

Lee, Michael

**Article**

## Auswirkung des Leasings auf die Fremdkapitalkapazität

Leasing - Wissenschaft & Praxis

**Provided in Cooperation with:**

Universität zu Köln, Forschungsinstitut für Leasing

*Suggested Citation:* Lee, Michael (2010) : Auswirkung des Leasings auf die Fremdkapitalkapazität, Leasing - Wissenschaft & Praxis, ISSN 1611-4558, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Köln, Vol. 8, Iss. 2, pp. 53-70

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/60320>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Auswirkung des Leasings auf die Fremdkapitalkapazität

Michael Lee<sup>#</sup>

<b>Gliederung</b>	<b>Seite</b>
1. Einleitung	54
2. Begriffsdefinitionen	55
2.1 Leasing	55
2.2 Besicherter Kredit	55
2.3 Kapitalgeber / -nachfrager	56
3. Rechtliche Behandlung der beiden Fremdfinanzierungsformen	56
3.1 US-amerikanischer Rechtsraum	56
3.2 Deutscher Rechtsraum	57
3.3 Vergleich	58
4. Studie von Eisfeldt / Rampini (2009)	59
4.1 Grundlegende Vorgehensweise	59
4.2 Theoretisches Modell	59
4.2.1 Allgemeine Formulierung	59
4.2.2 Implikationen	62
4.3 Empirische Prognosen und Ergebnisse	63
4.3.1 Datengrundlage	63
4.3.2 Empirische Prognosen	63
4.3.3 Empirische Ergebnisse	65
5. Fazit	68
6. Literaturverzeichnis	68

<sup>#</sup> Studierender der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln im Diplom-Studiengang.

## 1. Einleitung

Der 2009 veröffentlichte Aufsatz "Leasing, Ability to Repossess, and Debt Capacity" der Autoren Andrea L. Eisfeldt und Adriano A. Rampini beschäftigt sich mit der Frage, ob vertragliche und rechtliche Unterschiede zwischen Leasing und besichertem Kredit existieren, die das Leasing in gewissen Situationen als vorteilhafter erscheinen lassen. Die zentrale These von Eisfeldt / Rampini (2009) lautet, dass das Leasing gegenüber dem besicherten Kredit den Vorteil hat, dass es für den Leasinggeber im Vergleich zum Kreditgeber einfacher ist, das Leasingobjekt im Insolvenzfall wieder in Besitz zu nehmen. Dabei stützen sie ihre These auf die rechtliche Situation in den USA, die den deutschen Rahmenbedingungen ähnelt. Sie schließen daraus, dass die Verschuldungskapazität beim Leasing höher ist als beim besicherten Kredit. Umgekehrt werden als wesentlicher Nachteil des Leasings im Vergleich zum besicherten Kredit Agencykosten, die durch die Trennung von Eigentum und Besitz entstehen, identifiziert. Ferner stellen Eisfeldt / Rampini (2009) die Behauptung auf, dass Unternehmen, die finanziell eingeschränkt oder angeschlagen sind, ihr Anlagevermögen eher über Leasing finanzieren als solche, die finanziell unter kaum oder keinerlei Einschränkungen zu leiden haben. Diese Hypothesen werden im Rahmen eines theoretischen Modells abgeleitet und empirisch überprüft.

Das weitere Vorgehen dieser Arbeit ist wie folgt. Zunächst werden in Kapitel 2 einige einleitende Begriffsdefinitionen gegeben, die zum näheren Verständnis beitragen. In Kapitel 3 wird dann kurz die Behandlung von Leasing und besichertem Kredit im deutschen Rechtsraum sowie im US-amerikanischen Rechtsraum erläutert. Im Anschluss daran wird die Studie von Eisfeldt / Rampini (2009), bestehend aus dem theoretischen Modell und den empirischen Ergebnissen, ausführlich dargestellt. Das letzte Kapitel gibt ein abschließendes Fazit.

## **2. Begriffsdefinitionen**

### **2.1 Leasing**

Unter Leasing versteht man ein für einen bestimmten Zeitraum abgeschlossenes miet- oder pachtähnliches Verhältnis zwischen einem Leasinggeber und einem Leasingnehmer.<sup>1</sup> Der Leasingvertrag beinhaltet eine Gebrauchsüberlassung von Leasingobjekten für einen bestimmten Zeitraum. Der Leasingnehmer muss, um das Leasingobjekt weiter nutzen zu können, einen regelmäßigen (i.d.R. monatlichen) Beitrag zahlen. Ansonsten ist er zur Herausgabe des Objektes an den Leasinggeber verpflichtet.

Man unterscheidet zwischen dem Operate-Leasing und dem Finance-Leasing, wobei der Unterschied zwischen den beiden Leasingformen in dem Verpflichtungscharakter des Leasingvertrages liegt.<sup>2</sup> Das Operate-Leasing ist ein kurzfristiger Leasingvertrag. Dabei kann der Leasingnehmer seine Kapazität an kurzfristige Schwankungen anpassen, während der Leasinggeber nur Güter anbieten wird, die er problemlos an verschiedene Leasingnehmer vermieten kann. Das Finance-Leasing hat im Gegensatz dazu einen langfristigen Charakter. Der Leasingvertrag ist in diesem Fall innerhalb einer Grundmietzeit nicht kündbar und typische Eigentümersrisiken gehen auf den Leasingnehmer über.<sup>3</sup>

### **2.2 Besicherter Kredit**

Bei einem besicherten Kredit erwirbt ein Kreditnehmer das gewünschte Objekt (PKW, Maschine, EDV, etc.) mit Hilfe der ihm von einem Kreditgeber zur Verfügung gestellten Kreditsumme. Kann der Kreditnehmer dem Kreditgeber die Kreditsumme nicht zurückzahlen, kann der Kreditgeber das Objekt teilweise oder vollständig wieder in Besitz nehmen. Alternativ kann es auch sein, dass der Kreditnehmer dem Kreditgeber bestimmte Vermögensgegenstände oder Wirtschaftsgüter als Sicherheit für den Kredit zusichert, beispielsweise wertvolle bewegliche Sachen oder einen Teil des Grundbesitzes. Sollte der Kreditnehmer seiner Verpflichtung, den Kredit zurückzuzahlen, nicht nachkommen, erhält der

---

<sup>1</sup> Vgl. Olfert / Reichel (2005), S. 342.

<sup>2</sup> Vgl. Olfert / Reichel (2005), S. 343.

<sup>3</sup> Vgl. Olfert / Reichel (2005), S. 344.

Kreditgeber die Sicherheit zurück und kann sie veräußern, um den Anspruch auf die Kreditsumme zu befriedigen.<sup>4</sup>

### **2.3 Kapitalgeber / -nachfrager**

Im weiteren Verlauf dieser Arbeit bezieht sich der Begriff des Kapitalgebers allgemein auf dasjenige Wirtschaftssubjekt, das Kapital zur Verfügung stellt. In dem hier vorgegebenen Rahmen trifft das sowohl auf den Leasinggeber als auch auf den Kreditgeber zu.

Der Kapitalnachfrager auf der anderen Seite benötigt gewisse Gebrauchsgüter und besorgt sich diese entweder durch käuflichen Erwerb oder durch Leasing bei dem Kapitalgeber. Üblicherweise findet diese Transaktion auf Unternehmensebene statt.

## **3. Rechtliche Behandlung der beiden Fremdfinanzierungsformen**

### **3.1 US-amerikanischer Rechtsraum**

Im US-amerikanischen Insolvenz- und Handelsrecht wird zwischen echtem Leasing und einem als Leasing „getarnten Sicherungsrecht“ unterschieden. In letzterem Fall wird durch die Gebrauchsüberlassung lediglich ein Sicherungsrecht an dem Objekt festgelegt.

Ein echter Leasingvertrag ist nach US-Handelsrecht ein noch zu vollziehender Vertrag. Das tatsächliche Eigentum verbleibt bei dem Leasinggeber. Nach Kapitel 11 des US-Insolvenzrechts ist der Leasingnehmer nach Stellung eines Insolvenzantrags dazu verpflichtet, den Vertrag entweder anzunehmen oder abzulehnen. Eine Annahme des Vertrags impliziert, dass der Leasingnehmer (weiterhin) die festgelegten Leasingraten an den Leasinggeber leisten muss. In diesem Fall wird der Leasingvertrag bindend. Wird der Leasingvertrag abgelehnt, ist der Leasingnehmer dazu verpflichtet, das Leasingobjekt an den Leasinggeber zurückzugeben.

---

<sup>4</sup> Vgl. Wöhe / Bilstein (2002), S. 295.

Handelt es sich bei dem geschlossenen Leasingvertrag jedoch um einen Vertrag, der primär auf ein Sicherungsrecht des Leasinggebers abstellt, wird der Leasinggeber rechtlich wie ein Kreditgeber eines besicherten Kredits behandelt. In diesem Fall wird der Leasingnehmer Eigentümer des betreffenden Objekts und selbiges fällt im Insolvenzfall dann unter die so genannte "Automatic Stay", einer Art Vollstreckungssperre, die einseitige Maßnahmen der Gläubiger zur Schuldeneintreibung von insolventen Schuldern und Geltendmachung von Sicherungsrechten blockiert. Der Schuldner darf das betreffende Objekt weiterhin verwenden.

Folglich ist der Kapitalgeber im Falle eines gerichtlich anerkannten „echten Leasings“ rechtlich geschützter als im Falle eines „lease intended as a security“. Da sich Leasinggeber in manchen Fällen nicht sicher sind, ob es sich bei den geschlossenen Leasingverträgen wirklich um echte Leasingverträge handelt, nutzen Leasingnehmer diese Unsicherheit gelegentlich, um vor Gericht den Leasingvertrag in ihrem eigenen Interesse als verdeckte Sicherung durchzusetzen.<sup>5</sup> Nicht zuletzt aus diesem Grund bemühen sich Leasinggeber darum, dass die Leasingverträge, an denen sie beteiligt sind, gerichtlich als echte Leasingverträge anerkannt werden.

Im US-amerikanischen Steuer- und Bilanzrecht wird unterschieden, welche Seite das betreffende Objekt für steuerliche und bilanzpolitische Zwecke abschreibt und somit das wirtschaftliche Eigentum an dem Objekt hat. Dabei werden Operate-Leasingverträge in der Regel als echte Leasingverträge anerkannt, während Finance-Leasingverträge im steuerlichen Sinne oft als gewöhnliche Kaufverträge mit Eigentumsvorbehalt angesehen werden, da in diesem Fall Eigentümerrisiken auf den Leasingnehmer abgewälzt werden und selbigem damit das Eigentum quasi übertragen wird.

### **3.2 Deutscher Rechtsraum**

Der Leasinggeber ist im deutschen Rechtsraum in den meisten Fällen wirtschaftlicher und rechtlicher Eigentümer des Leasingobjektes, da er sowohl die Risiken als auch die Chancen eines Wertverlustes bzw. einer Wertsteigerung

---

<sup>5</sup> Vgl. Mayer (2005), S.1.

besitzt.<sup>6</sup> Im Falle der Insolvenz des Leasingnehmers hat der Leasinggeber ein Aussonderungsrecht gemäß § 47 der Insolvenzordnung. Er ist also kein Insolvenzgläubiger und kann geltend machen, dass das Leasingobjekt nicht zur Insolvenzmasse des Leasingnehmers gehört. Folglich kann er den Leasingvertrag fristlos kündigen und die Herausgabe des Leasingobjektes verlangen, sofern der Zahlungsverzug nach Antrag auf die Eröffnung des Insolvenzverfahrens eingetreten ist.<sup>7</sup> Dadurch hat er einen rechtlichen Vorteil gegenüber dem Geldgeber im Falle eines besicherten Kredits, der lediglich Sicherungseigentum an einer dem Kreditnehmer gehörenden beweglichen Sache erhält. Der Kreditgeber erhält dadurch nur ein Absonderungsrecht gemäß §§ 49 ff. der Insolvenzordnung. Als Insolvenzgläubiger werden seine Ansprüche durch die entsprechende anteilige Verwertung der Insolvenzmasse des Kreditnehmers befriedigt. Der Leasinggeber kann das jeweilige Objekt folglich im Allgemeinen schneller und ohne größeren Wertverlust verwerten.

Auch im deutschen Steuerrecht gibt es Kriterien für die Anerkennung eines echten Leasingvertrages. Zu Vertragsbeginn darf nicht feststehen, dass dem Leasingnehmer zum Vertragsende das tatsächliche Eigentum übertragen wird. Sollte dies dennoch der Fall sein, wird der Leasingvertrag steuerrechtlich als Mietkaufvertrag behandelt.

### **3.3 Vergleich**

Im US-amerikanischen Recht können die Schuldner Aufgaben übernehmen, die in Deutschland Insolvenzverwaltern zustehen. Zum Beispiel können sie noch zu erfüllende Verträge mit Zustimmung des Insolvenzgerichts ablehnen oder weiterführen. Verwalter von außen werden dabei in den USA selten herangezogen.

Im Gegensatz zum US-amerikanischen „Automatic Stay“ werden die Gläubiger im deutschen Recht teilweise für eine verzögerte Verwertung kompensiert. Gemäß § 169 InsO erhalten die Gläubiger im Falle besitzloser Mobiliarsicherheiten die geschuldeten Zinsen aus der Insolvenzmasse, sollte der Sicherungsgegenstand nach dem Berichtstermin noch nicht verwertet sein.

---

<sup>6</sup> Vgl. Hagenmüller / Stoppok (1988), S.30.

<sup>7</sup> Vgl. § 112 InsO.

## **4. Studie von Eisfeldt / Rampini (2009)**

### **4.1 Grundlegende Vorgehensweise**

Nachdem im vorherigen Kapitel zur rechtlichen Behandlung von Leasing und besichertem Kredit in den USA und Deutschland bereits geschildert wurde, weshalb es für den Leasinggeber einfacher ist, das Leasingobjekt wieder in Besitz zu nehmen, werden in den folgenden Abschnitten die weiteren Behauptungen der Autoren auf Stichhaltigkeit überprüft. Kapitel 4.2 stellt das theoretische Modell von Eisfeldt / Rampini (2009) vor und enthält unter anderem einige ausführlichere Schilderungen des Agencyproblems, das beim Leasing auftritt. In Kapitel 4.3 schließlich werden das Leasing und einige Unternehmenskennziffern, die den Grad der finanziellen Einschränkung eines Unternehmens darstellen sollen, auf wechselseitige Abhängigkeiten hin überprüft.

### **4.2 Theoretisches Modell**

#### **4.2.1 Allgemeine Formulierung**

Eisfeldt / Rampini (2009) stellen ein Modell auf, um eine theoretische Grundlage für die Erfassung des Vorteils, den ein Leasinggeber gegenüber dem Geldgeber eines besicherten Kredits hat, aufzustellen.<sup>8</sup>

Die Ökonomie, die im vorliegenden Modell theoretisch abgebildet wird, hat zwei Zeitpunkte ( $t_1=0$  und  $t_2=1$ ). Es gibt in dieser Ökonomie eine Menge von Kapitalnachfragern, die sich in ihrer jeweiligen Ausstattung mit liquiden Finanzmitteln unterscheiden. Die Höhe der den einzelnen Kapitalnachfragern zur Verfügung stehenden liquiden Mittel beeinflusst deren Entscheidung, Wirtschaftsgüter käuflich mit Hilfe eines Kredites zu erwerben oder zu leasen. Dabei sind käuflich erworbene Objekte und geleaste Objekte im Hinblick auf die Produktivität des Unternehmens vollkommen durcheinander substituierbar. Diese vollkommene Substituierbarkeit ist in der empirischen Literatur umstritten. Yan (2006) findet in empirischen Untersuchungen heraus, dass die Annahme einer Substituierbarkeit nicht abgelehnt werden kann. Die Substituierbarkeit sei dem-

---

<sup>8</sup> Vgl. auch im Folgenden Eisfeldt / Rampini (2009).



nach stärker ausgeprägt bei Unternehmen, die mehr unter asymmetrischen Informationen bzw. Agencykosten zu leiden haben.<sup>9</sup> Das Thema der Agencykosten wird im späteren Verlauf der Arbeit erneut aufgegriffen. Produktionsgüter unterliegen im Zeitablauf einer Abnutzung, müssen also mit einer bestimmten Rate abgeschrieben werden. Ferner kann es in Zeitpunkt  $t_2=1$  annahmegemäß zu zwei möglichen Umweltzuständen für die einzelnen Kapitalnachfrager kommen. Zum einen ist ein Zustand niedriger liquider Mittel möglich, zum anderen kann es zu hohen liquiden Mitteln kommen. Lediglich im Falle hoher liquider Finanzmittel wird im Modell ein Cash-Flow generiert.

Im weiteren Verlauf der Modellformulierung wird mit Hilfe von Nebenbedingungen unter anderem festgelegt, dass im Falle eines besicherten Kredits, bei dem das Objekt als Sicherheit des Kredits fungiert, der Kreditgeber nur einen bestimmten Bruchteil des abbeschriebenen Objektes wieder in Besitz nehmen kann. Der restliche Teil geht dabei verloren und stellt somit einen Wohlfahrtsverlust dar. Die Wiederinbesitznahme des Objekts ist dabei das einzig wirksame Druckmittel, das dem Kreditgeber gegenüber dem Kreditnehmer im Falle einer teils oder ganz ausbleibenden Zurückzahlung der Kreditsumme zur Verfügung steht. Ansonsten ist er nicht dazu in der Lage, selbigen zur Zurückzahlung der Schuld zu zwingen.<sup>10</sup>

Eine weitere Nebenbedingung hält fest, dass im Falle niedriger liquider Finanzmittel die Zurückzahlung durch den Kreditnehmer durch Wiederinbesitznahme des Objekts erfolgt. Dabei kann der Kreditgeber höchstens so viel Kapital zurückfordern, wie der Kreditnehmer besitzt. Im guten Umweltzustand sind die liquiden Mittel annahmegemäß derart hoch, dass die Zurückzahlung ausschließlich durch den Cash-Flow erfolgen kann.

Zudem müssen Anreize dafür geschaffen werden, dass Kapitalnachfrager den Umweltzustand möglichst wahrheitsgemäß darstellen.

Die Auswirkungen bei Einsatz von Leasing werden ebenfalls formal festgehalten. Im Gegensatz zum besicherten Kredit, bei dem es im Falle der Wieder-

---

<sup>9</sup> Vgl. Yan (2006), S. 24.

<sup>10</sup> Vgl. Kiyotaki / Moore (1997), S. 211.

inbesitznahme von Kapital zu einem Wohlfahrtsverlust kommt, kann der Leasinggeber in Zeitpunkt  $t_2=1$  das abgeschriebene Objekt ohne Wohlfahrtsverlust wieder in Besitz nehmen, wodurch der Leasinggeber den Autoren nach einen bedeutenden Vorteil gegenüber dem Kreditgeber hat. Ein weiterer Vorteil liege in einem impliziten Kredit, den das Leasing beinhaltet. Dieser implizite Kredit verkörpert die zusätzliche Verschuldungskapazität, die das Leasing gegenüber dem besicherten Kredit ermöglicht.

Der leichteren Wiederinbesitznahme des Objekts steht allerdings das Problem gegenüber, dass beim Leasing Eigentum und Besitz getrennt werden. Der Besitzer des geleasteten Objekts ist nicht der Eigentümer, sondern mietet das Kapital lediglich für einen bestimmten Zeitraum. Dies stellt ein Agencyproblem dar, bei dem der Leasinggeber den Prinzipal und der Leasingnehmer den Agenten darstellt. Insbesondere der Prinzipal kann nicht vollständig sicherstellen, dass der Agent optimale Entscheidungen aus seiner Sicht trifft.<sup>11</sup> Er muss sogar davon ausgehen, dass der Agent eine für den Prinzipal suboptimale Situation herbeiführt, die der Agent nicht in Kauf genommen hätte, wenn er an der Stelle des Prinzipals gewesen wäre. Da der Leasingnehmer keinerlei Eigentümerrechte an dem Restwert des Leasingobjekts nach der Nutzungsdauer hat, wird er versuchen, das Objekt nutzenmaximal für sich zu gebrauchen. Daher muss bezweifelt werden, dass der Besitzer das geleaste Objekt mit derselben Sorgfalt behandelt, wie es der Eigentümer tun würde.<sup>12</sup> Um eine sorgfältigere Nutzung des geleasteten Objekts sicherzustellen, kann der Leasinggeber bestimmte Kontrollkosten in Kauf nehmen, um die Aktivitäten des Leasingnehmers genauer zu überwachen.<sup>13</sup> Diese Möglichkeit wird in dem vorliegenden Modell allerdings nicht weiter in Erwägung gezogen. Aufgrund des oben ausführlich beschriebenen Agencyproblems wird die Abschreibungsrate im Leasingfall als höher eingeschätzt und festgelegt als diejenige im Falle eines besicherten Kredits. Die überaus kritische Annahme der Autoren ist jedoch hierbei, dass trotz der höheren Abschreibungsrate im Leasingfall der Restwert des abgeschriebenen Kapitals höher als beim besicherten Kredit ist, da bei letzterem der Effekt des Wohlfahrtsverlustes annahmegemäß die niedrigere Abschreibungsrate überwiegt.

---

<sup>11</sup> Vgl. Jensen / Meckling (1976), S. 310.

<sup>12</sup> Vgl. Chemmanur / Yan (2000), S. 2.

<sup>13</sup> Vgl. Jensen / Meckling (1976), S. 310.

Die Aufnahme eines besicherten Kredits ist als explizite Verschuldung anzusehen, während der Leasingnehmer eine implizite Verschuldung eingeht. Finanziell angeschlagene Kapitalnachfrager, also solche, die nur wenige liquide Finanzmittel zur Verfügung haben, neigen den Autoren nach zum Leasing. Explizite Verschuldung zum käuflichen Erwerb von Kapital jedoch gehen Kapitalnachfrager auch noch bei mittlerem liquidem Finanzmittelbestand ein. Ab einer bestimmten Höhe der verfügbaren liquiden Mittel wird die explizite Verschuldung allerdings negativ, was darauf hindeutet, dass Akteure, die finanziell nicht eingeschränkt sind, selbst besicherte Kredite vergeben.

Im Gleichgewichtszustand des Modells ist der Kapitalmarkt geräumt, das heißt die Summe aus der aggregierten expliziten Nettoverschuldung und der aggregierten impliziten Verschuldung aufgrund von Leasing ergibt den Wert null.

#### **4.2.2 Implikationen**

Aus der allgemeinen Modellformulierung ziehen die Autoren einige Folgerungen. Sie gehen davon aus, dass mit der Höhe der den Kapitalnachfragern jeweils zur Verfügung stehenden Finanzmittel die Investitionen steigen. Der Wertanteil der wieder in Besitz genommenen (abgeschriebenen) Objekte sinkt mit der Höhe der liquiden Mittel, was durch die Zusammenhänge zwischen impliziter Verschuldung und liquiden Mitteln auf der einen und expliziter Verschuldung und liquiden Mitteln auf der anderen Seite erklärt werden kann.

Finanziell angeschlagene bzw. eingeschränkte Kapitalnachfrager bevorzugen das Leasing, da der käufliche Erwerb von Wirtschaftsgütern eine hohe Zahlung im Voraus erfordert, die sie nicht leisten können. Finanziell kaum bzw. nicht angeschlagene Kapitalnachfrager bevorzugen hingegen den Kauf, da sie das Eigentum an dem Objekt wünschen und durch die Agencykosten und die höhere Abschreibungsrate des Leasings abgeschreckt werden.

Die Autoren messen der Rolle der internen Finanzmittel enorme Wichtigkeit bei und vernachlässigen dabei die Rolle der Insolvenzkosten. Allerdings räumen sie ein, dass mit steigender Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz Kapitalnachfrager keine besicherten Kredite mehr aufnehmen, sondern entweder Güter leasen

oder komplett aus eigener finanzieller Kraft erwerben, da die Kreditaufnahme für sie durch die hohe Wahrscheinlichkeit der Objektrückforderung durch den Kreditgeber im Insolvenzfall zu kostspielig werden kann.

### **4.3 Empirische Prognosen und Ergebnisse**

#### **4.3.1 Datengrundlage**

Für die Überprüfung ihrer Thesen verwenden die Autoren Datenmaterial aus dem 1992 Census of Manufactures und aus Compustat. Compustat ist eine Datenbank, die finanzielle und statistische Informationen über weltweit tätige Unternehmen enthält. Bei dem Census of Manufactures handelt es sich um eine in einem fünfjährigen Zeitabstand durchgeführte Befragung von Fertigungsbetrieben. Insgesamt werden bei der Untersuchung 1649 Unternehmen betrachtet. Als relevante Zielgröße verwenden die Autoren den gesamten Leasingaufwand der betrachteten Unternehmen. Dieser beinhaltet den Leasingaufwand für Sachanlagen, zu denen Gebäude und Betriebsanlagen gehören.

Im Gegensatz zu Compustat, das zwar bestimmte finanzielle Kennzahlen bzw. Variablen enthält, die im Census of Manufactures nicht enthalten sind, dafür aber lediglich Informationen über größere, börsennotierte Unternehmen enthält, bietet Census of Manufactures Daten über den Leasingaufwand von kleinen bis sehr kleinen Unternehmen. Nachteilig beim Census of Manufactures ist allerdings, dass der Grad der finanziellen Einschränkung eines Unternehmens, der bei der empirischen Untersuchung eine zentrale Rolle spielt, lediglich durch die Unternehmensgröße abgebildet werden kann.

#### **4.3.2 Empirische Prognosen**

Aus den Implikationen des theoretischen Modells können einige Prognosen abgeleitet werden. Eine wichtige Implikation war unter anderem, dass insbesondere finanziell eingeschränkte bzw. angeschlagene Unternehmen leasen. Daraus kann als Folgerung die Prognose aufgestellt werden, dass ein negativer Zusammenhang zwischen den intern verfügbaren liquiden Finanzmitteln und dem durch das Unternehmen generierten Cash-Flow auf der einen Seite und dem Wert der geleasteten Objekte auf der anderen Seite besteht. Ebenso ist zu

untersuchen, ob ein positiver Zusammenhang zwischen einer noch ausstehenden Verschuldung des Unternehmens und dem Leasinganteil besteht, sofern die ausstehende Verschuldung die verfügbaren Finanzmittel in ihrer Höhe mindert.

Eine weitere Implikation des theoretischen Modells war der positive Zusammenhang zwischen der Höhe der verfügbaren Finanzmittel und der Höhe der durch das Unternehmen getätigten Investitionen als Abbild der Unternehmensgröße. Da annahmegemäß mit steigender Ausstattung an verfügbaren finanziellen Mitteln die Menge des geleasteten Kapitals sinkt, die Höhe der Investitionen aber steigt, kann als Konsequenz die Prognose aufgestellt werden, dass ein negativer Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße, also der Höhe der Investitionen, und der geleasteten Objektmenge besteht.

Unternehmen, die einen hohen Gewinnanteil zu verzeichnen haben, sind im Regelfall auch reich ausgestattet mit finanziellen Mitteln. Aus diesem Grund wird angenommen, dass der Zusammenhang zwischen der Höhe des Gewinnanteils und dem Wert des geleasteten Objekt negativ ist, da die Neigung zum Leasing den Thesen der Autoren nach mit steigenden finanziellen Mitteln abnimmt.

Die finanzielle Kennzahl Tobin's Q schließlich wird als Maßgröße für den Grad der finanziellen Einschränkung eines Unternehmens gesehen. Je höher sie ist, desto angeschlagener ist das Unternehmen in finanzieller Hinsicht. Auch hier ergibt sich aus der Annahme des positiven Zusammenhangs zwischen der Menge des geleasteten Kapitals und den verfügbaren finanziellen Mitteln die Prognose, dass die Kennzahl Tobin's Q und die Leasingquote positiv miteinander korreliert sind.

Die aufgestellten Prognosen werden im weiteren Verlauf der Arbeit anhand des vorliegenden Datenmaterials auf ihre statistische Stichhaltigkeit hin überprüft.

### 4.3.3 Empirische Ergebnisse

Um die Zusammenhänge zwischen der Menge des geleasteten Kapitals und verschiedenen finanziellen Kennzahlen untersuchen zu können, wird ein Maß eingeführt, das den Anteil des geleasteten Kapitals abbilden soll. Dabei wird der Anteil des Leasingaufwandes am Gesamtaufwand der Unternehmen gemessen. Der Gesamtaufwand der Unternehmen bemisst sich hierbei als die Summe von Leasingaufwand und dem Nutzungsaufwand von käuflich erworbenem Kapital. Auf diese Weise kann dann für jedes Unternehmen gemessen werden, wie hoch der Wertanteil der geleasteten Objekte am Gesamtkapital ist. In Tabelle 1 der Studie von Eisfeldt / Rampini (2009) kann nachvollzogen werden, dass der Anteil des Leasing-Aufwandes am Gesamtaufwand mit steigender Unternehmensgröße sinkt. Dafür werden die Unternehmen nach ihrer jeweiligen Größe in Dezile eingeteilt, wobei die kleinsten Unternehmen dem kleinsten Dezil und die größten Unternehmen dem größten Dezil zugeordnet werden. Augenscheinlich ist hierbei auch, dass der Anteil des Leasingaufwandes bei Gebäuden allgemein deutlich höher ist als bei Betriebsanlagen. Dies kann erneut mit dem Agencyproblem erklärt werden bzw. mit der Tatsache, dass im Leasingfall der Leasinggeber das Verhalten des Leasingnehmers nicht genau kontrollieren kann.<sup>14</sup> Da die Kosten, die sich aus dem Agencyproblem ergeben, im Falle von Betriebsanlagen offensichtlich höher sind als bei Gebäuden, kann es sein, dass bestimmte, eventuell empfindliche Betriebsanlagen nicht geleast werden können.

Um die aufgestellten empirischen Prognosen auf ihre Richtigkeit hin zu überprüfen, werden die Zusammenhänge zwischen dem genannten Leasingmaß und verschiedenen finanziellen Kennzahlen mit Hilfe einer Regressionsanalyse, bei der das Leasingmaß die abhängige Variable darstellt, untersucht. Dabei wird zum einen eine bivariate Regression durchgeführt, zum anderen eine multivariate Regression, die alle finanziellen Kennzahlen mit einschließt. Die Ergebnisse der Regressionsanalyse werden in Tabelle 2 der Studie abgebildet.

Klar ersichtlich ist hierbei, dass die Höhe des Gewinnanteils und des Cash-Flows signifikant negativ korreliert sind mit dem Leasingmaß, was die Progno-

---

<sup>14</sup> Vgl. Alchian / Demsetz (1972), S. 780.

sen teilweise bestätigt. Allerdings besteht entgegen der Erwartung kein signifikant positiver Zusammenhang zwischen der noch ausstehenden (langfristigen) Verschuldung des Unternehmens und dem Leasingmaß. Die Kennzahl Tobin's Q ist nur in der multivariaten Regression signifikant positiv korreliert mit dem Leasingmaß, wohingegen letzteres und die liquiden Mittel im Allgemeinen keinen signifikanten Zusammenhang aufweisen. Eine mögliche Erklärung dafür könnte sein, dass finanziell eingeschränkte Unternehmen Bestände an liquiden Mitteln oft als Puffer gegen im Fertigungsbereich weit verbreitete unberechenbare Schwankungen des Cash-Flow halten.<sup>15</sup> Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung kommen Riddick / Whited (2009). Sie weisen nach, dass Unternehmen aufgrund kostspieliger externer Finanzierung und schwankender Cash-Flows Sparreserven in Form von liquiden Mitteln aufbauen.<sup>16</sup>

Eine weitere Kennzahl, die bei der Auflistung der empirischen Prognosen nicht betrachtet wurde, hier aber integriert wird, ist die operative Flexibilität eines Unternehmens. Den Autoren nach kann geleastes Kapital auf leichtere Art und Weise umstationiert bzw. umstrukturiert werden und bietet dadurch eine größere Flexibilität in operativer Hinsicht. Ihre These deckt sich mit der Studie von Eades / Marston (2002), die ebenfalls die Flexibilität des Leasing gegenüber der konventionellen Verschuldung feststellen. Sie führen an, dass eine Umgestaltung bzw. Restrukturierung im Falle von geleastem Kapital einfacher ist, als wenn es sich um Kapitaleigentum handeln würde.<sup>17</sup>

Als Kennzahl für die operative Flexibilität eines Unternehmens wird der Aufwand für Forschung und Entwicklung eingeführt. Es wird angenommen, dass Unternehmen mit steigender Menge an spezifischem Kapital weniger leasen. Folglich sollte dann, um nachträglich eine weitere empirische Prognose zu erstellen, mit der Höhe des Aufwands für Forschung und Entwicklung und somit der Menge an spezifischem Kapital die Menge des geleasteten Kapitals abnehmen, deren Zusammenhang also negativ sein. Ebenso muss vermutet werden, dass das Alter des Unternehmens und der Leasinganteil negativ korreliert sind, da insbesondere junge Unternehmen, die ein Bedürfnis nach operativer Flexibi-

---

<sup>15</sup> Vgl. Fazzari et al. (2000), S. 701.

<sup>16</sup> Vgl. Riddick / Whited (2009), S. 30.

<sup>17</sup> Vgl. Eades / Marston (2002), S. 20.

lität haben, der Annahme nach zu Leasing neigen. Diese Behauptung kann daraus abgeleitet werden, dass junge Unternehmen im Markt noch nicht etabliert sind und im Gegensatz zu ihren „älteren“ Konkurrenten relativ klein sind. Leasing bietet diesen jungen Unternehmen, die sich oft in einem dynamischen Wachstum befinden, durch die größere operative Flexibilität eine gute Möglichkeit, an Wirtschaftsgüter und Technologien zu kommen.<sup>18</sup> Verbindet man diese Aussage mit den empirischen Ergebnissen aus Tabelle 1 der Studie, kann gefolgert werden, dass junge Unternehmen mehr zu Leasing neigen. Als Proxy können außerdem die Aussicht auf ein negatives Wachstum von Cash-Flow und Umsatz in die Analyse miteinbezogen werden. In Tabelle 2 der Studie ist zu sehen, dass der Zusammenhang zwischen dem Aufwand für Forschung und Entwicklung und dem Leasingmaß teilweise signifikant negativ ist, was sich mit der Prognose deckt. Ebenso wird die Vorhersage bestätigt, dass das Alter des Unternehmens und die Menge des geleasteten Kapitals signifikant negativ miteinander korreliert sind. Die signifikant positive Korrelation zwischen der Aussicht auf ein negatives Wachstum des Cash-Flow und der Menge des geleasteten Kapitals deckt sich ebenfalls mit den aufgestellten Thesen, da ein sinkender Cash-Flow sinkende Investitionen und somit eine Verkleinerung des Unternehmens zur Folge hat und die Konsequenz einer Verkleinerung des Unternehmens wie bereits beschrieben eine tendenziell steigende Neigung zum Leasing ist. Nicht den Erwartungen entsprechend ist allerdings der signifikant negative Zusammenhang zwischen einer Aussicht auf ein negatives Umsatzwachstum und dem Leasingmaß.

Die Erkenntnisse aus den empirischen Ergebnissen werden von einigen Autoren größtenteils geteilt. Graham / Lemon / Schallheim (1997) kommen aufgrund ihrer Analysen zu dem Schluss, dass kleine Unternehmen und Unternehmen, die finanziell eingeschränkt sind, dazu neigen, Wirtschaftsgüter zu leasen.<sup>19</sup> Krishnan / Moyer (1994) behaupten und belegen, dass Unternehmen, die leasen, eine höhere Wahrscheinlichkeit haben, insolvent zu werden.<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> Vgl. Gallardo (1999), S. 1.

<sup>19</sup> Vgl. Graham / Lemon / Schallheim (1997), S. 20.

<sup>20</sup> Vgl. Krishnan / Moyer (1994), S. 31.



## **5. Fazit**

Nach der Erklärung des rechtlichen Vorteils des Leasing gegenüber dem besicherten Kredit und nach der ausführlichen empirischen Untersuchung der von Eisfeldt / Rampini (2009) verwendeten Daten kommt man zum Ergebnis, dass die grundlegenden Behauptungen und Prognosen der Autoren durch die empirischen Ergebnisse unterstützt werden. Es wird nachgewiesen, dass es für den Leasinggeber weniger problematisch ist, das Leasingobjekt wieder in Besitz zu nehmen als für den Kreditgeber eines besicherten Kredits. Damit wird die These der einfacheren Wiederinbesitznahme für den Leasingfall bestätigt. Zudem gibt es im empirischen Datenmaterial einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Grad der finanziellen Einschränkung eines Unternehmens und der Menge des geleasteten Kapitals. Dies wiederum stützt die These, dass insbesondere finanziell eingeschränkte bzw. angeschlagene Unternehmen Leasing gegenüber dem besicherten Kredit bzw. einer konventionellen Verschuldung bevorzugen. Ferner wird auch die Behauptung, dass es im Leasingfall eine größere Verschuldungskapazität gibt, durch die kritische Annahme gedeckt, dass der Restwert des abgeschrieben Objekts im Leasingfall höher ist als im Falle des besicherten Kredits. Diese kritische Annahme wurde damit begründet, dass trotz der niedrigeren Wertminderungsrate im Kreditfall der zusätzliche Effekt des Wohlfahrtsverlustes die Wertminderungsrate im Leasing überwiegt. Darin liegt allerdings ein gewichtiger Schwachpunkt der betrachteten Studie. Denn diese kritische Annahme kann anhand des empirischen Datenmaterials weder bestätigt noch widerlegt werden, da dazu keine näheren Analysen durchgeführt werden. In der Literatur ist diese Behauptung bisher auch nicht beschrieben worden. Da diese These jedoch einen Kernpunkt der Studie bildet, muss sie als unvollständig angesehen werden.

## **6. Literaturverzeichnis**

Alchian, Armen A. / Demsetz, Harold (1972): Production, Information Costs, and Economic Organization, in: American Economic Review, 62. Jg., S. 777-795.

- Chemmanur, Thomas / Yan, An (2000): Equilibrium Leasing Contracts under Double-sided Asymmetric Information, Working Paper, Boston College.
- Eades, Kenneth M. / Marston, Felicia C. (2002): Incentives for Leasing: Evidence from the Largest US Lessees and Lessors, Working Paper, Darden Graduate School, Charlottesville.
- Fazzari, Steven M. / Hubbard, R. Glenn/Petersen, Bruce C. (2000): Investment-Cash Flow Sensitivities are Useful: A Comment on Kaplan and Zingales, in: Quarterly Journal of Economics, 115. Jg., S. 695-705.
- Gallardo, Joselito (1999): Leasing to Support Small Businesses and Micro-enterprises, World Bank Policy Research, Working Paper No. 1857.
- Graham, John R. / Lemmon, Michael L. / Schallheim, Jim (1997): Debt, Leases, Taxes and the Endogeneity of Corporate Tax Status, in: Journal of Finance, 53. Jg., S. 131-162.
- Hagenmüller, Karl-Friedrich / Stoppok, Gerhard (1988): Leasing-Handbuch für die betriebliche Praxis, 5. Auflage, Frankfurt am Main.
- Jensen, Michael C. / Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3. Jg., S. 305-360.
- Kiyotaki, Nobuhiro / Moore, John (1997): Credit Cycles, in: Journal of Political Economy, 105. Jg., S. 211-248.
- Krishnan, V. Sivarama / Moyer, R. Charles (1994): Bankruptcy Costs and the Financial Leasing Decision, in: Financial Management, 23. Jg., S. 31-42.
- Mayer, David G. (2005): True Leases Under Attack: Lessors Face Persistent Challenges to True Lease Transactions, in: Journal of Equipment Lease Financing, 23. Jg., S. 1-25.

Olfert, Klaus / Reichel, Christopher (2002): Finanzierung, 13. Auflage, Ludwigshafen.

Riddick, Leigh A. / Whited, Toni M. (2009): The Corporate Propensity to Save, in: Journal of Finance, 64. Jg., S. 1729-1766.

Wöhe, Günter / Bilstein, Jürgen (1978): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 9. Auflage, München.

Yan, An (2006): Leasing and Debt Financing: Substitutes or Complements?, in: Journal of Finance and Quantitative Analysis, 41. Jg., S. 709-731.