das die geringsten durchschnittlichen Kapitalkosten gegenüber allen anderen Alternativen aufweist.⁵

Läßt man Steueraspekte außer acht und geht von den Annahmen

- vollkommene Information,
- vollkommene Kapitalmärkte,
- keine Transaktionskosten,
- rationales Handeln der Geldanleger und
- der Möglichkeit der Einteilung aller Unternehmen ihrem relativen Geschäftsrisiko entsprechend in Ertrags- bzw. Risikoklassen

aus, so gilt die These von Modigliani und Miller. Diese besagt, daß der Marktwert der Unternehmung und die Höhe ihrer Kapitalkosten unabhängig von der Kapitalstruktur bzw. dem Verschuldungsgrad der Unternehmung sind. Sie bleiben also bei einer Variation der Kapitalstruktur - einem veränderten Verschuldungsgrad - konstant. Die Kapitalkosten sind nach Modigliani und Miller jedoch abhängig von der Risikoklasse in die das Unternehmen eingeordnet ist.⁶

³ vgl. Juesten, W. / von Villiez C.: [1992], S. 92

⁴ vgl. O. V. [3]: [2000]

⁵ vgl. Beyer, H.-T. / Bestmann, U.: [1989], S. 274

⁶ vgl. Beyer, H.-T. / Bestmann, U.: [1989], S. 196 f

Die Folge: Es gibt keinen optimalen Verschuldungsgrad, da er nach der These von Modigliani und Miller irrelevant ist.⁷

Aufgrund der gemachten Annahmen ist diese These aber nicht mehr dazu geeignet, das reale Geschehen zu erklären.

1.2 Leverage-Effekt (Hebelwirkung)

Der Leverage-Effekt, auch Financial-Leverage-Effekt, trading on the equity oder income gearing genannt⁸, ist eine Hebelwirkung, bei der durch erhöhten Fremdkapitaleinsatz eine Steigerung der Eigenkapitalrendite r_{EK} erreicht wird. Notwendig dafür ist allerdings, daß der Fremdkapitalzins i unter der Gesamtkapitalrentabilität r_{GK} liegt. Formal berechnet sich die neue Eigenkapitalrendite nach folgender Formel:

$$r_{EK} = r_{GK} + (r_{GK} - i) \cdot \frac{FK}{EK}$$

Anhand eines Beispiels soll der Leverage-Effekt verdeutlicht werden.⁹

Gesamtkapitalbedarf: 150.000,-

Fremdkapitalzinsen: 9%

Gesamtkapitalrentabilität: 20%

Erwarteter Gewinn vor Fremdkapitalzinsen: 30.000,-

Situation	A	B	C
Eigenkapital	100.000 DM	75.000 DM	50.000 DM
+ Fremdkapital	50.000 DM	75.000 DM	100.000 DM
= Gesamtkapital	150.000 DM	150.000 DM	150.000 DM
Verschuldungsgrad	0,50	1,00	2,00
Gewinn vor FK-Zinsen	30.000 DM	30.000 DM	30.000 DM
Zinsen für FK	4.500 DM	6.750 DM	9.000 DM
= Gewinn nach Zinsen	25.500 DM	23.250 DM	21.000 DM
Eigenkapitalrentabilität	0,26	0,31	0,42

Tabelle 1: steigende Eigenkapitalrentabilität bei steigendem Fremdkapitalanteil

Variiert man nun die Zusammensetzung des Gesamtkapitals, ändert also den Verschuldungsgrad, so ergeben sich bei konstantem Fremdkapitalzins und Gesamtkapitalrentabilität verschiedene Eigenkapitalrentabilitäten. Nimmt der Verschuldungsgrad zu, so erhöht sich die Eigenkapitalrentabilität. Man hat hier also einen positiven Leverage-Effekt.

⁷ vgl. Bitz, M. u.a.: [1998], S. 221

⁸ vgl. Beyer, H.-T. / Bestmann, U.: [1989], S. 181

⁹ vgl. Bestmann, U.: [1992] S. 496

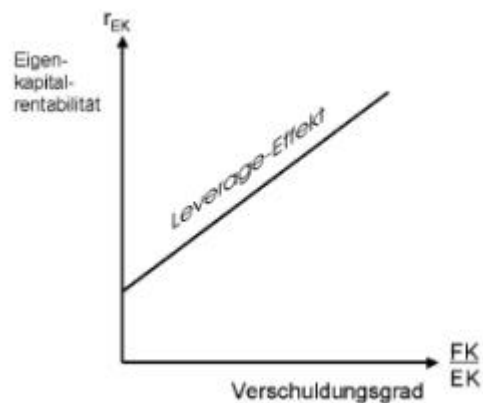


Abbildung 3: Leverage-Effekt unter der Prämisse, daß bei steigendem Verschuldungsgrad der Fremdkapitalzins konstant bleibt, oder wenig ansteigt - dann aber neue Berechnung nötig - und die Gesamtkapitalrentabilität über dem Fremdkapitalzins liegt
Quelle: Beyer, H. / Bestmann, U.: [1989], S. 182

Ein negativer Leverage-Effekt würde zu sinkender Eigenkapitalrentabilität bei steigendem Verschuldungsgrad führen, dies geschieht, wenn der Fremdkapitalzins über der Gesamtkapitalrentabilität liegt. Dieses Phänomen beobachtete A. T. Kearney in einer Fünf-Jahresanalyse deutscher Unternehmen.

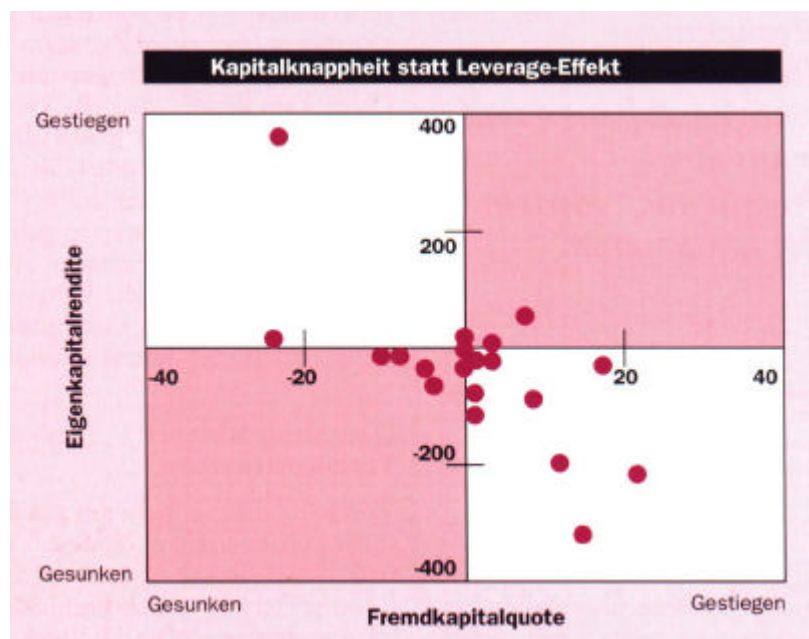


Abbildung 4: Sinkende Eigenkapitalrendite bei Fremdkapitalaufnahme
Zahlenangaben in Prozent
Quelle: Ockel, D. M.: Cash freisetzen statt neuer Kredite, in HBM 3/1999, S. 20

Bei dieser Langzeitstudie stellte sich heraus, daß Unternehmen zur Steigerung des Shareholder Values, in Erwartung des Leverage-Effektes, vermehrt Fremdkapital aufnehmen, um die Eigenkapitalrentabilität zu erhöhen. Dieser Effekt stellte sich nicht ein. Im Gegenteil, die Eigenkapitalrenditen sanken. Dies lag oft

daran, daß das neu aufgenommene Fremdkapital nicht in renditefördernde Maßnahmen investiert wurde, sondern nur zur Linderung der akuten Kapitalknappheit verwendet wurde. Es trat also ein negativer Leverage-Effekt auf.

Abhilfe könnte nach Ansicht Dirk Michael Ockels eine Senkung des Netto-Umlaufvermögens schaffen. Denn damit erhöht sich kurzfristig das verfügbare Kapital und die Verhandlungsposition gegenüber den Gläubigern verbessert sich, so daß Fremdkapital billiger aufgenommen werden kann.

1.3 Aktienrückkauf

Der Aktienrückkauf ist in Deutschland mit dem durch das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) vom 27.04.1998 eingeführten § 71 Abs. 1 Nr. 8 des Aktiengesetzes (AktG) erleichtert worden. (Vorher gültige Regelungen wurden bereits in der Hausarbeit „Aktien und Aktienrückkauf“ im Sommersemester 1999 vorgestellt, so daß hier nur auf die aktuelle Regelung eingegangen wird.)

Voraussetzungen für den Erwerb eigener Aktien sind:¹⁰

- Die Obergrenze von 10% des Grundkapitals wird nicht überschritten.
- Eine Bildung der Rücklage für eigene Anteile ist möglich.
- Der Ausgabebetrag auf die zurückzuerwerbenden Aktien ist voll eingezahlt und
- die Ermächtigung der Hauptversammlung zum Eigenerwerb liegt vor.

Finanzieren kann ein Unternehmen den Aktienrückkauf

- aus *überschüssiger Liquidität* oder
- durch *Fremdkapitalaufnahme*.¹¹

Unternehmen tätigen einen Aktienrückkauf, um den *Aktienkurs zu stützen*, denn dann steigt der Shareholder Value. Der Aktienrückkauf ist somit ein *Signalling-Instrument*, um eine bestehende Unterbewertung der Aktie zu beseitigen. Ausserdem kann der Aktienrückkauf als *Instrument zur Abwehr unerwünschter Übernahmen* verwendet werden oder im Gegenzug als *Transaktionswährung für Firmenkäufe* oder zur Beeinflussung der *Eigentümerstruktur*. Aber auch die Bedienung von *Vergütungs- und Beteiligungsmodellen* für Führungskräfte und Mitarbeiter als Motivationssteigerung kann als Grund für einen Aktienrückkauf vorliegen. Er ist auch ein wirksames *Instrument zur Finanzierung und Bilanzge-*

¹⁰ vgl. Scherrer, G.: S.1

staltung. Nicht nur Firmenkäufe können dadurch finanziert werden, sondern auch *überschüssige Liquidität* läßt sich so rentabel anlegen.

Eine *Verbesserung der Bilanzoptik* kann dadurch ebenfalls erreicht werden, da sich *Grund- und Eigenkapital verringern* und ein *höherer Gewinn pro Aktie* zu verzeichnen ist. Die *Gesamtkapitalrendite steigt* und bei Finanzierung mit Fremdkapital ist ein *positiver Leverage-Effekt* möglich. Außerdem hat ein Aktienrückkauf *steuerliche Vorteile* gegenüber einer Dividendenzahlung.^{12 13} Der Hauptgrund für einen Aktienrückkauf ist die Finanzierung von Akquisitionen, also die Verwendung als Transaktionswährung bei Firmenkäufen.

Wie kann nun ein Unternehmen seine eigenen Aktien zurückerwerben? Dafür gibt es verschiedene Rückkaufverfahren¹⁴. Zum einen besteht die Möglichkeit die Aktien durch einen *Rückkauf am offenen Markt*, also an der Börse, zu erwerben oder durch *Tender-Verfahren*, bei denen die Unternehmen ihren Aktionären ein öffentliches Rückkaufangebot unterbreiten und eine Prämie auf den Börsenkurs zahlen. Dies kann entweder aus einem

- *Festpreisangebot* (Fixed Price Tender Offer) oder einem
- *Auktionsverfahren* (Dutch Auction) bestehen.¹⁵

Das amerikanische Unternehmen Tektronix kündigte beispielsweise im Januar 2000 einen Aktienrückkauf in Form einer Dutch Auction an, wobei der Preis immer weiter reduziert wird, bis ein Angebot akzeptiert wird.¹⁶

Mögliche Probleme, die bei einem Aktienrückkauf entstehen können sind¹⁷,

- daß die *Kurssteigerungen nur kurzfristig* sind, da die fundamentalen Probleme bleiben,
- daß bei fremdfinanziertem Aktienrückkauf *Überschuldung* eintreten kann.

Zurückgekaufte Aktien können dann entweder vernichtet oder zu einem späteren Zeitpunkt an der Börse verkauft werden. Dabei dürfen keine zu großen Aktienpakete auf einmal angeboten werden, da sonst ein zu großer Kursverfall eintreten kann.¹⁸

¹¹ vgl. Frei, N. / Schlienkamp, C. [1998], S. 220

¹² vgl. Lückmann, R., [1999], S.20

¹³ vgl. Pellens, B. / Schremper, R. [1999]

¹⁴ vgl. Pellens, B. / Schremper, R. [1999]

¹⁵ vgl. von Rosen, R., [1999]

¹⁶ vgl. O. V. [4], [2000]

¹⁷ vgl. Wilke, S. [2000], S. 30

¹⁸ vgl. O. V. [1], [2000]

1.4 Shareholder Value

„Shareholder Value steht für den ökonomischen, das heißt von Bewertungs- und Ansatzwahlrechten des Rechnungswesens unbeeinflussten Wert des Eigenkapitals.“¹⁹

Entwickelt wurde dieses Konzept von den amerikanischen Unternehmensberatern Rappaport und Copeland/Koller/Murrin.²⁰

$$\text{Shareholder Value} = \text{Unternehmenswert} - \text{Fremdkapital}^{21}$$

Der Unternehmenswert entspricht der Summe der auf den Bewertungszeitpunkt abgezinsten freien Cash-flows und dem Restwert des Unternehmens am Ende des Prognosehorizontes.

Der freie Cash-flow, der Betrag über den die Unternehmensführung wirklich frei verfügen kann, errechnet sich wie folgt:

$$\text{Freier betrieblicher Cash-flow} = \text{Cash-flow} - \text{Investitionen ins Anlagevermögen} - \text{Erhöhung des Working Capital} - \text{Steuerzahlungen}$$

Die Diskontierung der zukünftigen Cash-flows erfolgt mittels des gewichteten Durchschnitts der Eigen- und Fremdkapitalkosten (WACC: weighted average cost of capital), so daß der Unternehmenswert mit folgender Formel dargestellt werden kann:²²

$$\text{Unternehmenswert} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Cash-flow}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Zielsetzung dieses betriebswirtschaftlichen Ansatzes ist erstens die Erhöhung des Unternehmenswertes und zweitens der Niederschlag dieser Wertsteigerung im Portfolio des Aktionärs. Dies äußert sich in hohen Dividendenzahlungen, Bezugsrechten²³ und Kursgewinnen an der Börse²⁴.

Die Wertsteigerung des Unternehmens kann zum einen langfristig nachhaltig oder aber auch kurzfristig substanzlos sein.

Eine nachhaltige Verbesserung des Unternehmenswertes kann durch Erfolgsfaktoren „in re“ erreicht werden. (Siehe Zulassungsarbeit: „Erfolgsfaktoren für den Shareholder Value“)

¹⁹ Löhnert, P., [1996], S. 16

²⁰ vgl. Damhorst, H. [1997], S. 39

²¹ vgl. Löhnert, P., [1996], S. 16

²² vgl. Rams, A., [1997], S. 217

²³ vgl. Frei, N. / Schlienkamp, C. [1998], S. 137

Dazu zählen:

- Kundenorientierung
- Wandlungsorientierung
- Kernkompetenzorientierung
- Mitarbeiterorientierung
- Netzwerkorientierung
- Wertschöpfungsorientierung

Der Aktienkurs spiegelt den Unternehmenswert an der Börse wider, allerdings gibt es hier Manipulationsmöglichkeiten. Diese zeigen sich in den Erfolgsfaktoren „in specie“:

- Länge des Prognosehorizontes
- Variation von Rückstellungen und Abschreibungen
- Minimierung der Kapitalkosten
- Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre

Hier kann nur eine kurzfristige substanzlose Erhöhung des Shareholder Values erreicht werden.

²⁴ vgl. Schmalen, H., [1996], S. 693

2. Die Beziehungen zwischen Leverage-Effekt, Verschuldungsgrad, Aktienrückkauf und Shareholder Value

2.1 Beziehung zwischen Verschuldungsgrad und Leverage-Effekt

Die Formel für den Leverage-Effekt beinhaltet den Verschuldungsgrad, so daß hier die Beziehung sehr offensichtlich ist.

Erhöht sich der Verschuldungsgrad, d.h. nimmt der Fremdkapitalanteil im Verhältnis zum Eigenkapitalanteil zu, so erhöht sich der Leverage-Effekt. Voraussetzung dafür ist allerdings, daß der Fremdkapitalzins unter der Gesamtkapitalrentabilität liegt.

2.2 Auswirkungen eines Aktienrückkaufs auf die übrigen Kennzahlen

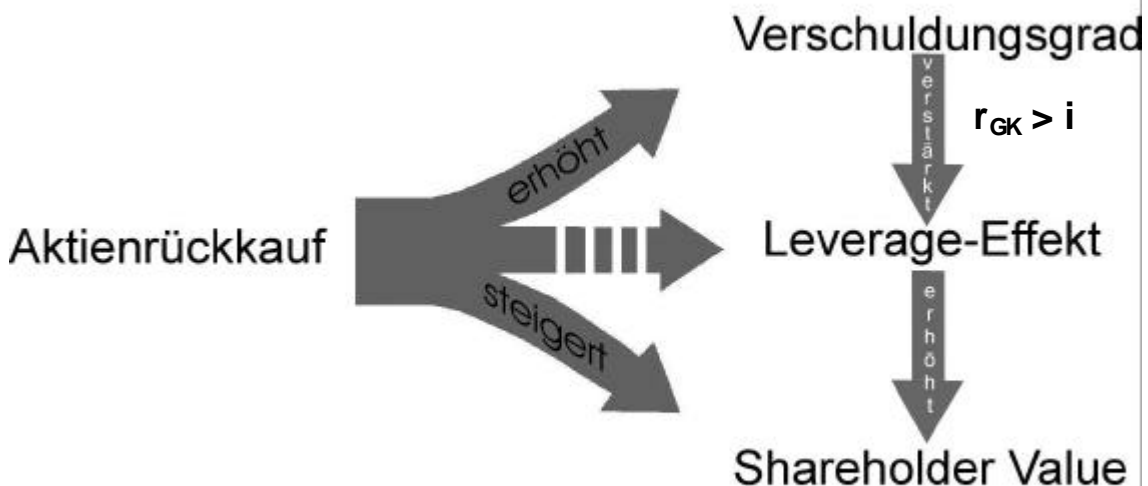


Abbildung 5: Beziehung zwischen Leverage-Effekt, Verschuldungsgrad, Aktienrückkauf und Shareholder Value

2.2.1 Bei Finanzierung aus überschüssiger Liquidität („relativer Ersatz“²⁵)

Ein Überschuß an Eigenkapital, der nicht anderweitig rentabel investiert werden kann, eröffnet die Möglichkeit eines Aktienrückkaufes, also das Zurückzahlen des Eigenkapitals an die Aktionäre. Die Auswirkungen für den Wert der Aktie sollen an einem Beispiel verdeutlicht werden.²⁶

Der Aktienwert berechnet sich aus dem Gewinn je Aktie und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

$$\text{Aktienwert} = \text{Gewinn je Aktie} \cdot \text{Kurs-Gewinn-Verhältnis}$$

Bilanz			
Aktiva		Passiva	
Vermögen	1.000.000 DM	Eigenkapital	
		Gezeichnetes Kapital	200.000 DM
		Kapitalrücklagen	100.000 DM
		Gewinnrücklagen	200.000 DM
		Fremdkapital	500.000 DM
Bilanzsumme	1.000.000 DM	Bilanzsumme	1.000.000 DM

Abbildung 6: Ausgangsbilanz

Die Eigenkapitalrendite $r_{EK} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} \cdot 100\%$ beträgt bei einem Gewinn von 50.000 DM und einem Eigenkapital von 500.000 DM 10 %. Geht man von einem Fremdkapitalzins von 5% aus, so belaufen sich die Kosten dafür auf 25.000 DM. Der Gewinn je Aktie berechnet sich aus Gewinn dividiert durch Anzahl der Aktien. Die Anzahl der Aktien beträgt hier bei einem Nennwert von 5 DM $200.000 \text{ DM} / 5 \text{ DM} = 40.000$ Stück. Somit ergibt sich ein Gewinn je Aktie von 1,25 DM. Bei einem KGV von beispielsweise 15 errechnet sich der Aktienwert mit 18,75 DM pro Aktie.

Um überschüssige, nur zu 5 % angelegte Liquidität abzubauen, kauft das Unternehmen nun zum Kurs von 18,75 DM 10 % der eigenen Aktien, also 4000 Stück, zurück.

Daraus ergibt sich dann folgende neue Bilanzstruktur: 75.000 DM werden auf der Aktivseite aus liquiden Mitteln auf eigene Aktien umgeschichtet und auf der

²⁵ Rams, A. [1997], S. 218

²⁶ vgl. Frei, N. / Schlienkamp, C. [1998], S. 219

Passivseite wird eine Rücklage für eigene Aktien gebildet und dafür die Gewinnrücklage reduziert.

Bilanz			
Aktiva		Passiva	
<i>Vermögen</i>		<i>Eigenkapital</i>	
4.000 eigene Aktien á 18,75 DM	75.000 DM	Gezeichnetes Kapital	200.000 DM
Sonstiges Vermögen	925.000 DM	Kapitalrücklagen	100.000 DM
		Rücklagen für 4.000 eigene Aktien	75.000 DM
		Gewinnrücklagen	125.000 DM
		<i>Fremdkapital</i>	500.000 DM
Bilanzsumme	1.000.000 DM	Bilanzsumme	1.000.000 DM

Abbildung 7: Bilanz nach Rückkauf von 4000 Aktien aus überschüssiger Liquidität

Der Gewinn pro Aktie verändert sich nun, da der Gewinn der Aktiengesellschaft um 5 % von 75.000 DM (fehlende Zinseinnahmen durch Anlage der überschüssigen Liquidität) von 50.000 DM auf 46.250 DM sinkt. Somit beträgt der neue Gewinn pro (umlaufender) Aktie $46.250 \text{ DM} / (40.000 - 4.000) = 1,285 \text{ DM}$. Ohne Veränderung des KGVs ergibt sich der neue Aktienwert zu $1,285 \text{ DM} \cdot 15 = 19,27 \text{ DM}$. Der Kurs ist also gestiegen und somit ist eine Wertsteigerung für die verbleibenden Aktionäre eingetreten. Der Shareholder Value hat sich durch den Rückkauf also erhöht, ob dies jedoch eine dauerhafte Wertsteigerung für den Aktionär ist, muß sich erst in der weiteren Entwicklung zeigen.

2.2.2 Bei Finanzierung durch Fremdkapitalaufnahme („absoluter Ersatz“²⁷)

Auch ohne überschüssige Liquidität ist ein Aktienrückkauf im Sinne des Shareholder Values günstig, wenn der Eigenkapitalanteil höher als notwendig ist, da dann durch Erhöhung des Fremdkapitals ein positiver Leverage-Effekt auftritt.²⁸ Dazu muß allerdings die Gesamtkapitalrentabilität über dem Zinssatz für Fremdkapital liegen.

Der durch Fremdkapitalaufnahme finanzierte Aktienrückkauf ergibt dann im Beispiel folgende neue Bilanzstruktur. Die Bilanz wird um 75.000 DM verlä-

²⁷ Rams, A. [1997], S. 218

²⁸ vgl. Frei, N. / Schlienckamp, C. [1998], S. 216

gert, wobei auf der Aktivseite ein Posten eigene Aktien angelegt wird und auf der Passivseite das Fremdkapital um 75.000 DM erhöht wird.

Bilanz			
Aktiva		Passiva	
<i>Vermögen</i>		<i>Eigenkapital</i>	
4.000 eigene Aktien á 18,75 DM	75.000 DM	Gezeichnetes Kapital	200.000 DM
Sonstiges Vermögen	1.000.000 DM	Kapitalrücklagen	100.000 DM
		Rücklagen für 4.000 eigene Aktien	75.000 DM
		Gewinnrücklagen	125.000 DM
		<i>Fremdkapital</i>	575.000 DM
Bilanzsumme	1.075.000 DM	Bilanzsumme	1.075.000 DM

Abbildung 8: Bilanz nach Rückkauf von 4000 Aktien durch Fremdkapitalaufnahme

Auch in diesem Fall geht der Gewinn der Aktiengesellschaft zurück auf 46.250 DM, da für das neu aufgenommene Fremdkapital Zinsen in Höhe von 5 % von 75.000 DM gezahlt werden müssen. Somit ergibt sich bei den 36.000 bei den Aktionären verbleibenden Aktien wie nach vorheriger Rechnung wiederum ein Gewinn je Aktie von 1,285 DM. Bei gleichbleibendem KGV ergibt sich also auch hier wieder eine Kurssteigerung auf 19,27 DM und somit eine Steigerung des Shareholder Values.

Der Verschuldungsgrad erhöht sich im Beispiel von $500.000 \text{ DM} / 500.000 \text{ DM} = 1$ auf $575.000 \text{ DM} / 500.000 \text{ DM} = 1,15$, so daß dann der Leverage-Effekt zu einer höheren Eigenkapitalrentabilität führen könnte.

Auch in der Praxis konnte man dies bereits verfolgen. Beispielsweise erhöhte IBM die Dividende um neun Prozent und kündigte einen Aktienrückkauf in Höhe von 3,5 Milliarden Dollar an. Daraufhin stieg der Aktienkurs innerhalb einer Woche um knapp ein Viertel. Problematisch ist allerdings die Verschuldung mit 30 Milliarden Dollar und nur einem Eigenkapital von 19,4 Milliarden Dollar. Dies entspricht einem Verschuldungsgrad von 1,55.²⁹

²⁹ vgl. O. V. [2], [1999]

2.2.3 Zusammenfassung

Ein Aktienrückkauf, der das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital verändert, also eine Erhöhung des Verschuldungsgrades verursacht, ruft einen positiven Leverage-Effekt hervor, wenn die Gesamtkapitalrentabilität über dem Fremdkapitalzins liegt. Somit erhöht sich also die Rendite des verbleibenden Eigenkapitals. Da die durchschnittlichen Kapitalkosten sinken, steigt der Unternehmenswert. Können sich am Aktienmarkt dann noch dadurch hervorgerufene Kurssteigerungen durchsetzen, so führt dies zu einer Steigerung des Shareholder-Values.³⁰

Problematisch wird es allerdings, wenn der Verschuldungsgrad so weit ansteigt, daß keine weitere Fremdkapitalaufnahme mehr möglich ist, oder nur noch zu sehr schlechten Konditionen, da die Gläubiger ein zu hohes Risiko in dem Unternehmen sehen. Es besteht die Gefahr der Überschuldung. Der Leverage-Effekt wirkt dann in negativer Richtung, das heißt zusätzliche Fremdkapitalaufnahme verschlechtert die Eigenkapitalrentabilität. Das kann sogar soweit führen, daß die notwendigen Zinszahlungen für das Fremdkapital das Eigenkapital verringern.

Ein Aktienrückkauf ist also nur dann sinnvoll, wenn überschüssige Liquidität vorhanden ist, oder eine Fremdkapitalaufnahme den Verschuldungsgrad nicht so weit erhöht, daß eine Überschuldung eintritt.

Ob die Erhöhung des Shareholder Values durch einen Aktienrückkauf langfristiger Natur ist, hängt davon ab, ob die Aktienkurssteigerung auch den tatsächlichen Wert des Unternehmens widerspiegelt.

³⁰ vgl. Rams, A. [1997], S. 218

Literaturverzeichnis

- **Bea, Franz Xaver / Dichtl, Erwin / Schweitzer, Marcell:** Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Band 3: Leistungsprozeß, 6., neubearbeitete Auflage, Stuttgart, Jena: G. Fischer 1994
- **Bestmann, Uwe:** Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 6., überarbeitete und erweiterte Auflage, München, Wien: Oldenbourg 1992
- **Beyer, Horst-Tilo / Bestmann, Uwe:** Finanzlexikon, 2., völlig neubearbeitete und erweiterte Auflage, München: Vahlen 1989
- **Bitz, Michael u.a.:** Vahlens Kompendium der Betriebswirtschaftslehre, 4., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage, München: Vahlen 1998
- **Damhorst, Hubert:** Marktorientierte langfristige Finanzplanung: Grundlagen und Analyse ausgewählter Optimierungsansätze, Köln: Eul 1997
- **Deutsche Bundesbank:** Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1996, Statistische Sonderveröffentlichung 5, März 1999
- **Frei, Norbert / Schlienkamp, Christoph:** Aktie im Aufwind: von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden: Gabler 1998
- **Hahn, Oswald:** Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, München, Wien: Oldenbourg 1990
- **Juesten, Wolfgang / Villiez, Christian Frhr. von:** Cash-flow und Unternehmensbeurteilung: ermöglicht die Cash-flow-Rechnung eine Schnell-Analyse?, 6. Auflage, Berlin: Erich Schmidt 1992
- **Küting, Karlheinz / Lorson, Peter:** Die schleichende Amerikanisierung deutscher Unternehmen: Die Chancen und Gefahren des Shareholder Value, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 278, 29.11.1999, S. 28
- **Löhnert, Peter:** -Shareholder Value- Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland: Eine Untersuchung unter Berücksichtigung strategischer Implikationen, München: VVF 1996
- **Lückmann, Reinhard:** Treibsatz für müde Aktienkurse, in: Handelsblatt Nr. 15, 22.01.1999, Seite 20
- **Ockel, Dirk Michael:** Cash freisetzen statt neuer Kredite, in: Harvard Business Manager 3/1999, S. 19 – 25
- **O. V. [1]:** Aktienrückkauf: Was Unternehmen und Aktionäre davon haben, URL: <http://finanzen.focus.de/D/DS/DSE/DSE16/dse16.htm>, Abrufdatum: 24.09.2000
- **O. V. [2]:** Aktienrückkäufe stimulieren IBM, in: Berliner Zeitung, 29.04.1999
- **O. V. [3]:** Würth will in diesem Jahr 10 Milliarden DM umsetzen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 109, 11.05.2000, S. 24
- **O. V. [4]:** Tektronix will buy back shares in Dutch auction to fund expansion, in: The Oregonian, 27.01.2000

- **Pellens, Bernhard / Schremper, Ralf:** Erwerb eigener Aktien, URL: <http://www.iur.ruhr-uni-bochum.de/forschung/aktienrueckkauf.html>, 01.04.1999, Abrufdatum: 27.08.2000
- **Rams, Andreas:** Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, in: Die Bank 4/1997, S. 216 - 221
- **Rappaport, Alfred:** Shareholder Value: Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1994
- **Rosen, Rüdiger von:** Der Aktienrückkauf, URL: http://www.pribag.de/print/07_99/inhalt.htm, Abrufdatum: 08.10.2000
- **Scherrer, Gerhard:** Aktienrückkauf-Bilanzierung, URL: <http://www.wiwi.uni-regensburg.de/scherrer/edu/opi/aktienrueckkauf.html>, 19.10.1998, Abrufdatum: 24.09.2000
- **Schmalen, Helmut:** Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft: Studienausgabe, 10. Auflage Köln: Wirtschaftsverlag Bachem 1996
- **Wilke, Svenja:** Aktienrückkauf ist oft nur Kurskosmetik, in: Handelsblatt Nr. 90, 10.05.2000, S. 30
- **Wöhe, Günther:** Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18., überarbeitete und erweiterte Auflage, München: Vahlen 1993



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>