

Marliese Uhrig-Homburg

Fremdkapitalkosten,  
Bonitätsrisiken  
und optimale  
Kapitalstruktur



Deutscher Universitäts-Verlag

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis . . . . .	XV
Tabellenverzeichnis . . . . .	XIX
Symbolverzeichnis . . . . .	XXI
<b>1 Die Finanzierungsbeziehungen zwischen Kapitalgeber und -nehmer</b>	<b>1</b>
1.1 Vertragstheoretische Aspekte von Finanzierungsbeziehungen . . . . .	10
1.2 Bewertungstheoretische Aspekte von Finanzierungsbeziehungen . . . . .	17
<b>2 Theorie der Bewertung ausfallgefährdeter Forderungstitel bei exogem Konkurs</b>	<b>23</b>
2.1 Analyse der Beziehung zwischen Bonitätsklasse und geforderter Rendite	25
2.1.1 Die Modellökonomie . . . . .	26
2.1.2 Das Ausfallrisiko von Bonitätsklassen . . . . .	28
2.1.3 Anforderungen an die risikolosen und risikobehafteten Zinsstrukturkurven . . . . .	31
2.1.3.1 Monotonie der risikolosen Diskontfunktion in der Fristigkeit . . . . .	31
2.1.3.2 Monotonie der risikobehafteten Diskontfunktion in der Fristigkeit . . . . .	32
2.1.3.3 Beziehungen zwischen Diskontfunktionen verschiedener Bonitätsklassen . . . . .	33
2.1.3.4 Unterschiedliche Schuldner in einer Bonitätsklasse . . . . .	36
2.1.4 Terminpreise und Terminzinssätze . . . . .	36

- 2.1.4.1 Der Terminpreis einer Anleihe . . . . . 37
- 2.1.4.2 Implizite Terminzinssätze . . . . . 39
- 2.1.5 Zwischenergebnisse . . . . . 42
- 2.2 Modellierung des Ausfalls als exogenes Ereignis ohne Bezug zu  
fundamentalen Unternehmensdaten . . . . . 43
  - 2.2.1 Grundprinzip der Modellierung . . . . . 44
  - 2.2.2 Beispiele . . . . . 52
    - 2.2.2.1 Modelle mit unabhängigem Zins- und Ausfallrisiko bei  
konstanter Konkursquote . . . . . 53
    - 2.2.2.2 Unabhängigkeit zwischen Zinsrisiko und Zeitdimension  
des Ausfallrisikos bei stochastischer Konkursquote . . . . . 64
    - 2.2.2.3 Berücksichtigung von Korrelationen zwischen Zins- und  
Ausfallrisiko . . . . . 68
  - 2.2.3 Beurteilung . . . . . 73
- 2.3 Ableitung der Renditeforderung auf Basis der Dynamik des  
Unternehmenswertes . . . . . 74
  - 2.3.1 Grundprinzip der Modellierung und die Beziehung zu  
Reduktionsmodellen . . . . . 75
  - 2.3.2 Beispiele . . . . . 81
    - 2.3.2.1 Das Grundmodell von Merton und frühe Erweiterungen . . . . . 81
    - 2.3.2.2 Exogener Ausfall und Integration des Zinsrisikos . . . . . 84
  - 2.3.3 Beurteilung . . . . . 88

**3 Theorie der Bewertung ausfallgefährdeter Forderungstitel bei endo-  
genem Konkurs** . . . . . 91

- 3.1 Der optimale Ausfallzeitpunkt aus Sicht des Kapitalnehmers in  
friktionslosen Märkten . . . . . 98
  - 3.1.1 Der risikolose Marktwert als Gläubigeranspruch . . . . . 101
  - 3.1.2 Der Buchwert als Gläubigeranspruch . . . . . 101

3.2	Die Integration von Zahlungsunfähigkeit als Ausfallursache . . . . .	108
3.2.1	Berücksichtigung von Transaktionskosten bei der Emission von Eigenkapital . . . . .	109
3.2.1.1	Die Modellannahmen . . . . .	109
3.2.1.2	Der Wert des Eigenkapitals . . . . .	115
3.2.1.3	Das optimale Ausfallniveau . . . . .	120
3.2.1.4	Ökonomische Interpretation der möglichen Ausfallereignisse . . . . .	122
3.2.1.5	Komparativ statische Analyse des optimalen Ausfallniveaus . . . . .	126
3.2.1.6	Insolvenzstatbestände als Einschränkung des Handlungsspielraums der Aktionäre . . . . .	135
3.2.2	Asymmetrische Informationsverteilung als Erklärungsansatz . . . . .	138
3.2.2.1	Die Grundidee des Modells von Myers/Majluf . . . . .	139
3.2.2.2	Interpretation der asymmetrischen Informationskosten als Eigenkapitalemissionskosten . . . . .	141
<b>4</b>	<b>Gestaltungstheorie der Bonitätsrisiken</b>	<b>157</b>
4.1	Der Einfluß unternehmerischer Entscheidungen auf das Bonitätsrisiko und die Fremdkapitalkosten . . . . .	159
4.1.1	Der Einfluß der Modellierung des Ausfallereignisses auf die Bonitätsspreads . . . . .	160
4.1.1.1	Spread des Konsolbonds . . . . .	161
4.1.1.2	Die Fristigkeitsstruktur der Zinssätze . . . . .	166
4.1.1.3	Default Swap Spreads . . . . .	172
4.1.2	Ausstattungsmerkmale der Forderungstitel und Bonitätsspreads	176
4.1.3	Unternehmerisches Risiko und Bonitätsspreads . . . . .	181
4.2	Die optimale Kapitalstruktur . . . . .	185
4.2.1	Kapitalstrukturdiskussion im Überblick . . . . .	187

4.2.2	Kapitalstruktur und Berücksichtigung von Zahlungsunfähigkeit . . . . .	19
4.2.2.1	Ausfallursache im Finanzierungsoptimum . . . . .	19
4.2.2.2	Eigenkapitalemissionskosten und optimale Kapitalstruktur . . . . .	19
4.2.2.3	Komparativ statische Analyse der optimalen Kapitalstruktur . . . . .	20
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>21</b>
	<b>Anhang A</b>	<b>22</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>22</b>