

Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich

Die vorliegende Studie untersucht, welche institutionellen Determinanten hauptsächlich dafür verantwortlich sind, dass die Kapitalstruktur österreichischer Unternehmen von Fremdkapital dominiert wird. Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass die Unternehmensbesteuerung allgemein nicht finanzierungsneutral ausgestattet ist und aufgrund der bei den Eigenkapitalquoten beobachteten Unterschiede zwischen den Ländern nicht ausschlaggebend für die Kapitalstrukturentscheidung sein kann. Entscheidender dürfte die Ausgestaltung von Gläubigerschutzregelungen sein, die die Stellung der Kapitalgeber im Insolvenzfall festlegt. Im Ländervergleich ist zu beobachten, dass die Eigenkapitalquote mit gläubigerfreundlichen Bestimmungen abnimmt. Aufgrund der klein- und mittelbetrieblichen Unternehmensstruktur in Österreich kommt dem Hausbankenprinzip eine bedeutende Rolle bei der Bestimmung der Kapitalstruktur zu. Der damit verbundene intensive Informationsaustausch zwischen Bank und Unternehmen führt dazu, dass Kreditverbindlichkeiten Eigenkapitalfunktionen übernehmen. In Zukunft könnten Finanzmarktinnovationen und die Übertragung von Abfertigungs- und Pensionsansprüchen auf Kapitalsammelstellen Einfluss auf die Kapitalstruktur nehmen.

Werner Dirschmid,
Walter Waschiczek¹

Einleitung

Die Frage der Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen ist ein ständig wiederkehrendes Thema der wirtschaftspolitischen Diskussion in Österreich. Zuletzt hat sie durch die Diskussionen über mögliche Implikationen von „Basel II“ für die Unternehmensfinanzierung erneut an Aktualität gewonnen.

In allen Industrieländern ist die Innenfinanzierung die mit Abstand bedeutendste Finanzierungsquelle für Unternehmen. Nur ein vergleichsweise geringer Teil des Nettofinanzierungsbedarfs wird über Kreditaufnahme, Anleihen oder die externe Aufnahme von Eigenkapital gedeckt. Gleichwohl ist die Eigenmittelausstattung des Unternehmenssektors einer Volkswirtschaft eng mit dem reibungslosen Funktionieren und der Stabilität der Finanzmärkte verbunden: Als dauerhaft oder wenigstens langfristig zur Verfügung stehendes Finanzmittel hat Eigenkapital eine wesentliche Finanzierungsfunktion, als Risikoträger bildet es – vor allem in konjunkturellen Abschwungphasen – einen Liquiditätspolster, muss nicht regelmäßig verzinst werden und wird im Verlustfall zur Haftung herangezogen.

Unberücksichtigt bleibt in der wirtschaftspolitischen Diskussion allerdings zumeist, dass die Funktionen, die Eigenkapital und Fremdkapital im unternehmerischen (aber auch gesamtwirtschaftlichen) Finanzierungsprozess jeweils erfüllen (können), keine fixen, absolut vorgegebenen Größen sind. Vielmehr kann – jedenfalls in einem bestimmten Umfang – Fremdkapital auch Funktionen des Eigenkapitals übernehmen (und selbstverständlich auch umgekehrt). Das Ausmaß hängt wesentlich von den jeweils gültigen Regeln oder Normen einer Volkswirtschaft – den institutionellen Rahmenbedingungen – ab. So ist beispielsweise denkbar, dass in einem Finanzsystem, das durch starke Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken gekennzeichnet ist, Fremdkapital einen größeren Anteil der oben erwähnten Funktionen übernehmen kann, die eigentlich das Eigenkapital zu leisten hat, als in rein kapitalmarktbasiereten Finanzsystemen.

Dieser Aspekt hat nicht unerhebliche Implikationen für die Finanzmarktstabilität. Wenn also spezifische Rahmenbedingungen in Österreich ermöglichen, dass Fremdkapital in höherem Ausmaß als in einem ande-

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Franz Hahn, WIFO,
Vanessa Maria Redak,
OeNB.

¹ Die Autoren danken Michael Andreasch, Christian Beer, Gerhard Fiam, Friedrich Fritzer, Markus Leibrecht, Helene Schubert, Martin Schürz und Markus Schwaiger für wertvolle Hinweise.

ren institutionellen Setting Funktionen des Eigenkapitals übernimmt, so ist eine im internationalen Vergleich eher niedrige Eigenmittelausstattung des Unternehmenssektors unter Risikoaspekten anders einzuschätzen. Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, diese institutionelle Bedingtheit der Finanzierungs- und Haftungsfunktion von Eigen- und Fremdkapital im Hinblick auf die spezielle österreichische Situation näher zu betrachten.

In buchhalterischer Betrachtungsweise repräsentiert das bilanzielle Eigenkapital den Reinvermögenswert des Unternehmens zu einem bestimmten Stichtag.² Jenseits der rechtlichen Definition hängt die Abgrenzung des Eigenkapitalbegriffs mit der Funktion zusammen, die Eigenkapital im Unternehmen (und auf aggregierter Ebene in einer Volkswirtschaft) ausübt.

Ausgangspunkt aller Überlegungen zur Kapitalstruktur ist die These von Modigliani und Miller (1958), wonach unter der Annahme vollkommener Kapitalmärkte und einem neutralen Steuersystem die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf den Unternehmenswert und die Kapitalkosten hat. Kommt es aufgrund unterschiedlicher Kapitalstrukturen zu unterschiedlichen Unternehmenswerten, so stellen Arbitrageprozesse das ursprüngliche Gleichgewicht wieder her. Lockert man die restriktiven Annahmen, die dieser These zugrunde liegen, lassen sich jene Faktoren identifizieren, die im Einzelnen die Struktur der Unternehmensfinanzierung beeinflussen. So betont die Trade-Off-Theorie, dass

das Unternehmen einen Verschuldungsgrad anstrebt, bei dem die steuerlichen Vorteile aus der zusätzlichen Verschuldung die auftretenden Kosten möglicher finanzieller Schwierigkeiten gerade ausgleichen. Die Pecking-Order-Theorie (Myers und Majluf, 1984; Myers, 1984) hebt den Einfluss von Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und dem Management eines Unternehmens auf die Kapitalstruktur hervor. Da Informationsasymmetrien die Finanzierungskosten erhöhen, bevorzugen die Unternehmen die Innenfinanzierung und – wenn eine Außenfinanzierung erforderlich ist – Kredite gegenüber der Eigenkapitalaufnahme (geringere Kosten und keine fremden Teilhaber).

In einer generellen Sichtweise legen das Theorem von Modigliani und Miller und die darauf aufbauende Literatur zur Kapitalstruktur nahe, dass es je nach „Marktfriktionen“, also je nach institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen Unternehmen agieren, unterschiedliche „optimale“ Kapitalstrukturen bzw. Eigenkapitalquoten gibt. Nachdem frühere internationale komparative Analysen (sowie Untersuchungen, die sich auf ein Land – zumeist auf die USA – konzentrieren) auf Unterschiede in den Unternehmenscharakteristika als erklärende Variablen fokussierten,³ haben neuere Arbeiten zur Kapitalstruktur seit etwa Mitte der Neunzigerjahre den wesentlichen Einfluss institutioneller Faktoren auf die Unternehmensfinanzierung herausgearbeitet.⁴ Zu diesen zählen das Steuer-

² Laut HGB besteht das Eigenkapital aus dem gezeichneten Kapital, je nach Rechtsform als Grund-, Nenn- oder Stammkapital bezeichnet, zuzüglich Kapital- und Gewinnrücklagen und Bilanzgewinn (-verlust).

³ Einen Überblick über diese Arbeiten bieten etwa Harris und Raviv (1991).

⁴ Ausgangspunkt dieser stärkeren Betonung institutioneller Faktoren ist die Arbeit von Rajan und Zingales (1995). Eine sehr umfassende vergleichende Analyse der Finanzierungsstrukturen von Deutschland und Frankreich in institutioneller Perspektive ist bei Friderichs et al. (1999) zu finden. Eine neuere Arbeit, die die institutionelle Sicht in den Vordergrund rückt, ist von Fan, Titman und Twite (2003).

system, Ansatz- und Bewertungsvorschriften im Rechnungswesen, das Insolvenzrecht, die Finanzmarktstruktur, die Eigentümerstruktur des Unternehmenssektors eines Landes und viele mehr, auf die hier im Einzelnen nicht näher eingegangen werden kann.

Komparative Studien beschränken sich in der Regel auf die großen Industriestaaten und enthalten daher zumeist keine Aussagen über Österreich.⁵ Die vorliegende Studie versucht, einen Beitrag zur Schließung dieser Lücke zu leisten, indem sie die zentralen Befunde internationaler Arbeiten zu diesem Thema aufgreift und auf ihre Gültigkeit für die österreichische Situation überprüft. Konkret werden drei institutionelle Faktoren herausgegriffen, die in bisherigen Studien eine hohe Erklärungskraft aufgewiesen haben und deren möglicher Einfluss auf die Kapitalstruktur im Vergleich zu anderen europäischen Ländern, für die entsprechende Daten vorliegen, untersucht.⁶ Dabei handelt es sich um

- die Höhe der Unternehmensbesteuerung
- die Gläubigerschutzregelungen im Insolvenzrecht
- den Einfluss des Hausbankenprinzips, das die Beziehungen zwischen Banken und Unternehmen in Österreich charakterisiert.

Bei diesem Ansatz bleiben Unterschiede in der Kapitalstruktur, die sich aus einer unterschiedlichen Verwendung des Kapitals (etwa aufgrund von Unterschieden in der Anlageintensität oder der Branchenstruktur) ergeben,

unberücksichtigt. Allein schon aus diesem Grund kann im Rahmen dieser Arbeit nicht festgestellt werden, ob die Eigenmittelausstattung „ausreichend“ ist.

Die Studie ist folgendermaßen aufgebaut: Das nächste Kapitel stellt die Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen im internationalen Vergleich dar. Darauf aufbauend erfolgt eine genauere Betrachtung der angeführten institutionellen Determinanten der Eigenkapitalausstattung. Das letzte Kapitel enthält abschließende Bemerkungen und diskutiert Implikationen für die Finanzmarktstabilität in Österreich.

Eigenkapitalquote im internationalen Vergleich

Der generelle Tenor der wirtschaftspolitischen Diskussion in Österreich lautet, dass die österreichischen Unternehmen über eine im internationalen Vergleich besonders geringe Eigenkapitalausstattung verfügen. Ein internationaler Vergleich kann diese Ansicht allerdings so nicht bestätigen.

Als Datenbasis wird die Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (GFR) herangezogen, die eine finanzielle Vermögensbilanz der Unternehmen⁷ (und der anderen Sektoren) beinhaltet. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die GFR nicht die Ansprüche der Eigenkapitalgeber auf das Sachvermögen erfasst und somit das absolute Niveau des Eigenkapitals unterschätzt. Der Eigenkapitalanteil wird in der GFR durch das Verhältnis der Anteilsrechte zu den Passiva (Verbindlichkeiten) angenähert. Ver-

⁵ Eine Ausnahme bildet Delbreil et al. (2000), wo fünf europäische Länder, darunter auch Österreich, verglichen werden.

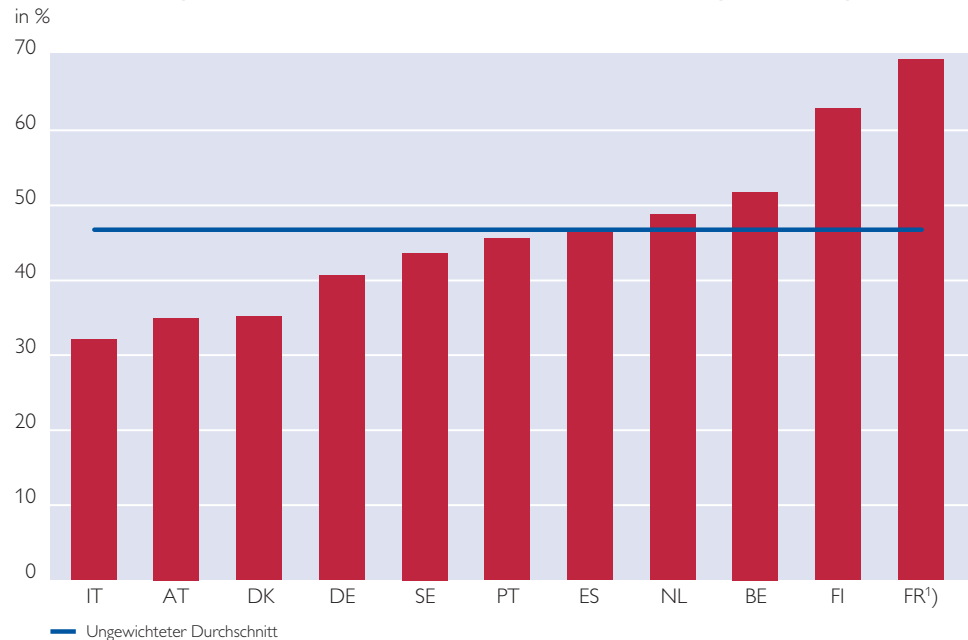
⁶ Konkret stehen diesbezügliche Daten für neun Länder des Euroraums sowie für Dänemark und Schweden zur Verfügung. Siehe dazu das Kapitel über die Eigenkapitalquote im internationalen Vergleich.

⁷ Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gemäß ESVG 1995. Diese umfassen alle institutionellen Einheiten, die als Marktproduzenten in der Haupttätigkeit Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren.

Grafik 1

Anteilsrechte in Prozent der Passiva nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften

im Jahr 2002 gemäß Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung



Quelle: Eurostat, OeNB.
¹) 2001.

gleichsdaten auf harmonisierter Basis für elf europäische Länder enthält New Cronos, die Datenbank von Eurostat.⁸ Allerdings stehen Daten nur bis zum Berichtsjahr 2002 zur Verfügung. Grundsätzlich ist der internationale Vergleich von Bilanzdaten mit einer Vielzahl methodischer Probleme behaftet, sodass internationale Vergleichswerte mit äußerster Vorsicht zu interpretieren sind. Einen weiteren Aspekt, der bei der Analyse gerade von international harmonisierten Datenbanken zu beachten ist, bilden Revisionen des Datenbestands, die angesichts der vielfältigen Schwierigkeiten bei der Erstellung unvermeidlich sind.

Der Effekt derartiger Datenrevisionen lässt sich beispielhaft anhand der Neuberechnung des Eigenkapitals im Rahmen der GFR im Jahr 2004 in Österreich illustrieren.⁹ Durch diese Revision wird der Eigenkapitalanteil an den Passiva nunmehr mit rund 35% statt wie zuvor mit rund 23% ausgewiesen. Er ist damit nicht mehr der niedrigste jener Länder, für die in New Cronos diesbezüglich Daten zu finden sind. Zwar liegt nach diesem Befund der Anteil der Anteilsrechte an den Verbindlichkeiten der österreichischen Unternehmen auf aggregierter Ebene nach wie vor unter dem (ungewichteten) europäischen Durchschnitt von 47%, er ist

⁸ Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Finnland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden und Spanien.

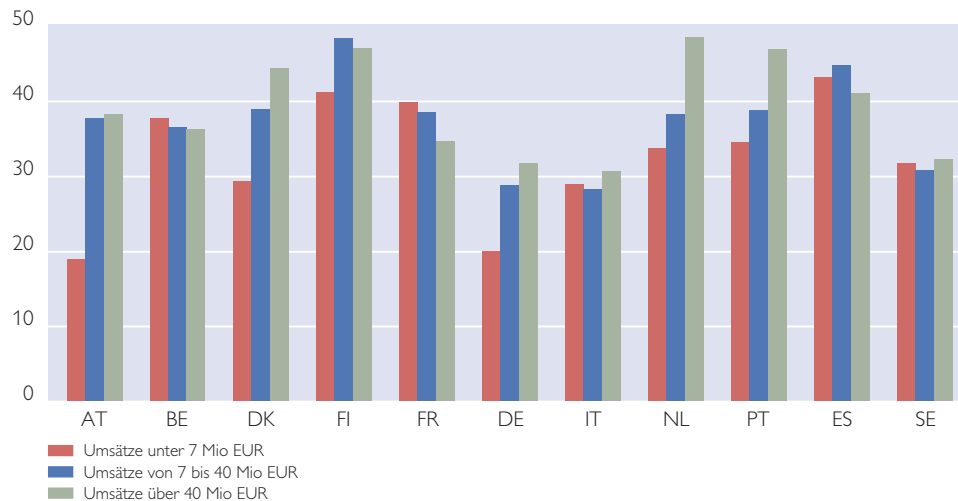
⁹ Im Rahmen dieser Revision wurden jene Anteilsrechte im Bestand der Unternehmen und privaten Haushalte, die nicht bei österreichischen Banken deponiert sind, in die Erhebung einbezogen. Darüber hinaus werden börsennotierte Aktien nunmehr zu Marktwerten dargestellt.

Grafik 2

Eigenkapitalquote in der Sachgütererzeugung

im Jahr 2002 oder im letztverfügbaren Jahr

in % der Bilanzsumme



Quelle: EU, Bach-Datenbank.

aber nicht gering – mit all den Einschränkungen, die bei der Interpretation der Daten zu beachten sind (siehe Grafik 1).

Eine Vielzahl von Unternehmenskennzahlen findet sich (für jene EU-Mitgliedstaaten, für die auch Daten über die GFR in New Cronos vorhanden sind¹⁰) in der BACH-Datenbank.¹¹ Sie basiert auf Unternehmensbilanzen und ergibt aufgrund beträchtlicher methodischer und konzeptueller Unterschiede bei den Ermittlungsmethoden¹² hinsichtlich der absoluten Niveaus sehr stark von der GFR diver-

gierende Werte für die Eigenkapitalquoten¹³ in den einzelnen Ländern, auch wenn sie keine aggregierten Daten für den gesamten Unternehmenssektor, sondern nur für verschiedene Wirtschaftssektoren¹⁴ und Größenklassen¹⁵ beinhaltet. Sie stehen für die meisten Länder ebenfalls nur bis längstens zum Jahr 2002 zur Verfügung.

Unter Beachtung der Einschränkung, dass die Werte der BACH-Datenbank notwendigerweise stark von jenen der GFR abweichen, lassen sich die Eigenkapitalquoten nach Sek-

¹⁰ Zusätzlich finden sich Daten für die USA – die allerdings nach einer anderen Größenstruktur klassifiziert sind – und Japan.

¹¹ Bank for Accounts of Companies Harmonised. Sie wird von der Europäischen Kommission (GD-ECFIN) in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss der Bilanzzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt.

¹² Die Bewertung erfolgt grundsätzlich zu Buchwerten. Darüber hinaus sind – auch wenn die Rechnungslegungsvorschriften der EU-Mitgliedstaaten bereits teilweise harmonisiert wurden – die Rechnungslegungswerke in den einzelnen Ländern nicht uneingeschränkt vergleichbar, sodass sich die Erfassungsmethoden aufgrund unterschiedlicher rechtlicher und steuerlicher Gegebenheiten noch immer beträchtlich unterscheiden. Schließlich basiert die BACH-Datenbank für die meisten Länder auf – unterschiedlich repräsentativen – Stichproben von Unternehmen, die nach einem harmonisierten Konzept aufbereitet werden.

¹³ Definiert als Reinvermögen plus Anteilsrechte in Prozent der Summe aus Reinvermögen und Verbindlichkeiten.

¹⁴ Derzeit sind aggregierte Jahresabschlussdaten für 23 Sektoren und Teilspektoren, davon 10 in der Sachgütererzeugung, enthalten.

¹⁵ Umsätze unter 7 Mio EUR, von 7 bis 40 Mio EUR und über 40 Mio EUR.

toren und Größenklassen darstellen. In sektoraler Betrachtung lassen sich dabei für Österreich keine besonderen Auffälligkeiten feststellen. Was jedoch ins Auge sticht, ist der markante Unterschied in der Kapitalstruktur zwischen großen und kleinen Unternehmen in Österreich, der sich nicht in allen Ländern wiederfindet, wie Grafik 2 für die Sachgütererzeugung zeigt. In anderen Wirtschaftssektoren ist das Bild ähnlich. In einigen anderen europäischen Ländern ist das Gefälle zwischen großen und kleinen Unternehmen sehr gering; in Frankreich, Spanien und Belgien ist die Eigenkapitalquote kleiner Unternehmen sogar höher als bei Großbetrieben.¹⁶

Daraus kann zweierlei abgeleitet werden: Erstens verfügen kleine Unternehmen nicht notwendigerweise über eine geringere Eigenkapitalausstattung als große. Zweitens betrifft die im internationalen Vergleich relativ geringe Eigenkapitalausstattung der österreichischen Volkswirtschaft – wenn überhaupt – primär die kleinen Unternehmen. Bei diesen beträgt der Abstand Österreichs vom ungewichteten Mittelwert der hier dargestellten Länder nahezu 14 Prozentpunkte, während es bei großen Betrieben lediglich etwas mehr als 1½ Prozentpunkte sind (der Wert für mittlere Unternehmen liegt sogar etwas über dem ungewichteten Mittelwert). Die Eigenkapitalquoten der großen Unternehmen liegen also

durchaus im Mittelfeld der hier betrachteten europäischen Länder. Daher kann im Folgenden die Frage, die es zu untersuchen gilt, dahin gehend spezifiziert werden, inwieweit institutionelle Besonderheiten die Kreditvergabe an kleine Unternehmen erleichtern und/oder die Eigenkapitalzufuhr an KMU erschweren.

Institutionelle Faktoren

Unternehmensbesteuerung

Das Irrelevanztheorem von Modigliani und Miller (1958), das die Unabhängigkeit des Unternehmenswerts von der Kapitalstruktur postuliert, wurde unter der Annahme aufgestellt, dass es keine Unternehmenssteuern gibt. In der Folge haben sich zahlreiche Arbeiten damit befasst, den Einfluss des Steuersystems auf die Kapitalstrukturentscheidung des Unternehmens zu untersuchen (vgl. als Übersicht Graham, 2003). Allgemein laufen die Ergebnisse dieser Untersuchungen darauf hinaus, dass Steuern eine wesentliche Determinante der mit Eigen- und Fremdkapital verbundenen Kosten darstellen und sie dadurch einen Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben. Um ihren Unternehmenswert zu maximieren, versuchen die Unternehmen, die Kapitalkosten so niedrig wie möglich zu halten. Das bedeutet, dass sie diejenige Finanzierungsform auswählen, die die geringste Steuerbelastung mit sich bringt.¹⁷

¹⁶ Es ist allerdings zu beachten, dass diese Unterschiede zum Teil auch auf die unterschiedliche Stichprobengröße zurückzuführen sein könnten.

¹⁷ Neben der Unternehmenssteuer sollte auch die Einkommensteuer berücksichtigt werden. Das betrifft vor allem Klein- und Mittelbetriebe, denen der internationale Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle unter anderem aufgrund der geringen nachgefragten Volumina in der Regel verschlossen bleibt und die daher auf das heimische Kapitalangebot angewiesen sind. In diesem Fall beeinflusst die nationale Einkommensteuer die Kapitalkosten, und das Unternehmen muss nicht nur die Steuerbelastung des Gewinns, sondern auch die Steuerbelastung der Kapitaleinkommen der Kapitalgeber durch eine entsprechende Kapitalstrukturentscheidung minimieren. Da die Anteilseigner unterschiedlichen Steuersätzen unterliegen können, ist die notwendige Berücksichtigung in den meisten Fällen nicht möglich. Vgl. dazu aber für Österreich Fußnote 25.

In Österreich ist die Unternehmensbesteuerung nicht finanzierungsneutral ausgestaltet. Die Unternehmensverschuldung wird gegenüber der Eigenkapitalbildung bevorzugt, indem die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen vom Gewinn steuerlich vorgesehen ist. Dadurch wird für das Unternehmen die Bemessungsgrundlage geschmälert und gleichzeitig die Steuerbelastung reduziert. Eine entsprechende Regelung für das Eigenkapital gibt es nicht.¹⁸ Dividenden und zurückbehaltene Gewinne schmälern die Steuerbasis nicht und führen dadurch zu höheren Steuerzahlungen des Unternehmens.

Die fehlende Steuerneutralität bei der Unternehmensfinanzierung ist kein österreichisches Spezifikum. Nach einer Untersuchung der Euro-

päischen Kommission zur Unternehmensbesteuerung (Europäische Kommission, 2001) ist in der EU die steuereffizienteste Form der Finanzierung für Kapitalgesellschaften die Verschuldung. Tabelle 1 stellt den Vergleich zur Unternehmensbesteuerung in den EU-Mitgliedstaaten dar. In der ersten Spalte wird der jeweilige Körperschaftsteuersatz angeführt, während in den nachfolgenden Spalten die effektiven Steuersätze für die verschiedenen Finanzierungsformen angegeben sind.¹⁹

Österreich weist in dieser Gegenüberstellung für das Jahr 2001 nach Schweden, Finnland und Dänemark mit 34% den niedrigsten nominalen Steuersatz auf, während in Italien, Belgien und Deutschland die höchsten Sätze zu beobachten sind. Wie sich

Tabelle 1

Steuerbelastungen auf Unternehmensebene im europäischen Vergleich

im Jahr 2001

| Länder | Tarifliche Steuersätze für Kapitalgesellschaften ¹⁾ | Effektive Durchschnittsteuerbelastung von Investitionsprojekten bei | |
|--------------------------|--|---|--------------------------|
| | | Eigenkapitalfinanzierung ²⁾ | Fremdkapitalfinanzierung |
| Belgien | 40,17 | 39,10 | 25,80 |
| Dänemark | 30,00 | 30,70 | 21,00 |
| Deutschland | 39,35 | 38,70 | 27,70 |
| Spanien | 35,00 | 35,20 | 23,30 |
| Frankreich | 36,43 | 39,00 | 26,80 |
| Italien | 40,25 | 28,70 | 25,50 |
| Niederlande | 35,00 | 35,20 | 23,30 |
| Österreich ³⁾ | 34,00 | 30,70 | 22,60 |
| Portugal | 35,20 | 34,80 | 23,00 |
| Finnland | 29,00 | 30,00 | 20,20 |
| Schweden | 28,00 | 26,00 | 17,10 |

Quelle: Europäische Kommission (2001).

¹⁾ Inklusive Zuschläge auf die Unternehmenssteuer und lokaler Gewinnsteuern.

²⁾ Selbstfinanzierung und Beteiligungsfinanzierung.

³⁾ Seit Beginn 2005 beträgt die Körperschaftsteuer 25%. Die steuerliche Belastung von Investitionsprojekten, die über Eigenkapital finanziert werden, wird dadurch reduziert.

¹⁸ Mit der Steuerreform 2000 wurde eine Abzugsfähigkeit von Zinsen vom Eigenkapitalzuwachs eingeführt, die mit der Steuerreform 2004/05 wieder abgeschafft wurde. Siehe dazu das Kapitel „Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen – Auswirkungen auf die Eigenkapitalausstattung?“.

¹⁹ Um internationale Steuerbelastungsvergleiche durchführen zu können, wird auf die effektive Steuerbelastung von hypothetischen Investitionsprojekten abgestellt. Bei der Berechnung effektiver Steuersätze werden nicht nur die relevanten Steuertarife, sondern auch die wichtigsten steuerrechtlichen Regelungen zur Festlegung des zu versteuernden Gewinns berücksichtigt.

zeigt, ist es optimal, Investitionen über Verschuldung zu finanzieren. In allen Ländern liegt die effektive Durchschnittsteuerbelastung der Fremdfinanzierung unter derjenigen der Eigenkapitalfinanzierung. Am niedrigsten ist die Steuerbelastung bei der Fremdfinanzierung demnach in Schweden mit 17,1%, während in Deutschland mit 27,7% der höchste effektive Steuersatz zu verzeichnen ist. In Österreich beträgt die entsprechende Steuerbelastung 22,6%. Bei der Eigenkapitalfinanzierung liegt Belgien mit 39,1% an der Spitze, Schweden rangiert mit 26% an letzter Stelle. Mit einer Steuerbelastung von 30,7% liegt Österreich bei dieser Finanzierungsart im unteren Mittelfeld.

Generell sollte ein hoher Unternehmenssteuersatz die Fremdkapitalfinanzierung fördern. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass eine hohe Besteuerung meistens mit einer engeren Steuerbasis einhergeht (Europäische Kommission, 2001). Zudem stehen einer zunehmenden Verschuldung nicht nur Steuerersparnisse, sondern auch Kosten gegenüber, da die Konkurswahrscheinlichkeit mit steigender Fremdkapitalquote zunimmt. Das bedeutet, dass es – abhängig von der jeweiligen länderspezifischen Unternehmenssituation – unterschiedliche optimale Kapitalstrukturen gibt und dass dadurch der Einfluss der Unternehmensbesteuerung auf die Finanzierungsentscheidung relativiert wird. Darauf deutet auch der internationale Vergleich der Kapitalstrukturen hin, bei dem die Eigenkapitalquoten trotz der allgemeinen steuerlichen Bevor-

zugung von Fremdkapital teilweise bei über 50% liegen.

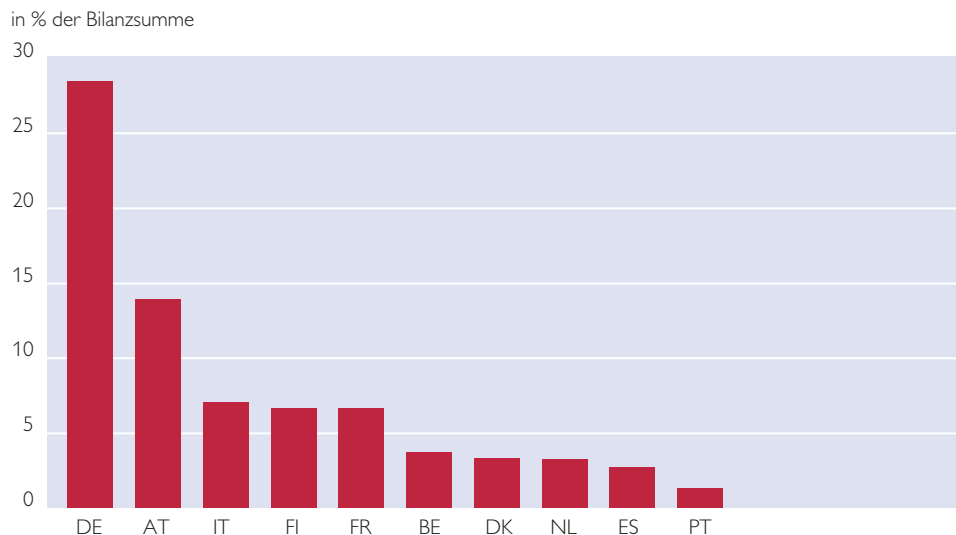
Die Bedeutung des Steuervorteils von Fremdkapitalzinsen nimmt ab, wenn dem Unternehmen zusätzliche steuerliche Abzugsmöglichkeiten zur Verfügung stehen. Dazu gehört die Dotierung von Rückstellungen. Sie wird steuerlich als Aufwand angesehen und wirkt dadurch Gewinnmindernd. Rückstellungen sind nach Steuerrecht ungewisse Verbindlichkeiten gegenüber Dritten und stellen Fremdkapital dar. Wie Grafik 3 zeigt, beeinflusst die Dotierung von Rückstellungen, wie sie die steuerrechtlichen Regelungen unter anderem für Abfertigungen und Pensionen vorsehen, die Ausrichtung der Kapitalstruktur des österreichischen Unternehmenssektors deutlich. Zumindest bei der Sachgütererzeugung als Wirtschaftssektor mit der höchsten Wertschöpfung weist Österreich im internationalen Vergleich hinter Deutschland den höchsten Bestand an Rückstellungen auf. Bei anderen Sektoren wie Energiewirtschaft oder Transport, für die vergleichbare Daten zur Verfügung stehen, weist Österreich demgegenüber eine niedrigere Rückstellungsquote auf.

Pensionsrückstellungen nehmen in der Kapitalstruktur eine besondere Rolle ein. Sie stehen dem Unternehmen langfristig und unverzinst zur Verfügung und nehmen dadurch die Eigenschaften von Eigenkapital an.²⁰ Allerdings konzentrieren sich die Rückstellungen in Österreich auf mittlere und große Unternehmen. So machen im Jahr 2003 bei den großen Unternehmen der Sachgüter-

²⁰ Mit Pensionsrückstellungen sind keine Zinsbelastungen verbunden, die eine unmittelbare Liquiditätswirkung haben. Bei der Ermittlung des Kapitalwerts der zukünftigen Forderungen ist aber bei der Abzinsung sehr wohl ein Rechnungszins zugrunde zu legen.

Grafik 3

Rückstellungen in der Sachgütererzeugung im Jahr 2002



Quelle: Bach-Datenbank der Europäischen Kommission. Für Deutschland und Dänemark liegen Daten nur für das Jahr 2001 vor.

erzeugung – laut Jahresabschlussstatistik der OeNB – die Rückstellungen 13,4% der Bilanzsumme aus, während bei kleinen Unternehmen nur 4,4% zu beobachten sind. Der Hauptgrund für die starken größenspezifischen Unterschiede in den Rückstellungsquoten dürfte in der unterschiedlichen Bedeutung von Pensionsrückstellungen liegen. Kleine Unternehmen verfügen demnach nicht über die entsprechende Größe, die notwendig wäre, um unmittelbare Pensionsverpflichtungen einzugehen (Kaufmann, 1997).

Gläubigerschutzregelungen im Insolvenzrecht

Einige komparative Analysen der Kapitalstruktur haben die unterschiedliche rechtliche Stellung von Eigen- und Fremdkapitalgebern im Fall der Zahlungsunfähigkeit der Unternehmen

als bedeutenden Faktor für die Unterschiede bei der Eigenkapitalausstattung in verschiedenen Ländern hervorgehoben.²¹ Die rechtliche Stellung der Gläubiger im Insolvenzverfahren reflektiert letztlich die wirtschaftspolitische Zielsetzung des Insolvenzrechts.²² Das Insolvenzrecht jedes Landes sieht zwar sowohl die Reorganisation als auch die Liquidation des betroffenen Unternehmens vor, die Gewichtung dieser beiden Ziele variiert aber je nach Land beachtlich (Smith und Strömberg, 2004), sodass sich ein schuldnerfreundliches und ein gläubigerfreundliches Insolvenzrecht unterscheiden lassen.

In Ländern mit schuldnerfreundlichem Insolvenzrecht steht der Erhalt des von der Insolvenz bedrohten Unternehmens im Vordergrund, während die Befriedigung der Gläubiger als nachrangiges Verfahrensziel zu-

²¹ So u. a. Rajan und Zingales (1995), Friderichs et al. (1999), Delbreil et al. (2000), Rivaud-Danset et al. (2001).

²² Die wirtschaftspolitische Zielsetzung sagt allerdings nichts über die Wahrscheinlichkeit bzw. die Anzahl von Insolvenzen aus, die je nach Land sehr stark variiert.

rücktritt. Besonders ausgeprägt ist diese Ausrichtung des Insolvenzrechts in Frankreich, wo im Konkursverfahren dem besicherten Gläubiger nicht nur kein Vorrang eingeräumt wird, sondern sogar die Gläubigerrechte vorübergehend eingefroren werden, um eine vorzeitige Zerschlagung der Konkursmasse zu unterbinden (Smith und Strömberg, 2004, Delbreil et al., 2000). Es gibt auch kaum Möglichkeiten, Kreditsicherheiten zu verwerten, wodurch Sicherheiten im Konkursfall praktisch wertlos sind (Friderichs et al., 1999). Die Banken reagieren in Ländern mit schwächerer Betonung der Gläubigerrechte auf die mangelnde Konkursfestigkeit von Sicherheiten, indem sie nur kleine Kreditengagements eingehen, die sie weit streuen (Friderichs et al., 1999).

Österreich gehört demgegenüber (gemeinsam mit Deutschland) zu den Ländern mit einer sehr gläubigerfreundlichen Insolvenzordnung. Hier hat das Insolvenzrecht primär das Ziel, „zu einer gerechten und bestmöglichen Befriedigung der Gläubiger zu führen“ (Jahn, 1998). In Österreich bestehen im Konkursverfahren Absonderungsansprüche an allen Vermögensrechten, die mit dinglichen Rechten (z. B. Pfandrechten) belastet sind (Jahn, 1998). Damit stellt etwa eine Forderungsabtretung eine größere Sicherheit dar als in einer Rechtsordnung, in der die Gläubigerrechte zugunsten der Unternehmensreorganisation hinten stehen müssen, und

Banken können daher Verschuldungsniveaus akzeptieren, die in Ländern mit einem geringeren Maß an Gläubigerschutz als exzessiv angesehen werden würden. Gleichzeitig kann Fremdkapital in diesem Fall vermehrt Finanzierungs- und Haftungsfunktionen des Eigenkapitals übernehmen, und es kann erwartet werden, dass der Bankkredit in jenen Ländern, in denen die Gläubigerposition gut abgesichert ist, eine größere Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielt.

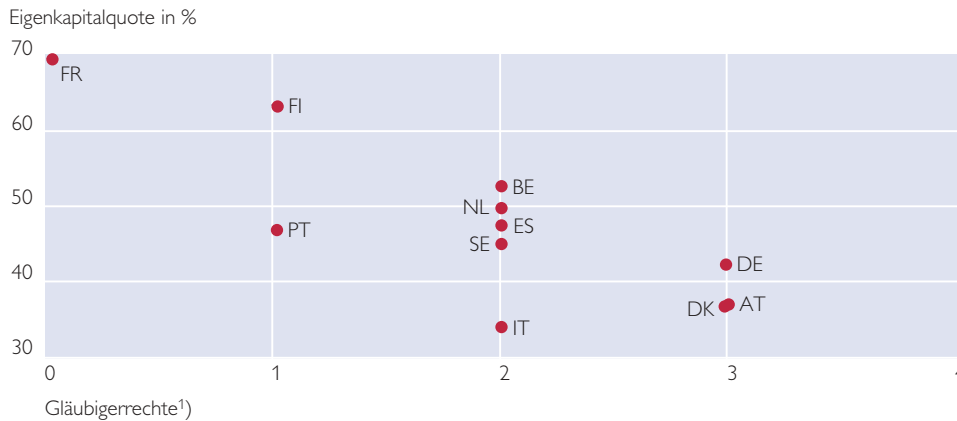
Ob ein Insolvenzrecht eher gläubigerfreundlich oder schuldnerfreundlich ist, lässt sich eher qualitativ beurteilen als quantitativ messen. La Porta et al. (1998) haben im Rahmen einer viel beachteten Untersuchung über die rechtlichen Bestimmungsgründe der Finanzierungsstruktur unter anderem auch einen Index entwickelt, der anhand von vier Merkmalen²³ den gesetzlichen Schutz von elementaren Gläubigerrechten im Fall eines Bankrotts des Unternehmens und deren Reorganisationsverfahren abzubilden versucht. Dabei zeigt sich eine relativ hohe Übereinstimmung zwischen den Werten dieses Index und dem Eigenkapitalanteil an der Bilanzsumme der Unternehmen (siehe Grafik 4). Frankreich mit seinem besonders schuldnerfreundlichen Insolvenzrecht hat die höchste Eigenkapitalquote der betrachteten Länder, während sich Österreich (gemeinsam mit Deutschland und Dänemark) am anderen Ende des Spektrums befindet.

²³ *Kein automatisches Schuldenmoratorium mit Insolvenzantrag; (2) Vorrangige Bedienung besicherter Gläubiger; (3) Beschränkungen der Möglichkeit für Unternehmen, eine Restrukturierung anzustreben; (4) Ablösung des Managements im Reorganisationsverfahren.*

Grafik 4

Eigenkapitalquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und

Gläubigerrechte im internationalen Vergleich



Quelle: La Porta et al. (1998), Eurostat.

¹⁾ Skala von 0 bis 4, wobei 4 den höchsten Wert für Gläubigerrechte darstellt.

Hausbankenprinzip

Der dritte Faktor, der in Bezug auf seine Implikationen für die Kapitalstruktur der österreichischen Unternehmen untersucht werden soll, ist das Hausbankenprinzip, das in Österreich (und Deutschland) die Beziehungen zwischen Banken und Unternehmen charakterisiert. Eine enge und lange andauernde Beziehung zwischen Unternehmen und finanzierender Bank kann wesentlich dazu beitragen, Agency-Kosten aufgrund von asymmetrischer Informationsverteilung zwischen Finanziers und Unternehmen abzubauen, die vor und nach der Entscheidung hinsichtlich der Finanzierungsentscheidung bestehen. Vor der Kapitalbereitstellung können Banken mit enger Kundenbeziehung gute von schlechten Risiken besser unterscheiden. Nach der Mittelbereitstellung reduziert die enge Beziehung zwischen Bank und Kunden die Kosten der Informationsoffenlegung für die Unternehmen. Alleine schon die Kontobeziehung liefert der Bank aufschlussreiche Informationen; regelmäßige Kontakte, Berichte usw. redu-

zieren die Informationskosten weiter und machen vielfach Informationen über die aktuelle Lage und Entwicklung des Unternehmens überhaupt erst zugänglich. Durch diesen regelmäßigen Informationsaustausch erhält die Bank nicht nur einen besseren und weniger kostenintensiven Einblick in die Finanzlage des Unternehmens, sondern unter Umständen auch Zugang zu Sicherheiten, die nicht in der Bilanz aufscheinen. Genauere Überwachung und Kontrolle durch Banken könnte es somit Unternehmen ermöglichen, mehr Kredite aufzunehmen (Rajan und Zingales, 1995).

Gleichzeitig erleichtern die dabei entstehenden impliziten Bindungen zwischen Banken und Unternehmen auch die Regelung von Leistungen, die ex ante nicht vertraglich vereinbart werden können. Dadurch kann die Bank eine Leistung erbringen, die man Hackethal und Schmidt (2000) folgend als Krisen- oder Liquiditätsversicherung bezeichnen kann: Reichen die internen Mittel zur Finanzierung einer Investition nicht aus oder droht eine Insolvenz, tritt

die Bank dem Unternehmen durch Nachschießen von Liquidität oder durch Unterstützung bei einer Sanierung zur Seite.²⁴

Obwohl die Existenz einer Hausbankbeziehung – gerade weil sie über informelle Beziehungen wirksam wird – von außen nur schwer direkt zu beobachten ist, kann in Österreich von der Praxis der langjährigen Loyalität zu einer Bank (bzw. der Loyalität der Bank zu ihren Kunden) ausgegangen werden. Es gibt empirische Hinweise darauf, dass Hausbanken eine höhere Kontinuität in ihrem Finanzierungsverhalten aufweisen. Valderrama (2001) interpretiert einen hohen Anteil der Kredite, die ein Unternehmen bei einer einzigen Bank aufgenommen hat, als Annäherung für das Vorliegen einer Hausbankbeziehung, und kommt zu dem Ergebnis, dass Unternehmen, die mindestens die Hälfte ihrer gesamten Verschuldung bei einer einzigen Bank aufgenommen haben, merklich weniger von geldpolitischen Maßnahmen betroffen waren. Ähnlich zeigten Elsas und Krahen (2004) für Deutschland, dass Banken mit Hausbankenstatus bei moderaten Bonitätsverschlechterungen des Kreditnehmers ihren Anteil an der Fremdfinanzierung deutlich ausweiten, wohingegen Banken ohne enge Beziehung zu ihren Kunden ihren Fremdfinanzierungsanteil konstant halten oder reduzieren.

Die Art und Weise, wie Banken ihre Finanzierungsfunktion wahrnehmen, hat auch einen Einfluss darauf, welche Aspekte der Finanzierung ein Kredit erfüllen kann: Während in Ländern mit geringer Ausprägung des Hausbankenprinzips Eigenkapital

immer vorzuzahlen ist und nur kurzfristig veranlagt werden kann, um im Krisenfall zum Liquiditätsausgleich herangezogen zu werden, können Unternehmen in Ländern wie Österreich oder Deutschland anlassbezogen auf kurzfristige Kredite bzw. Überziehungsrahmen zurückgreifen (Friderichs et al., 1999). Somit kann die Funktion des Eigenkapitals als langfristiges Finanzierungsinstrument in Österreich zum Teil durch langfristige Kredite erfüllt werden, und in dem Ausmaß, in dem die Bank einem Unternehmen im Krisenfall zur Seite steht, auch die Risikofunktion. Daher hängt die Solvenz von Unternehmen in hausbankbasierten Ländern wie Österreich weniger stark von der Bilanz ab als in Ländern mit einem primär kapitalmarktorientierten Finanzsystem. Das erhöht wiederum die Kreditwürdigkeit und damit die Möglichkeit, Kredite aufzunehmen.

In Ländern mit einem ausgeprägten Hausbankensystem ist daher zum einen generell eine geringere Eigenkapitalquote und zum anderen ein stärkerer Unterschied zwischen kleinen und großen Unternehmen zu erwarten. Die Finanzierung von kleineren Unternehmen ist durch einen regelmäßigen Informationsaustausch zwischen Kreditnehmer und Bank besonders begünstigt. Über kleinere Firmen liegen üblicherweise sehr wenige öffentliche Informationen vor, und angesichts ihrer geringen Größe ist es auch zumeist relativ teuer, sich Informationen zu beschaffen. Überdies wird bei kleineren, Eigentümergeführten Unternehmen die Geschäftsbeziehung zu Unternehmen

²⁴ Überdies wird durch diese Art der „exklusiven“ Finanzbeziehung auch eine Austrittshürde geschaffen, die den Wechsel zu einer anderen Finanzierungsform (oder auch nur zu einer anderen Bank) erschwert (Kaufmann, 1997). Auch das könnte die Eigenkapitalquote in Ländern mit einem ausgeprägten Hausbankensystem nach unten drücken.

und Eigentümer von den Banken vielfach als eine Einheit betrachtet und gesamthaft bewertet. In diesen Fällen werden auch die persönlichen Vermögensverhältnisse der Eigentümer (inklusive jener Vermögenswerte, die nicht in das Unternehmen eingebracht werden) evaluiert und Vermögenswerte aus dem Privatbesitz des Eigentümers und/oder persönliche Garantien als Besicherung eines Kredits herangezogen (Berger und Udell, 1998). Das spricht dafür, dass kleinere Unternehmen dann, wenn eine besonders intensive Beziehung zwischen Betrieb und kreditierender Bank besteht, tendenziell geringere Eigenmittel in ihrer Bilanz ausweisen.

Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen – Auswirkungen auf die Eigenkapitalausstattung?

In den letzten Jahren sind bei den institutionellen Rahmenbedingungen Änderungen zu beobachten. Neue steuerliche Regelungen zielen darauf ab, Eigen- und Fremdkapital gleich zu behandeln, während das verstärkte Aufkommen von Pensions- und Mitarbeitervorsorgekassen die Bedeutung von Pensions- und Abfertigungsrückstellungen in der Bilanz reduziert. Die Integration Österreichs in den einheitlichen europäischen Kapitalmarkt öffnet neue Finanzierungsquellen für die Unternehmen. Gleichzeitig könnten die Basel II-Bestimmungen die traditionellen Finanzbeziehungen zwischen Unternehmen und Banken auf eine geänderte

Grundlage stellen. Diese Veränderungen sollten an der Kapitalstruktur österreichischer Unternehmen nicht spurlos vorbeigehen.

In Österreich hat der Gesetzgeber zuletzt in mehreren Schritten versucht, die steuerlichen Unterschiede zwischen den Kapitalformen teilweise aufzuheben. So wurde im Zuge der Steuerreform 2000 der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen eine Abzugsfähigkeit von Zinsen auf den Eigenkapitalzuwachs gegenübergestellt, wobei diese Regelung mit der Steuerreform 2004/05 wieder abgeschafft wurde. Gleichzeitig wurde mit Anfang des Jahres 2005 der Körperschaftsteuersatz von 34% auf 25% reduziert, was die steuerliche Behandlung der Eigenkapitalfinanzierung für Kapitalgesellschaften zwar absolut verbessert, die bestehende Benachteiligung von Eigen- gegenüber Fremdkapital aber nicht abbaut.²⁵

Auch die mit der ersten Etappe der Steuerreform 2004/05 eingeführte Halbsatzbesteuerung von nicht entnommenen Gewinnen bei Einzel- und Mitunternehmern bis zu einer Höhe von 100.000 EUR pro Jahr wird zwar das Fehlen von Finanzierungsneutralität im österreichischen Steuersystem abmildern (Breuss et al., 2004), eine nachhaltige Eigenkapitalstärkung sollte damit aber nicht verbunden sein. Zum einen ist sie auf Land- und Forstwirte und bilanzierende Gewerbebetriebe beschränkt und schließt freie Berufe von der Anwendung der entsprechenden Bestimmung aus. Zum anderen wird nur die Innenfinanzierung, nicht aber

²⁵ Berücksichtigt man zusätzlich noch die Einkommensteuer, dann ist aus der Sicht der Kapitalgeber erstmals die Eigen- der Fremdkapitalfinanzierung gleichgestellt, wenn das Unternehmen die Gewinne nicht ausschüttet und der Anteilseigner seine Anteile nicht innerhalb der Spekulationsfrist veräußert (Frühwirth und Schwaiger, 2004). Da aber nicht-steuerliche Einflussfaktoren wie Agency-Kosten oder die Signalwirkung von Dividenden weiterhin zu Ausschüttungen führen werden, sollte die tatsächliche Gleichstellung der Finanzierungsformen nur für wenige Unternehmen von Relevanz sein.

die Außen- bzw. Beteiligungsfinanzierung gefördert (Staringer, 2003). Zudem ist es zweifelhaft, ob kleine Unternehmen, die die Zielgruppe dieser Bestimmung sind, über das notwendige Gewinnpotenzial verfügen. In diesem Segment werden steuerliche Instrumente zur Stärkung der Selbstfinanzierungskraft nur eingeschränkt wirksam sein, da die Unternehmer einen erheblichen Teil des Gewinns zur Finanzierung des eigenen Lebensunterhalts verwenden müssen (Breuss et al., 2004).

Stärkere Auswirkungen auf die Kapitalstruktur des österreichischen Unternehmenssektors dürften von Änderungen bei den Abfertigungs- und Pensionsrückstellungen ausgehen. Mit der Einrichtung von Mitarbeitervorsorge- und Pensionskassen besteht die Möglichkeit für Unternehmen, die Abfertigungs- und Pensionsansprüche der Arbeitnehmer auf eigens dafür eingerichtete Kapitalsammelstellen zu übertragen. So werden mit dem Betrieblichen Mitarbeitervorsorgegesetz die Abfertigungen für Dienstverhältnisse, die nach dem Jahr 2002 neu begründet wurden, abgeschafft und durch laufende Einzahlungen des Arbeitgebers an eine Mitarbeitervorsorgekasse ersetzt. Für die nach dem Jahr 2002 begonnenen Dienstverhältnisse werden daher keine Abfertigungsrückstellungen mehr gebildet. Gleichzeitig wurde die Möglichkeit geschaffen, Abfertigungsansprüche aus Dienstverhältnissen, die vor dem Jahr 2003 begründet wurden, auf eine Mitarbeitervorsorgekasse zu übertragen. Bei der betrieblichen Altersvorsorge ist ebenfalls eine Trendwende zu beobachten. Wie sich in Unternehmensumfragen zeigt, nimmt die Bedeutung der Pensi-

onskassen zu (Url, 2003). Im Ergebnis führt die neue gesetzliche Regelung bei den Abfertigungen und die Substitution von direkten Leistungszusagen in Form von Pensionsrückstellungen durch eine verstärkte Pensionsvorsorge außerhalb des Unternehmens zu einer Verkürzung der Unternehmensbilanzen und sollte sich langfristig in einem geringeren Fremdkapitalanteil niederschlagen.

Darüber hinaus könnte auch das Hausbankensystem Veränderungen erfahren. Schon in den letzten Jahren hat die zunehmende Integration Österreichs in die internationalen Finanzmärkte und die daraus resultierenden Disintermediationstendenzen das Finanzierungsverhalten verändert, indem etwa österreichische Unternehmen vermehrt Unternehmensanleihen aufgenommen haben (Waschiczek, 2004). Prima facie könnte man erwarten, dass davon die Finanzierung von Klein- und Mittelbetrieben aufgrund ihrer Größe weniger betroffen ist, da sich diese bei der Auswahl neuer Finanzierungsformen hohen Such- und Informationskosten gegenübersehen. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass Finanzinnovationen den Kapitalmarkt auch für kleine und mittlere Unternehmen öffnen könnten (Mooslechner, 1999).²⁶

Schließlich könnte auch „Basel II“ die Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken verändern. Unmittelbar wird die Kreditvergabe an Klein- und Mittelbetriebe dadurch zwar nicht beeinflusst, da für Kredite bis zu einem Volumen von 1 Mio EUR und für Unternehmen, die einen Jahresumsatz bis 50 Mio EUR aufweisen, Vergünstigungen bei der Eigenmittelberechnung bestehen. Wenn aber die Bonitätsbeurteilung eines Unterneh-

²⁶ Z. B. *Asset Backed Securities mit kleinem Forderungsvolumen, Bündelung von kleinen Anleiheemissionen.*

mens stärker als bisher auf finanzwirtschaftliche Daten fokussiert und qualitative Bereiche der Kreditbeurteilung, die bisher den Kern der Hausbankbeziehung gebildet haben, tendenziell eher in den Hintergrund treten, könnte die Kreditvergabe trotzdem betroffen sein.

Schlussbemerkungen

Der vorliegende Beitrag hat versucht, die Frage der Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen unter institutionellen Aspekten zu beleuchten. Ein internationaler Vergleich zeigt, dass unter Beachtung der hohen Unsicherheiten bezüglich der Datenlage auf aggregierter Ebene die Eigenkapitalausstattung in Österreich zwar nicht überdurchschnittlich hoch, aber auch nicht gering ist; lediglich für kleine Unternehmen kann ein deutlicher Abstand zu vergleichbaren europäischen Ländern gefunden werden. Weiters wurde dargelegt, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmenssektors das Produkt mehrerer institutioneller Einflussfaktoren ist. Dabei dürfte das Steuersystem die Eigenkapitalbildung in Österreich nicht markant stärker als in anderen Ländern benachteiligen. Vielmehr zeigt ein Überblick über die Unternehmensbesteuerung, dass in keinem Land der EU eine Steuerneutralität der Unternehmensfinanzierung besteht.

Bedeutender ist der Einfluss von spezifischen Regelungen des Insolvenzrechts und des Hausbankensystems in Österreich, die die Aufnahme von Fremdkapital erleichtern (ohne die Aufnahme von Eigenkapital zu behindern). Sie führen dazu, dass die von den (vor allem kleineren) öster-

reichischen Unternehmen ausgewiesene Eigenkapitalquote – insbesondere im internationalen Vergleich – nur ein unvollständiges Bild gibt: Es zeigt nicht das Privatvermögen der Unternehmenseigentümer, auf das die Banken eher zugreifen können als in Ländern mit schuldnerfreundlichem Insolvenzrecht, und auch nicht die höhere Bereitschaft der Banken, auch im Krisenfall weiterzufinanzieren. In diesem Sinn reduzieren die institutionellen Gegebenheiten das Eigenkapitalerfordernis der österreichischen Unternehmen (im Vergleich zu anderen Ländern).

Dadurch relativiert sich die Bedeutung dieser unterdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung, vor allem auch im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität in Österreich: Wenn Kredite im Krisenfall infolge der begünstigten Stellung der Banken im Insolvenzfall und des ausgeprägten Hausbankensystems nicht sofort fällig gestellt werden, kann Fremdkapital zumindest Teile der Finanzierungsfunktion und der Haftungsfunktion übernehmen, die unter anderen institutionellen Rahmenbedingungen nur das Eigenkapital leisten kann. Laut Pecking Order-Theorie ist zu erwarten, dass Unternehmen die Aufnahme von Schulden gegenüber der Eigenkapitalzufuhr von außen bevorzugen. Indem die institutionellen Rahmenbedingungen die Vergabe von Krediten erleichtern, erhöhen sie die Wahlmöglichkeit der Unternehmen bei der Finanzierungsentscheidung. Da Eigenkapital aufgrund seiner spezifischen Leistungsbestandteile die teuerste (Außen-)Finanzierungsform ist, werden dadurch auch Kostenüberlegungen berührt.²⁷

²⁷ Natürlich besteht auch umgekehrt zumindest theoretisch die Gefahr, dass Unternehmen Eigenkapitalerfordernisse durch Fremdkapital abdecken.

Gleichzeitig werden durch das Hausbankenprinzip Schwankungen in der Mittelbereitstellung an den Unternehmenssektor abgeschwächt. Makroökonomisch führt das dazu, dass Konjunkturzyklen tendenziell eher geglättet werden.

Abschließend soll noch einmal hervorgehoben werden, dass alle Aussagen unter der Einschränkung zu betrachten sind, dass im Rahmen dieser Arbeit nur einige institutionelle Faktoren analysiert werden konnten.

So wurde auf die Bedeutung von interessenpolitisch motivierten Einflüssen auf die Finanzmarktentwicklung nicht eingegangen. Hahn (2002) stellt fest, dass in der Vergangenheit die kritische Masse an kapitalmarktfähigen Unternehmen in Österreich gefehlt hat, um die Stellung des Risikokapitalmarkts in der Unternehmensfinanzierung stärker politisch zu fördern. Stattdessen dominieren Klein- und Mittelbetriebe, die einer Eigenkapitalaufnahme kritisch gegenüberstehen, da sie den Einfluss Dritter auf die Geschäftsführung vermeiden wollen, und die daher bei der externen Finanzierung die Kreditmärkte bevorzugen.

Nicht berücksichtigt wurden weiters die Effekte unterschiedlicher Ansatz- und Bewertungsvorschriften im Rechnungswesen. So sieht beispielsweise das Vorsichtsprinzip in

den österreichischen Bilanzierungsvorschriften vor, dass Vermögensgüter mit den Anschaffungskosten zu bewerten sind, was den Aufbau von stillen Reserven begünstigt und tendenziell das in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital unterschätzt.

Vollständig ausgeblendet blieb auch der Verwendungszweck der Finanzmittel, der zweifellos eine wesentliche Rolle für die Kapitalstruktur eines Unternehmens (bzw. auf aggregierter Ebene einer Volkswirtschaft) spielt. International tätige Unternehmen dürften ein anderes Risikoprofil aufweisen als primär auf den lokalen Markt orientierte Betriebe, und forschungsorientierte Marktführer anders zu finanzieren sein als Massenproduzenten, die sich in internationaler Perspektive im Aufholprozess befinden.

Auch auf den Einfluss des Kapitalangebots wurde nicht näher eingegangen. Allerdings unterliegt spätestens seit der Teilnahme Österreichs an der WWU das Kapitalangebot kaum noch Österreich-spezifischen Restriktionen, und auch die wachsende Bedeutung von institutionellen Investoren dürfte ähnliche Wirkungen gehabt haben. Die Frage der angemessenen Eigenkapitalausstattung der österreichischen Unternehmen kann erst nach genauer Untersuchung all dieser Faktoren endgültig beantwortet werden.

Literaturverzeichnis

- Berger, A. N. und G. F. Udell. 1998.** The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 1998-15.
- Breuss, F., S. Kaniovski und M. Schratzenstaller. 2004.** Steuerreform 2004/05 – Maßnahmen und makroökonomische Effekte. In: WIFO-Monatsberichte 8/2004. 627–643.
- Delbreil, M., A. Esteban, H. Friderichs, B. Paraque, F. Partsch und F. Varetto. 2000.** Corporate Finance in Europe from 1985 to 1996. European Committee of Central Balance Sheet Offices – Own Funds Working Paper.
- Deutsche Bundesbank. 1999.** Zur Unternehmensfinanzierung in Deutschland und Frankreich: Eine vergleichende Analyse. In: Monatsbericht. Oktober. 29–46.
- Elsas, R. und J. P. Krahenen. 2004.** Universal Banks and Relationships with Firms. In: Krahenen, J. P. und R. H. Schmidt (Hrsg.). The German Financial System. Oxford: Oxford University Press. 197–323.
- Europäische Kommission. 2001.** Company Taxation in the Internal Market. Commission Staff Working Paper 582.
- Fan, J. P. H., S. Titman und G. Twite. 2003.** An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices. European Finance Association Annual Conference Paper.
- Friderichs, H., B. Paraque und A. Sauvé. 1999.** Structures of Corporate Finance in Germany and France: A Comparative Analysis for West German and French Incorporated Enterprises with Special Reference to Institutional Factors. In: Sauvé, A. und M. Scheuer (Hrsg.). Corporate Finance in Germany and France. Frankfurt am Main. 64–136.
- Frühwirth, M. und M. Schwaiger. 2004.** Der Einfluss der Steuerreform 2005 auf die optimale Kapitalstruktur österreichischer Kapitalgesellschaften. In: Österreichische Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen 14(6). 184–187..
- Graham, J. R. 2003.** Taxes and Corporate Finance: A Review. The Review of Financial Studies 16(4). 1075–1129.
- Hackethal, A. und R. H. Schmidt. 2000.** Finanzsystem und Komplementarität. Working Paper Series: Finance & Accounting, Nr. 50. Goethe-Universität Frankfurt/Main. In: Kredit und Kapital. Beiheft 15.
- Hahn, F. 2002.** The Politics of Financial Development. WIFO Working Paper 187/2002.
- Harris, M. und A. Raviv. 1991.** The Theory of Capital Structure. In: Journal of Finance 64(1). 297–355.
- Jahn, U. 1998.** Insolvenzen in Europa. Bonn: Economica Verlag.
- Kaufmann, F. 1997.** Besonderheiten der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen. In: Kredit und Kapital 1. 140–155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny. 1998.** Law and Finance. Journal of Political Economy 106(6). 1113–1155.
- Modigliani, F. und M. H. Miller. 1958.** The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review 48(4). June. 261–297.
- Mooslechner, P. 1999.** Globalisierung, Finanzmarktstrukturen und Währungsunion. Unternehmensfinanzierung unter neuen Rahmenbedingungen. In: Frauwallner, E. und H. Handler (Hrsg.). Der Unternehmer und die Banken. Wien: Bundesministerium für wirtschaftliche Angelegenheiten. 47–71.
- Myers, S. C. 1984.** Capital Structure Puzzle. In: Journal of Finance 39(3). 575–592.
- Myers, S. C. und N. Majluf. 1984.** Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have. In: Journal of Financial Economics 13(2). 187–221.
- Rajan, R. G. und L. Zingales 1995.** What Do We Know about Capital Structure? In: Journal of Finance 50(5). 1421–1460.
- Rivaud-Danset, D., E. Dubocage und R. Salais. 2001.** Comparison between the Financial Structure of SMES and that of Large Enterprises (LES) Using the BACH Database. Economic Papers 155. European Commission.

- Smith, D. und P. Strömberg. 2005.** Maximizing the Value of Distressed Assets: Bankruptcy Law and the Efficient Reorganization of Firms. In: Laeven, L. (Hrsg.). Systemic Financial Distress: Containment and Resolution. Cambridge: Cambridge University Press (im Erscheinen).
- Staringer, C. 2003.** Die „Größte Steuerreform der Zweiten Republik“ und das Unternehmenssteuerrecht. In: Österreichische Steuerzeitung Nr. 19. Oktober: 414–420.
- Titman, S. und R. Wessels. 1988.** The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance 43(1). 1–19.
- Url, T. 2003.** Die Entwicklung der betrieblichen Altersvorsorge in Österreich. WIFO-Monatsberichte 4/2003. 325–331.
- Valderrama, M. T. 2001.** Bilanz- und Kreditvergabekanal: Eine Analyse anhand österreichischer Firmen. In: Berichte und Studien 3-4. Wien: Oesterreichische Nationalbank. 194–213.
- Waschiczek, W. 2004.** Die Bedeutung von Anleiheemissionen für die Unternehmensfinanzierung in Österreich. In: Geldpolitik und Wirtschaft 4, Wien: Oesterreichische Nationalbank. 41–55.