



# MASTERARBEIT / MASTER'S THESIS

Titel der Masterarbeit / Title of the Master's Thesis

## Steuern und Unternehmenssteuerung

Eine empirische Untersuchung zum Einfluss von Steuern auf  
unternehmerische Entscheidungen anhand der Kapitalstruktur und den  
Kapitalkosten von Unternehmen

verfasst von / submitted by

Verena Hiller, BSc

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements  
for the degree of

Master of Science (MSc)

Wien, 2016 / Vienna 2016

Studienkennzahl lt. Studienblatt /  
degree programme code as it appears on  
the student record sheet:

A 066 914

Studienrichtung lt. Studienblatt /  
degree programme as it appears on  
the student record sheet:

Masterstudium Internationale  
Betriebswirtschaft UG 2002

Betreut von / Supervisor:

Univ.-Prof. Dr. Thomas Pfeiffer



# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>VI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>VIII</b>
<b>1. Einführung und Problemstellung .....</b>	<b>1</b>
1.1. Einleitung .....	1
1.2. Zielsetzung und Motivation.....	2
1.3. Aufbau der Arbeit.....	3
<b>2. Der Einfluss von Steuern auf unternehmerische Entscheidungen .....</b>	<b>5</b>
2.1. Steuerplanung als Entscheidungsproblem im Unternehmen .....	5
2.2. Steuern im Bereich der Investition und Finanzierung .....	5
2.3. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen in Österreich und Deutschland .....	7
2.4. Die Wahl der optimalen Kapitalstruktur .....	9
2.4.1. Der Einfluss von Unternehmenssteuern auf die optimale Kapitalstruktur von Unternehmen .....	11
2.4.2. Der Einfluss persönlicher Steuern von Eigentümer auf die optimale Kapitalstruktur .....	14
2.5. Kapitalkosten als Steuerungsinstrument im Unternehmen.....	16
2.5.1. Die Rolle von Unternehmenssteuern bei der Ermittlung von Kapitalkosten .....	17
2.5.2. Die Berücksichtigung persönlicher Steuern von Eigentümer bei der Ermittlung von Kapitalkosten.....	19
2.6. Der Einfluss von Manager auf die Steuerstrategie des Unternehmens .....	21
<b>3. Untersuchungsziel .....</b>	<b>25</b>
3.1. Forschungsleitende Wirkungszusammenhänge.....	25
3.1.1. Der Einfluss von Steuern auf die Kapitalstruktur von Unternehmen ....	25
3.1.2. Die Kapitalstruktur sowie die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Auswirkungen auf Kapitalkosten .....	26
3.1.3. Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Auswirkungen auf die Höhe der Steuerquote .....	27
3.1.4. Steuerliche Effekte bei der Entlohnung von Managern.....	27

<b>4. Empirisches Forschungsdesign .....</b>	<b>29</b>
4.1. Methode .....	29
4.2. Operationalisierung und Messung .....	29
4.3. Fragebogendesign.....	31
4.4. Pretest .....	33
4.5. Auswertung.....	34
<b>5. Stichprobe .....</b>	<b>36</b>
5.1. Auswahl der Stichprobe .....	36
5.2. Erhebung und finale Stichprobe .....	37
<b>6. Deskriptive Statistiken.....</b>	<b>38</b>
6.1. Beschreibung der Stichprobe.....	38
6.1.1. Branche .....	38
6.1.2. Hauptsitz.....	39
6.1.3. Rechtsform .....	40
6.1.4. Position .....	41
6.1.5. Eigentum und Geschäftsführung .....	42
6.1.6. Mitarbeiter .....	43
6.2. Abbildung einzelner Fragestellungen .....	44
6.2.1. Persönliche Einstellung .....	44
6.2.2. Ziele der Steuerplanung im Unternehmen.....	45
6.2.3. Steuern in den verschiedenen Planungsbereichen des Unternehmens ...	46
6.2.4. Die Berücksichtigung verschiedener Arten von Steuern.....	47
6.2.5. Planungshorizont bei der Berücksichtigung von steuerlichen Effekten.	48
<b>7. Präsentation der Ergebnisse.....</b>	<b>49</b>
7.1. Investitionsrechenmodelle und die Ermittlung von Kapitalkosten.....	49
7.1.1. Investitionsrechenmodelle .....	49
7.1.2. Arten der Ermittlung von Kapitalkosten .....	51
7.1.3. Zeithorizont von Kapitalkosten .....	54
7.1.4. Höhe der Kapitalkosten .....	55
7.1.5. Steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten .....	57
7.1.6. Gründe für das Ignorieren von steuerlichen Effekten .....	60
7.2. Überprüfung von Wirkungszusammenhängen .....	62

7.2.1.	Der Einfluss von Steuern und die Kapitalstruktur von Unternehmen ....	62
7.2.2.	Der Einfluss der Kapitalstruktur auf die Höhe der Kapitalkosten.....	65
7.2.3.	Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und die Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Herleitung von Kapitalkosten .....	67
7.2.4.	Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Effekt auf die Höhe der Steuerquote .....	68
7.2.5.	Steuerliche Effekte bei der Entlohnung von Managern.....	71
<b>8.</b>	<b>Diskussion .....</b>	<b>74</b>
8.1.	Ergebnisse der deskriptiven Analysen.....	74
8.2.	Ergebnisse der Überprüfung von Wirkungszusammenhängen .....	79
<b>9.</b>	<b>Schlussbetrachtung .....</b>	<b>84</b>
<b>10.</b>	<b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>86</b>
10.1.	Literaturquellen .....	86
10.2.	Internetquellen .....	91
<b>11.</b>	<b>Anhang .....</b>	<b>92</b>
11.1.	Fragebogen .....	92
11.2.	Abstract (deutsch).....	105
11.3.	Abstract (english) .....	106

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Branchenzugehörigkeit.....	38
Abbildung 2: Hauptsitz.....	39
Abbildung 3: Gewählte Rechtsform .....	40
Abbildung 4: Position der befragten Person.....	41
Abbildung 5: Eigentum und Geschäftsführung .....	42
Abbildung 6: Anzahl Mitarbeiter .....	43
Abbildung 7: Persönliche Einstellung zum Thema Steuern.....	44
Abbildung 8: Ziele der Steuerplanung im Unternehmen.....	45
Abbildung 9: Steuern in Planungsbereichen des Unternehmens.....	46
Abbildung 10: Steuerarten (1/2).....	47
Abbildung 11: Steuerarten (2/2).....	47
Abbildung 12: Planungshorizont und Steuern.....	48
Abbildung 13: Investitionsrechenmodelle.....	49
Abbildung 14: Ermittlung von Kapitalkosten .....	51
Abbildung 15: Anpassung der Kapitalkosten .....	54
Abbildung 16: Höhe der Kapitalkosten .....	55
Abbildung 17: Steuerliche Effekte bei der Herleitung von Kapitalkosten .....	58
Abbildung 18: Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Herleitung des WACC..	59
Abbildung 19: Gründe für die Nicht-Berücksichtigung von steuerlichen Effekten .....	60
Abbildung 20: Kapitalstruktur.....	62
Abbildung 21: Steuerquote .....	63
Abbildung 22: Höhe von Kapitalkosten .....	65

Abbildung 23: Steuerquoten eigentümergeführter Unternehmen ..... 69

Abbildung 24: Steuerquoten fremd geführter Unternehmen ..... 70

Abbildung 25: Ausgestaltung der Entlohnungsverträge von Manager ..... 72

## **Abkürzungsverzeichnis**

AG - Aktiengesellschaft

CEO – Chief Executive Officer

CFO - Chief Financial Officer

DCF – Discounted Cash Flow

dEStG - deutsches Einkommensteuergesetz

dKStG - deutsches Körperschaftsteuergesetz

GmbH - Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbH & Co KG - Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie

Kommanditgesellschaft

KG - Kommanditgesellschaft

M - Mittelwert

öEStG - österreichisches Einkommensteuergesetz

öKStG - österreichisches Körperschaftsteuergesetz

p - Wahrscheinlichkeit

r - Korrelation

SD – Standardabweichung

WACC – Weighted Average Cost of Capital

# **1. Einführung und Problemstellung**

## **1.1. Einleitung**

Unternehmen stehen einem sehr komplexen Steuersystem gegenüber, welches von den unterschiedlichsten Arten von Steuern geprägt wird. Deren Auswirkungen auf unternehmerische Entscheidungen sind bereits seit Jahrzehnten Gegenstand wissenschaftlicher Auseinandersetzungen. Durch Studien wie beispielweise Graham (1996), Graham und Harvey (2001), Bancel und Mittoo (2004) und Brounen et al. (2004) wurde die Wirkung von Unternehmenssteuern auf die Kapitalstruktur von Unternehmen nachgewiesen und auch der Einfluss persönlicher Steuern auf Ebene von Investoren wurde durch Studien wie Givoli et al. (1992) und Graham (1998) belegt.

Diese Arbeit untersucht im Rahmen einer Befragung den Einfluss von Unternehmenssteuern sowie von persönlichen Steuern auf Ebene der Eigentümer auf unternehmerische Entscheidungen. Dabei kann der vermutete Effekt von Unternehmenssteuern auf die Kapitalstruktur von Unternehmen nachgewiesen werden. Unternehmen, die eine höhere Steuerlast tragen, machen sich demnach verstärkt den steuerlichen Vorteil, bedingt aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalkosten, zu Nutzen, was zu einem höheren Anteil an Fremdkapital im Unternehmen führt. Zu einer höheren Aufnahme an Fremdkapital können jedoch auch Steuern auf Ebene der Investoren führen. Diese fordern aufgrund ihrer persönlichen Steuerbelastung auf ausgeschüttete Gewinne höhere Renditen für ihr eingesetztes Kapital, was wiederum die Kapitalkosten für das Unternehmen steigen lässt.

Diese Arbeit bestätigt daher, dass sowohl Unternehmenssteuern als auch persönliche Steuern von Investoren einen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen eines Unternehmens ausüben. Werden Manager und auch Eigentümer jedoch danach gefragt wie steuerliche Effekte konkret in der Anwendung theoretischer Modelle berücksichtigt werden, wird deutlich, dass Steuern oftmals nicht aktiv in Prozesse der Entscheidungsfindung einbezogen werden. Gitman und Vandenberg (2000) stellen in ihrer Studie fest, dass die Mehrheit der von ihnen befragten Unternehmen bei der Ermittlung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte berücksichtigt. Auch rd. 16 Jahre später bestehen noch immer große

Unterschiede zwischen der Theorie und der praktischen Einbeziehung steuerlicher Effekte in theoretische Modelle wie dem Konzept der Kapitalkosten. So kann auch im Rahmen dieser Studie beobachtet werden, dass die Mehrheit der Unternehmen bei der Ermittlung von Kapitalkosten ebenfalls keine steuerlichen Effekte berücksichtigt. An dieser Stelle stellt sich daher die Frage, ob die Auswirkungen steuerlicher Effekte den Entscheidungsträgern in Unternehmen überhaupt bewusst sind.

## **1.2. Zielsetzung und Motivation**

Ziel dieser Arbeit ist es im Rahmen einer empirischen Studie den Einfluss steuerlicher Effekte auf unternehmerische Entscheidungen und dabei insbesondere auf Investitions- und Finanzierungsentscheidungen aufzuzeigen. Als Beurteilungskriterium sollen dabei die unternehmensspezifischen Kapitalkosten sowie die Kapitalstruktur von Unternehmen herangezogen werden.

Empirische Untersuchungen kommen oftmals zu dem Schluss, dass der Faktor Steuern in der unternehmerischen Praxis und insbesondere bei der Generierung von Kapitalkosten, überwiegend ignoriert wird.<sup>1</sup> Dies verwundert gerade auch vor dem Hintergrund, dass die allgemein bekannte Formel zur Ermittlung von gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten eine explizite Berücksichtigung von Unternehmenssteuern vorsieht.<sup>2</sup> Die Gründe des expliziten Ignorierens von steuerlichen Effekten blieben bislang ungeklärt und stellen eine Erkenntnislücke dar.<sup>3</sup> Im Rahmen dieser Arbeit sollen mögliche Gründe hierfür aufgezeigt werden.

Im Laufe der Arbeit werden Steuern auf drei unterschiedlichen Ebenen untersucht. Die erste Ebene betrifft die Unternehmen selbst. Diese sind von Unternehmenssteuern betroffen, welche bei Kapitalgesellschaften die Körperschaftsteuern darstellen. Jedoch spielen gerade auch im Rahmen von Finanzierung Steuern auf Ebene der Gesellschafter eine große Rolle, welche auf Ausschüttungen und Dividenden an die Gesellschafter anfallen und von letzteren auch zu tragen sind. Die Besteuerung von Gesellschaftern stellt daher die zweite Ebene dar, auf der die Wirkung von Steuern untersucht werden soll. Eine weitere Dimension, die in

---

<sup>1</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

<sup>2</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 14

<sup>3</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), Graham/Harvey (2001), Bancel/Mittoo (2004) sowie Brounen et al. (2004)

dieser Arbeit behandelt werden soll betrifft Steuern auf Ebene der Manager, welche die unternehmerischen Entscheidungen faktisch treffen und deren Einkünfte durch Steuern aufgrund einer unterschiedlichen Ausgestaltung von Entlohnungsverträgen beeinflusst bzw. gesteuert werden können.

Die meisten der auf diesem Gebiet bereits durchgeführten überwiegend U.S.-amerikanischen Studien basieren auf Daten, welche mithilfe von Datenbanken wie z.B. Compustat gesammelt und ausgewertet wurden. Direkte Befragungen wie im Falle dieser Studie sind eher die Ausnahme und stellen daher eine weitere Forschungslücke dar.<sup>4</sup>

### **1.3. Aufbau der Arbeit**

Die Arbeit gliedert sich in sieben Kapitel. Nachdem im ersten Kapitel die Motivation und der Aufbau der Arbeit erläutert wurden, wird im zweiten Kapitel der Arbeit zur theoretischen Einbettung auf die Rolle von Steuern bei Investitions- und Finanzierungsentscheidungen eingegangen. Hierbei werden zu Beginn die steuerlichen Rahmenbedingungen in Österreich und Deutschland beleuchtet. Im Fokus des weiteren Verlaufs des Kapitels steht sodann der Einfluss von Steuern insbesondere auf die Kapitalstruktur von Unternehmen sowie deren spezifische Kapitalkosten.

Der Faktor Steuern wird dabei auf drei Ebenen diskutiert. Somit soll nicht nur die Unternehmenssteuer, in Form der Körperschaftsteuer, sondern auch persönliche Steuern der Eigentümer, in Form von Einkommensteuer sowie der Einfluss von Manager auf steuerliche Sachverhalte im Unternehmen berücksichtigt werden. Neben dem Einfluss, den Steuern auf die vorherrschende Kapitalstruktur im Unternehmen ausüben, soll insbesondere der Umgang mit Steuern auf Ebene des Unternehmens sowie der Eigentümer bei der Herleitung von Kapitalkosten erforscht werden. Auch der Einfluss von Steuern auf Ebene des Managers auf die von ihm getroffenen unternehmerischen Entscheidungen soll im Rahmen der Befragung aufgedeckt werden.

Im Anschluss daran wird basierend auf den bisherigen Erkenntnissen das Untersuchungsziel festgelegt und die erwarteten und zu überprüfenden Wirkungszusammenhänge formuliert. Das Forschungsdesign und die zu erhebenden Dimensionen werden im vierten Kapitel vorgestellt. Auch der genaue Hergang der

---

<sup>4</sup> Vgl. z.B. Studien von MacKie-Mason (1990) und Givoli et al. (1992)

Studie wird an dieser Stelle der Arbeit erläutert. Die Stichprobe wird im fünften Kapitel der Arbeit vorgestellt. Um einen ersten Überblick über die an der Studie teilnehmenden Unternehmen zu erlangen, werden an dieser Stelle zuerst die demographischen Merkmale wie z.B. Branche und Rechtsform der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen dargelegt.

In den drauf folgenden Kapiteln sechs und sieben werden die Ergebnisse der Studie dargestellt. Zuerst werden die gewonnenen Erkenntnisse im Bezug auf die praktische Ermittlung von Kapitalkosten der Unternehmen dargelegt. Hier wird insbesondere auf die Art der Ermittlung sowie die Höhe der unternehmensspezifischen Kapitalkosten eingegangen. Sodann werden die zuvor aufgestellten Wirkungszusammenhänge überprüft. Die dadurch gewonnenen Erkenntnisse werden im Zusammenhang mit der bereits bestehenden Literatur diskutiert. Abschließend werden im siebten Kapitel die wichtigsten Ergebnisse der Studie abschließend zusammengefasst und mögliche zukünftige Forschungsfelder aufgezeigt.

## **2. Der Einfluss von Steuern auf unternehmerische Entscheidungen**

### **2.1. Steuerplanung als Entscheidungsproblem im Unternehmen**

Steuerliche Regelungen können unternehmerische Handlungsmöglichkeiten in ganz unterschiedlicher Art und Weise beeinflussen. So können sie bewirken, dass Entscheidungsalternativen, die ohne eine Berücksichtigung von Steuern als vorteilhaft erachtet werden, nach einer Berücksichtigung von Steuern, plötzlich als nachteilig identifiziert werden. Um Fehlsteuerungen zu vermeiden, sollten steuerliche Rahmenbedingungen daher in den Prozess der Entscheidungsfindung von betrieblichen Problemstellungen mit einbezogen werden.<sup>5</sup> Dabei muss nicht unbedingt das Ziel der Steuerminimierung an erster Stelle stehen. Es geht vielmehr darum den Einfluss und die Wirkung auf betriebliche Entscheidungen zu erkennen, um diese folglich in den Entscheidungsprozess integrieren zu können. Steuerliche Fragestellungen kommen dabei in den unterschiedlichsten Planungsbereichen eines Unternehmens vor.<sup>6</sup> Insbesondere im Bereich der Investitionsplanung und Finanzierung werden Steuern in zahlreichen theoretischen Modellen (z.B. bei der Bestimmung von Kapitalkosten) mit einbezogen.<sup>7</sup>

### **2.2. Steuern im Bereich der Investition und Finanzierung**

Wenn Änderungen der steuerlichen Bemessungsgrundlage Auswirkungen auf eine Investitionsentscheidung haben, sollten sie folglich auch in den Planungsprozess mit einbezogen werden.<sup>8</sup> „Unter Investition versteht man die Verwendung von Kapital, d.h. die längerfristige Bindung finanzieller Mittel in Vermögenswerten.“<sup>9</sup> Bei der Betrachtung von Bilanzen zeigen sich Investitionen überwiegend im Anlagevermögen in Form von z.B. Grundstücken, Maschinen oder auch Beteiligungen.<sup>10</sup> Bevor eine Investition jedoch getätigt wird, muss in einem ersten Schritt entschieden werden, ob

---

<sup>5</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 8ff

<sup>6</sup> Vgl. Rieger, S. (2011), S. 35

<sup>7</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 8ff

<sup>8</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 8ff

<sup>9</sup> Becker (2013), S. 37

<sup>10</sup> Vgl. Becker (2013), S. 37

eine konkrete Investition für das Unternehmen wirtschaftlich sinnvoll ist und daher grundsätzlich durchgeführt werden sollte. Liegen mehrere Investitionsalternativen vor, muss in einem zweiten Schritt entschieden werden, welche die für das Unternehmen vorteilhafteste Investition ist und nach diesem Kriterium eine Auswahl getroffen werden.<sup>11</sup> Verfahren der Investitionsrechnung mit Hilfe derer solche Entscheidungen getroffen werden können, werden primär danach unterteilt, ob sie das zeitliche Auftreten von Ein- und Auszahlungsströmen berücksichtigen. Bei statischen Verfahren wird der Faktor Zeit außer Acht gelassen. Bei dynamischen Verfahren wird der zeitlichen Abfolge der Ein- und Auszahlungen und deren aufgrund von Zinseszins Effekten verursachten unterschiedlichen Nutzenwertes durch Abzinsung der Zahlungsströme Rechnung getragen.<sup>12</sup> Große Bedeutung kommt dabei zweifelsohne dem Kalkulationszinssatz zu, bei dessen Herleitung auch steuerliche Auswirkungen mit einkalkuliert werden sollten. Wenn für die Durchführung von Investitionen beispielsweise Fremdkapital aufgenommen wird, fallen dadurch Zinsen an, die als Betriebsausgabe wiederum den zu versteuernden Gewinn mindern und somit auch die Steuerlast der Gesellschaft senken. Durch diesen steuerlichen Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen sind in Bezug auf den anzuwendenden Kalkulationszinssatz an Stelle der Bruttozinsen sodann die Nettozinsen nach Steuern zu berücksichtigen.<sup>13</sup>

Finanzielle Mittel müssen bevor sie in Form von Investitionen eingesetzt werden können, überhaupt erst zur Verfügung gestellt werden. „Der Begriff der Finanzierung kann definiert werden als die Beschaffung von finanziellen Mitteln.“<sup>14</sup> Eine Finanzierung kann anlassbezogen nur auf ein bestimmtes Projekt abzielen, es muss jedoch immer beachtet werden, dass das Unternehmen als ein Ganzes jederzeit im Stande ist seine kurzfristigen Verbindlichkeiten zu tilgen. Je nachdem, ob es sich um eine andauernde oder nur kurzfristige Finanzierung handelt, die Mittel aus dem Unternehmen selbst oder von einem externen Dritten kommen und ob eine Bereitstellung von finanziellen Mitteln auch eine Beteiligung am unternehmerischen Risiko mit sich bringt, gibt es verschiedene Möglichkeiten eine Finanzierung zu

---

<sup>11</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 235ff

<sup>12</sup> Vgl. Hölscher (2010), S. 15ff

<sup>13</sup> Vgl. Hölscher (2010), S. 81ff sowie Kaminski/Strunk (2012), S. 256ff

<sup>14</sup> Kaminski/Strunk (2012), S. 237ff

gestalten.<sup>15</sup> Bei der Außenfinanzierung wird dem Unternehmen von außerhalb Mittel zugeführt, dies kann z.B. durch die Aufnahme eines Bankkredites oder eines Darlehens erfolgen. Eine weitere Form der Außenfinanzierung stellt die Aufnahme von weiteren am Eigenkapital beteiligten Gesellschaftern sowie auch die Kapitalerhöhung dar. Im Gegensatz dazu finanziert sich ein Unternehmen im Rahmen der Innenfinanzierung aus eigener Kraft heraus. Dies kann durch die Einbehaltung von Gewinnen (anstelle von Ausschüttungen an die Gesellschafter) oder auch durch sonstige Kapitalfreisetzung wie z.B. das Auflösen von Rücklagen erfolgen. Neben dem Effekt der steuerlich vorteilhaften Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen, sind mit jeder der verschiedenen Finanzierungsformen auch unterschiedliche steuerliche Sachverhalte verbunden. Durch die Überlassung von Eigenkapital, der Übernahme von Geschäftsanteilen, erhält der Investor, falls Gewinne nicht thesauriert werden, eine Vergütung für die zur Verfügung gestellten Mittel in Form von Gewinnausschüttungen oder Dividenden. Gewährt der Investor ein bloßes Darlehen, erhält er als Vergütung für seine zur Verfügung gestellten Mittel eine meist im Vorfeld festgelegte Verzinsung.<sup>16</sup>

### **2.3. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen in Österreich und Deutschland**

Nachfolgend sollen die jeweiligen steuerrechtlichen Folgen der unterschiedlichen Finanzierungsformen dargestellt werden. Bereits ganz zu Beginn der unternehmerischen Tätigkeit legt jedoch die gewählte Rechtsform ganz genau fest in welchen steuerlichen Rahmenbedingungen die Unternehmung überhaupt tätig wird und welche steuerlichen Rechtsfolgen auf die Gesellschaft und ihre Gesellschafter anwendbar sind. Das Einkommen von Einzelunternehmungen und Personengesellschaften wie z.B. die Offene Gesellschaft (in Deutschland Offene Handelsgesellschaft) oder Kommanditgesellschaft wird nicht auf Ebene der Gesellschaft versteuert, sondern auf Ebene (der hinter der Gesellschaft stehenden) Gesellschafter.<sup>17</sup>

---

<sup>15</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 237ff

<sup>16</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 284ff

<sup>17</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2010), S. 20ff sowie Hölscher (2010) S. 462ff

Die Ermittlung der Einkünfte basiert sowohl im österreichischen (öEStG) als auch im deutschen Einkommensteuergesetz (dEStG) auf den sieben Einkunftsarten.<sup>18</sup> Im Gegensatz dazu verläuft bei der Besteuerung von Kapitalgesellschaften wie z.B. die Gesellschaft mit beschränkter Haftung und die Aktiengesellschaft steuerlich eine klare Trennung zwischen der Gesellschaft als selbständiges Steuersubjekt und den Gesellschaftern. Besteuerung von Einkünften der Gesellschaft erfolgt daher auf Ebene der Gesellschaft selbst durch die Körperschaftsteuer. Steuern auf Ebene der Gesellschafter fallen nur an, wenn seitens der Kapitalgesellschaften Gewinn- oder Dividendenausschüttungen vorgenommen werden, welche für die Gesellschafter sodann Einkünfte aus Kapitalvermögen darstellen. Während im Zusammenhang mit der Einkommensteuer zwischen den sieben Einkunftsarten unterschieden wird ordnet die Körperschaftsteuer bei Kapitalgesellschaften alle Einkünfte den Einkünften aus Gewerbebetrieb zu.<sup>19</sup> Bei der Ermittlung des relevanten Einkommens verweisen jedoch beide Rechtssysteme auf die sieben Einkunftsarten der jeweiligen nationalen EStG. Das somit ermittelte Einkommen unterliegt sodann einem Körperschaftsteuersatz, in Österreich in Höhe von 25 %, in Deutschland einem Körperschaftsteuersatz in Höhe von 15 %.<sup>20</sup> Im Rahmen von Finanzierungsentscheidungen kommt es je nachdem welche Art der Finanzierung gewählt wird insbesondere auf Ebene des Investors zu unterschiedlichen steuerlichen Folgen.

Wie bereits dargestellt, wird auf Ebene des Unternehmens das im Wirtschaftsjahr erzielte Einkommen der Körperschaftsteuer unterzogen. Ausschüttungen können erst aus dem bereits versteuerten Bilanzgewinn vorgenommen werden. Werden Ausschüttungen beschlossen hängt die weitere steuerliche Behandlung der Ausschüttung auf Investorenebene sodann davon ab, ob es sich bei dem empfangenden Investor um eine natürliche Person oder ebenfalls um eine Gesellschaft handelt. Ist der Empfänger der Ausschüttung eine natürliche Person, handelt es sich

---

<sup>18</sup> Vgl. Aufzählung der der Einkommensteuer unterliegenden Einkünfte im österreichischen sowie deutschen Recht nach § 2 Abs. 3 öEStG sowie § 2 Abs. 1 dEStG: 1. Einkünfte aus Land- und Forstwirtschaft (§ 21 öEStG sowie § 13 dEStG), 2. Einkünfte aus selbständiger Arbeit (§ 22 öEStG sowie 18 dEStG), 3. Einkünfte aus Gewerbebetrieb (§ 23 öEStG sowie § 15 dEStG), 4. Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit (§ 25 öEStG sowie 19 dEStG), 5. Einkünfte aus Kapitalvermögen (§ 27 öEStG sowie 20 dEStG), 6. Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung (§ 28 öEStG sowie § 21 dEStG) und 7. Sonstige Einkünfte (§ 29 öEStG sowie 22 dEStG)

<sup>19</sup> Vgl. Kaminski/Strunk (2012), S. 23ff, Hölscher (2010), S. 504ff sowie zur Einkommensermittlung in Österreich und Deutschland: § 7 Abs. 3 öEStG sowie § 8 Abs. 2 dKöStG

<sup>20</sup> Vgl. zur Höhe des Körperschaftsteuersatz § 22 Abs. 1 öKStG (25 %) sowie § 23 Abs. 1 dKStG (15 %)

sowohl im österreichischen als auch im deutschen Steuerrecht um Einkünfte aus Kapitalvermögen, welche der Kapitalertragsteuer unterliegen. Die Höhe des darauf anwendbaren Steuersatzes beträgt in Deutschland nach §32 dEStG 25 % und in Österreich ab dem 01.01.2016 gem. § 27 öEStG 27,5 %, unabhängig von Haltedauer und Beteiligungsausmaß. Auch Rückflüsse in Form von Zinszahlungen aus Darlehen und Anleihen stellen für eine natürliche Person in Österreich sowie in Deutschland Einkünfte aus Kapitalvermögen dar und müssen mit den jeweiligen Steuersätzen versteuert werden.<sup>21</sup> Anders als bei natürlichen Personen stellen Gewinnausschüttungen bei empfangenden Unternehmen in Österreich Beteiligerträge dar. Diese sind beim empfangenden inländischen Unternehmen grundsätzlich von der Körperschaftsteuer befreit. Auch in Deutschland unterliegen gem. dem Dividendenprivileg in §8b dKStG nur 5 % der Dividenden und Ausschüttungen der Körperschaftsteuer.<sup>22</sup> Zinseinkünfte aus gewährten Darlehen oder Anleihen sind hingegen im Rahmen der Gesamteinkünfte eines Wirtschaftsjahres der Körperschaftsteuer zu unterziehen.

Je nach Form der Finanzierung können unterschiedliche Arten von Steuern anfallen, zum einen auf Ebene des Unternehmens und zum anderen auf Ebene der Gesellschafter.

## 2.4. Die Wahl der optimalen Kapitalstruktur

Große Aufmerksamkeit wurde in der Vergangenheit im Rahmen der Finanzierungstheorie dem Bereich der optimalen Finanzierungsstruktur beigemessen sowie der Frage inwieweit sich die aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen ergebenden Vorteile auf den Grad der Verschuldung eines Unternehmens auswirken.<sup>23</sup>

Vorreiter in diesem Gebiet der Forschung waren dabei sicherlich Modigliani und Miller. Sie zeigen mit ihrer 1958 veröffentlichten Arbeit, dass die Kapitalstruktur eines Unternehmens in einem vollkommenen Kapitalmarkt keinen Einfluss auf den Marktwert eines Unternehmens hat. Des Weiteren folgern sie, dass die von den

---

<sup>21</sup> Vgl. Wirtschaftskammer Österreich, Infoblatt „Die Besteuerung von Kapitalvermögen“, Stand: Jänner 2016

<sup>22</sup> Beteiligerträge gem. § 10 KStG sind iVm. §94 EStG in Österreich steuerfrei; In Deutschland nach § 8 KStG zu 95 % steuerfrei; Vgl. auch Wirtschaftskammer Österreich, Infoblatt „Körperschaftsteuer“, Stand: Jänner 2016

<sup>23</sup> Vgl. Shackelford/Shevlin (2001), S. 321ff sowie Hanlon/Heitzman (2010), S. 152ff

Investoren geforderte Rendite, eine lineare Funktion des Verschuldungsgrades des Unternehmens ist und die Kalkulationszinssätze, die zur Überprüfung der Vorteilhaftigkeit einer Investition herangezogen werden, ebenfalls unabhängig von der herrschenden Finanzierungsstruktur des Unternehmens sind.<sup>24</sup> Da diese Ergebnisse auf der Annahme eines vollkommenen und perfekten Marktes basieren, bedeutet dies im Umkehrschluss, dass Faktoren wie z.B. Steuern oder auch Informationsasymmetrien in einem realen Markt sehr wohl Einfluss auf die optimale Kapitalstruktur und in weiterer Folge den Marktwert eines Unternehmens ausüben.<sup>25</sup> Unter der Einbeziehung von steuerlichen Effekten kommen Modigliani und Miller in ihrer 1963 veröffentlichten Arbeit zu dem Schluss, dass die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen dazu führt, dass die optimale Kapitalstruktur eines Unternehmens aus der Finanzierung durch ausschließlich Fremdkapital besteht. Grund dafür ist die Tatsache, dass das Unternehmen einen steuerlichen Vorteil dadurch erfährt, dass es Zinsen gewinnmindernd in Abzug bringen kann, Dividenden auf bereit gestelltes Kapital hingegen nicht. So besteht für Unternehmen durch die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen also ein konkreter Anreiz sich zu verschulden.<sup>26</sup> Das Theorem von Modigliani und Miller war zweifelsohne der Ausgangspunkt für zahlreiche weitere Überlegungen auf diesem Gebiet der Finanzierungslehre.<sup>27</sup>

Tradeoff Theorien untersuchen dabei ganz gezielt den Einfluss von Steuern auf die Wahl der optimalen Finanzierungsstruktur. Sie unterstellen, dass jedes Unternehmen eine nutzenmaximale Kapitalstruktur hat, bei der die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten des Unternehmens minimiert werden. Da die (nachsteuerlichen) Kosten für Fremdkapital gewöhnlich niedriger sind als die Kosten für Eigenkapital, wird gefolgert, dass Unternehmen solange Fremdkapital zur Finanzierung nutzen sollten bis die dadurch geschaffenen Grenzerlöse größer als die dadurch verursachten Grenzkosten sind oder der Nutzen aufgrund der Steuervorteile von Fremdkapital durch die Kosten einer möglichen finanziellen Notlage ausgeglichen wird.<sup>28</sup> Bei den in diesem Zusammenhang mit einem hohen Anteil an Fremdkapital möglichen Kosten einer finanziellen Notlage, den sogenannten Kosten für *Financial Distress* und *Bankruptcy*,

---

<sup>24</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261ff sowie Hanlon/Heitzman (2010), S. 152

<sup>25</sup> Vgl. Myers (2001), S. 81ff

<sup>26</sup> Vgl. Modigliani/Miller (1963), S. 433ff sowie Hanlon/Heitzman (2010), S. 152

<sup>27</sup> Vgl. Myers (2001), S. 81ff

<sup>28</sup> Vgl. Graham (2006), S. 592, Myers (2001), S. 88ff sowie Baker et al. (2011) S. 196ff

handelt es sich einerseits um potentielle Imageprobleme, die das operative Geschäft negativ beeinträchtigen können sowie um mögliche Kosten für Restrukturierungs- und Konkursmaßnahmen.<sup>29</sup>

Der Tradeoff Theorie folgend, sollten wertorientierte Unternehmen, bei denen ein geringes Risiko an Financial Distress besteht, möglichst alle die sich durch die steuerliche Abzugsfähigkeit von Fremdkapital ergebenden Vorteile nutzen. Trotzdem gibt es unzählige höchst profitable Unternehmen, die über Jahre hinweg mit niedrigen Verschuldungsquoten operieren. Die Sorge um einen potentiellen Imageverlust oder sogar finanzbehördliche Strafen halten Unternehmen oftmals davon ab eine aggressivere Steuerstrategie zu verfolgen.<sup>30</sup> Bisherige Studien haben ergeben, dass diese Sorge insbesondere sehr stark bei Familienunternehmen, die durch die Einheit von Eigentum und Geschäftsleitung charakterisiert sind, ausgeprägt ist.<sup>31</sup>

#### **2.4.1. Der Einfluss von Unternehmenssteuern auf die optimale Kapitalstruktur von Unternehmen**

Wie sich Unternehmenssteuern auf die Kapitalstruktur eines Unternehmens auswirken wurde bereits durch zahlreiche Studien erhoben, diese kamen jedoch überwiegend zu gegensätzlichen Ergebnissen. So schlugen die ersten empirischen Versuche den Zusammenhang zwischen Steuern und der Kapitalstruktur eines Unternehmens aufzuzeigen fehl.<sup>32</sup> Bradley et al. (1984) untersuchen in ihrer Studie den Einfluss von Tax Shields, welche nicht auf die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen zurückzuführen sind. Dabei handelt es sich beispielsweise um steuerliche Vorteile aufgrund von Sofortabschreibungen oder Investitionsförderungen. Bradley et al. (1984) sehen diese nicht aus der Verschuldung resultierenden Tax Shields als Substitute für das sich aus der Verschuldung eines Unternehmens ergebende Tax Shield und unterstellen daher einen negativen Wirkungszusammenhang mit der Aufnahme von Fremdkapital. Entgegen ihren Erwartungen stellen sie jedoch fest, dass die Finanzierung durch Fremdkapital in einem positiven Verhältnis zum Vorliegen von Nicht-Verschuldungs Tax Shields steht. Als mögliche Erklärung für dieses Ergebnis geben sie an, dass höhere Nicht-Verschuldungs Tax Shields als Anzeichen für eine gewisse Anlagenintensität des

---

<sup>29</sup> Vgl. Volkart (2006), S. 38ff

<sup>30</sup> Vgl. Myers (2001), S. 88ff

<sup>31</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 41ff

<sup>32</sup> Vgl. Givoli et al. (1992), S. 331 sowie Graham (2006), S. 592

Unternehmens gesehen werden könnten. Da dieses Anlagevermögen im Fall von Fremdfinanzierung als besichert werden kann erleichtert dies die Aufnahme von Krediten und führt daher zu einem höheren Anteil an Fremdkapital.<sup>33</sup>

Im Vergleich zu seinen Vorgängern berücksichtigt MacKie-Mason (1990) in seiner Studie explizit auch den Zusammenhang zwischen Tax Shields und dem Grenzsteuersatz von Unternehmen. Viele der vorherigen Studien konzentrieren sich zu sehr auf Tax Shields und vernachlässigen dabei die Tatsache, dass Tax Shields jedoch nur einen geringfügigen Einfluss auf den Grenzsteuersatz eines Unternehmens haben. Anders als der Großteil seiner Vorgänger deckt MacKie-Mason (1990) in seiner Studie einen klaren Zusammenhang zwischen dem Grenzsteuersatz und der Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen auf.<sup>34</sup>

Givoli et al. (1992) decken in ihrer Studie ebenfalls einen signifikanten Wirkungszusammenhang zwischen der Steuerquote und der Kapitalstruktur eines Unternehmens auf und beweisen somit, dass die Unternehmenssteuer Einfluss auf die Kapitalstruktur ausübt. Sie nutzen die in den USA statt gefundene Steuerreform im Jahr 1986 als Möglichkeit die Auswirkungen der sich dadurch verändernden Steuersätze auf die Finanzierungssituation von Unternehmen zu erfassen. Dabei definieren sie die Steuerquote als Quotient der in der Periode angefallenen Steuern (zzgl. abgezinster zukünftiger latenter Steuern) und dem Ergebnis vor Steuern der Periode. Givoli et al. (1992) legen darüber hinaus noch weitere interessante Erkenntnisse über den bereits von Bradley et al. (1984) angeführten Substitutionseffekt von Nicht-Verschuldungs-Tax Shields dar. Die Steuerreform 1986 beinhaltete auch einige Einschnitte im Bereich der Investitionsförderungen und Sonderabschreibungen. So entdecken sie, dass Unternehmen, deren Nicht-Verschuldungs-Tax Shields dadurch deutlich reduziert wurden, ihren Fremdkapitalanteil eher erhöhen. Ihrer Meinung nach besteht also tatsächlich ein Substitutionseffekt zwischen Verschuldungs-Tax Shields und Nicht-Verschuldungs-Tax Shields.<sup>35</sup>

Auch Graham (1996) untersucht in seiner Arbeit den Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad, also dem Anteil des Fremdkapitals am Eigenkapital und dem Grenzsteuersatz von Unternehmen. Den Grenzsteuersatz eines Unternehmens leitet er

---

<sup>33</sup> Vgl. Bradley et al. (1984), S. 857ff

<sup>34</sup> Vgl. MacKie-Mason (1990), S. 1.479ff

<sup>35</sup> Vgl. Givoli et al. (1992), S. 331ff

dabei aus dem Barwert aller gegenwärtig und zukünftig zu zahlenden Steuern unter der Berücksichtigung von Verlustvorträgen ab, die für eine zusätzliche Geldeinheit anfallen. Er kommt zu dem Ergebnis, dass Unternehmen mit einem höheren Steuersatz tatsächlich mehr Fremdkapital aufnehmen, als Unternehmen mit einem niedrigeren Steuersatz.<sup>36</sup> Dass dieser Vorteil der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen bei der Wahl der optimalen Finanzierungsstruktur in der Praxis grundsätzlich jedoch nur als mäßig wichtig erachtet wird, decken Graham und Harvey (2001) in einer späteren Studie auf. Von den befragten CFOs geben nur rd. 45 % an, dass sie die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen bei der Entscheidung der Finanzierungsstruktur des Unternehmens als wichtig erachten. Graham et al. stellen weiter fest, dass der steuerliche Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen am höchsten für große, regulierte und Dividenden ausschüttende Unternehmen ist. Sie vermuten, dass diese Unternehmen wohl relativ hohe Steuersätze aufweisen und folglich einen höheren Anreiz haben Fremdkapital aufzunehmen. Als wichtig im Zusammenhang mit der Entscheidung wie viel Fremdkapital ein Unternehmen aufnehmen soll, werden der Studie von Graham und Harvey (2001) zufolge nur finanzielle Flexibilität (rd. 59 %) sowie ein gutes Unternehmensrating (rd. 57 %) erachtet. Interessant ist auch, dass nur rd. 5 % der Befragten, persönlichen Steuern auf Ebene der Investoren bei der Bestimmung der Verschuldungsquote des Unternehmens als wichtig erachten.<sup>37</sup>

Bancel und Mittoo (2004) knüpfen an die Ergebnisse von Graham und Harvey (2001) an, die anhand von U.S. Unternehmen durchgeführt wurden und führen eine ähnliche Studie anhand von Unternehmen aus sechzehn verschiedenen europäischen Ländern durch. Ähnlich wie bei Graham und Harvey (2001) finden sie heraus, dass die große Mehrheit der Unternehmen, bei der Frage welche Faktoren den angemessenen Anteil von Fremdkapital im Unternehmen bestimmen, finanzielle Flexibilität (rd. 91 %) sowie gutes Kreditrating (rd. 73) für wichtig bzw. sehr wichtig erachten. Für rd. 58 % der befragten Unternehmen ist der steuerliche Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapital ein wichtiger bzw. sehr wichtiger Faktor bei der Entscheidung wie viel Fremdkapital aufgenommen werden soll. Rd. 11 % der befragten Unternehmen halten darüber hinaus auch die persönlichen Steuern von Investoren, welche auf Ebene der

---

<sup>36</sup> Vgl. Graham (1996), S. 41ff

<sup>37</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 209ff

Investoren auf Ausschüttungen und Dividenden anfallen, als wichtigen bzw. sehr wichtigen Faktor bei der Bestimmung der optimalen Verschuldung.<sup>38</sup>

Brounen et al. (2004) knüpfen ebenfalls an die von Graham und Harvey (2001) durchgeführte Studie an, weiten dabei aber den Inhalt ihrer Studie auf Investitionsverfahren und insbesondere Kapitalkosten aus. Auch sie finden heraus, dass finanzielle Flexibilität der Schlüsselfaktor ist nachdem Unternehmen ihre Kapitalstruktur bestimmen. Der steuerliche Vorteil aufgrund der Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen wird bei Brounen et al. sogar nur als viert wichtigster Faktor (rd. 45 %) angesehen. Bei den deutschen Unternehmen geben nur rd. 21 % an ebendiesen Effekt als wichtig zu erachten. Auch der im Zusammenhang mit der Trade-Off-Theorie einhergehenden Kosten für *Bankruptcy* wird keine große Bedeutung zugemessen. Hierbei ist die Bedeutung jedoch größer, je höher der Anteil von Fremdkapital im Unternehmen ist. In Bezug auf die persönlichen Steuern auf Ebene der Eigentümer kommen auch Brounen et al. zu dem Ergebnis, dass diesen Steuern keine große Bedeutung zukommt (rd. 5 %). Bei den deutschen Unternehmen sind es rd. 6 % der Unternehmen, die eine Berücksichtigung von persönlichen Steuern von Eigenkapitalgebern als wichtig bzw. sehr wichtig erachten.<sup>39</sup> In einer Studie über Unternehmen der OECD Länder finden Faccio und Xu (2015) heraus, dass sowohl Unternehmenssteuer als auch persönliche Steuern von Eigentümern einen Einfluss auf die Wahl der Finanzierungsstruktur der untersuchten Unternehmen haben. Sie beobachten, dass Unternehmen dazu tendieren den Anteil des Fremdkapitals zu erhöhen, wenn sich sowohl der Unternehmenssteuersatz als auch der Steuersatz auf Dividendeneinkünfte erhöht. Im Gegensatz dazu beobachten sie, dass der Fremdkapitalanteil eher reduziert wird, wenn der Steuersatz auf Zinseinkünfte steigt.<sup>40</sup>

#### **2.4.2. Der Einfluss persönlicher Steuern von Eigentümer auf die optimale Kapitalstruktur**

Nicht nur die Ebene des Unternehmens, sondern auch auf Ebene der Investoren, die dem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellen, fallen, bedingt durch Ausschüttungen und Dividenden, Steuern an. Dieser Aspekt wird bereits 1977 von

---

<sup>38</sup> Vgl. Bancel/Mittoo (2004), S. 6ff

<sup>39</sup> Vgl. Brounen et al. (2004), S. 2ff

<sup>40</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277ff

Miller aufgegriffen. Miller (1977) zeigt dabei in seinem Modell, dass Investoren mit niedrigeren persönlichen Steuersätzen eher steuerlich benachteiligte Anleihen eines Unternehmens halten, anstelle von Aktien. Dadurch beziehen Sie Zinseinkünfte, die sie sodann selbst versteuern müssen. Im Gegensatz dazu tendieren Investoren mit höheren persönlichen Steuersätzen eher dazu Aktien ohne Dividendenausschüttungen zu halten. Ihre Einkünfte werden auf diesem Wege erst zeitlich verzögert durch den Verkauf ebendieser Aktien realisiert, da die dadurch generierten Gewinne steuerlich vorteilhafter behandelt werden. Im Umkehrschluss wird unterstellt, dass Aktien von Unternehmen, die ihren Aktionären tendenziell höhere Dividenden bezahlen, eher von Investoren mit niedrigeren Grenzsteuerraten gehalten werden.<sup>41</sup>

Auch Graham (1998) unterstützt mit seiner Studie die Erkenntnis, dass Unternehmen mit höheren Steuersätzen einen größeren Anteil an Fremdkapital aufweisen und zeigt des Weiteren auch die Wichtigkeit persönlicher Steuern auf Investorenebene im Zuge der Wahl der optimalen Finanzierung auf. Er zeigt, dass persönliche Steuern den Anreiz zur Finanzierung durch Fremdkapital deutlich reduzieren. Sie neutralisieren ihn jedoch nicht vollständig.<sup>42</sup> Givoli et al. (1992) untersuchen in ihrer Studie neben den Auswirkungen der Unternehmenssteuer und der Nicht-Verschuldungs-Tax Shields auch den Einfluss persönlicher Steuern von Investoren, da sich im Zuge der Steuerreform 1996 in den USA auch in diesem Bereich Veränderungen zugetragen haben. Einkünfte aus Kapitalvermögen wurden vor der Steuerreform für den Investor vorteilhafter, mit einem geringeren Steuersatz versteuert. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen den persönlichen Steuern auf Ebene der Investoren und der Kapitalstruktur besteht. Da jedoch keine Daten über die individuellen Steuersätze der Investoren vorliegen, messen sie diesen Zusammenhang anhand der Dividendenrendite, weshalb der Einfluss nur indirekt festgestellt werden kann.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> Vgl. Miller (1977), S. 261ff

<sup>42</sup> Vgl. Graham (1998), S. 147ff

<sup>43</sup> Vgl. Givoli et al. (1992), S. 331ff

## 2.5. Kapitalkosten als Steuerungsinstrument im Unternehmen

Kapitalkosten werden schon seit langem als ausschlaggebende Komponente bei der Bewertung und dem Vergleich von unterschiedlichen Investitionen und Finanzierungsmöglichkeiten gesehen. Kapitalkosten stellen die erwartete Rendite dar, die der Gesellschaft Mittel zur Verfügung stellen. Sie lassen sich daher von der Verfügbarkeit und den Kosten eines gewissen Aufkommens an finanziellen Mitteln ableiten, welche zu einem bestimmten Zeitpunkt und zu einem bestimmten Zweck eingesetzt werden.<sup>44</sup> Eine wichtige Erkenntnis aus der Finanzierungstheorie ist, dass der Gebrauch einer beliebigen Art von Kapital für die Investoren, die dieses Kapital zur Verfügung stellen Opportunitätskosten darstellen. Investoren werden durch den Finanzmarkt eine Vielzahl an Investitionsalternativen aufgezeigt. Der Kapitalkostensatz stellt eine Art Benchmark dar, der Investoren erlaubt die verschiedenen Anlagealternativen miteinander zu vergleichen. Ist ein Unternehmen nicht dazu in der Lage mehr als die geforderten Kapitalkosten zu verdienen, wird kein Gewinn oder Wert geschaffen.<sup>45</sup> Der in der Theorie und Praxis weit verbreitete Ansatz, die spezifischen Kapitalkosten eines Unternehmens zu ermitteln, ist das Konzept der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital), im Folgenden genannt WACC.<sup>46</sup>

$$WACC = r_D (1 - T_C) D / V + r_E E / V$$

wobei:

$r_D$  = Fremdkapitalkosten

$r_E$  = Eigenkapitalkosten

$T_C$  = Unternehmenssteuersatz

$D$  = Marktwert des Fremdkapitals

$E$  = Marktwert des Eigenkapitals

$V$  = Gesamtwert des Unternehmens

---

<sup>44</sup> Vgl. Giddy (1981), S. 263

<sup>45</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 14

<sup>46</sup> Vgl. Bruner et al (1998), S. 14 sowie Myers (2001), S. 84ff

Die Zinsen, die das Unternehmen für Fremdkapital bezahlen muss, lassen sich von der steuerlichen Bemessungsgrundlage gewinnmindernd abziehen. Somit schützen sie das Unternehmen vor der Unternehmenssteuer. Diese Steuerersparnis stellt das sogenannte Tax Shield dar. Die Höhe der Unternehmenssteuern, die von einer Unternehmung, die teilweise oder gänzlich fremdfinanziert wird, getragen werden muss, ist daher geringer als die Höhe der Unternehmenssteuer einer bis auf die Finanzierungsstruktur identischen Unternehmung, die sich ausschließlich durch Eigenkapital finanziert. Bei Anwendung des WACC-Ansatzes ist der Fremdkapitalkostensatz also um den Unternehmenssteuersatz zu verringern, um so den Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen zu berücksichtigen.<sup>47</sup> Erhöht sich der Anteil des Fremdkapitals eines Unternehmens, führt dies dazu, dass der durchschnittliche Kapitalkostensatz des Unternehmens sinkt. Eine Nichtbeachtung der steuerlichen Effekte (*weiter oben dargestellt durch  $(1-T_C)$* ) würde zu dem bereits vorgestellten Modigliani/Miller Theorem (1958) führen, bei dem unter Annahme eines vollkommenen und perfekten Marktes, die Kapitalstruktur eines Unternehmens irrelevant ist.<sup>48</sup>

### **2.5.1. Die Rolle von Unternehmenssteuern bei der Ermittlung von Kapitalkosten**

Die Wichtigkeit des WACC, als Kalkulationszinssatz wird in der Mehrzahl der empirischen Studien zu Investitionsrechenverfahren bestätigt. So erheben auch Schall et al. (1978), dass rd. 46 % der in ihrer Studie befragten Unternehmen im Rahmen von Investitionsentscheidungen den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) als Zinssatz heranziehen. Von den Befragten benutzen rd. 31 % ausschließlich den WACC, weitere 16 % geben an, mehrere Verfahren in Kombination zu verwenden. Des Weiteren finden sie heraus, dass von 88 % der befragten Unternehmen im Rahmen von Investitionsentscheidungen einen Zinssatz nach Steuern sowie auch Cash Flows nach Steuern heranzieht. Die durchschnittlichen Kapitalkosten ebendieser Unternehmen liegen bei 11,4 %. Die durchschnittlichen Kapitalkosten der Unternehmen, deren Zinssatz sowie Cash Flows vor Steuern errechnet werden, betragen im Durchschnitt 14,3 %.<sup>49</sup> Auch in ihren 1980 und 1997 durchgeführten Studien stellen Gitman und

---

<sup>47</sup> Vgl. Streitferdt (2008), S. 2

<sup>48</sup> Vgl. Volkart (2006), S. 37ff

<sup>49</sup> Vgl. Schall et al. (1987), S. 283f

Mercurio fest, dass die große Mehrheit der Unternehmen bei der Berechnung ihrer Kapitalkosten eine Art gewichteten Durchschnitt verwendet. Während in der Studie von 1980 rd. 83 % der befragten Unternehmen angeben einen gewichteten Durchschnittskostensatz zu verwenden, sind es in der im Jahre 1997 durchgeföhrten Studie bereits 92 %. In der Neuauflage der Studie aus dem Jahr 2000 stellen sie fest, dass es teilweise große Unterschiede zwischen Theorie und Praxis gibt. Die Mehrheit der befragten Unternehmen gibt an, bei der Ermittlung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Anpassungen vorzunehmen. Nur rd. 43% der befragten Unternehmen geben an, steuerliche Effekte anhand der Fremdkapitalzinsen zu berücksichtigen, weitere 32% geben an, steuerliche Effekte im Rahmen des Finanzierungsleasing zu berücksichtigen.<sup>50</sup>

Dhaliwal et al. (2005) beschäftigen sich in ihrer Arbeit mit dem Einfluss von Steuern auf Investorenebene auf die gewählte Finanzierungsstruktur und kommen zu dem Schluss, dass es einen Zusammenhang zwischen den Eigenkapitalkosten, also der vom Investor geforderten Rendite und dem Anteil an Aktien gibt, wenn steuerlich benachteiligte Dividendenausschüttungen erwartet werden. Beide Faktoren sinken, je höher der Anteil an institutionellen Anlegern ist.<sup>51</sup>

Bruner et al. (1998) haben es sich in Ihrer Studie zum Thema Kapitalkosten zur Aufgabe gemacht insbesondere die Unterschiede zwischen Theorie und Praxis zu erheben. Sie decken auf, dass die am häufigsten verwendete Methode der Investitionsrechenmodelle die Discounted Cash Flow Methode (DCF) ist und dabei am häufigsten der gewichtete durchschnittliche Kalkulationszinssatz (WACC) zur Abzinsung herangezogen wird. Auf die Frage welche Arten von Steuersätzen sie bei der Berechnung von Fremdkapitalkosten verwenden, werden mit 52 % am häufigsten Grenzsteuersätze in Kombination mit der gesetzlichen Steuerrate angegeben. 37 % der Befragten geben an, historische Durchschnittssätze zu verwenden. Da Bruner et al. (1998) in ihrer Studie explizit nach dem Steuersatz fragen, welcher zur Anpassung des Fremdkapitalkostensatzes verwendet wird, schließen sie eine Berücksichtigung von Steuern an anderer Stelle (z.B. bei der Anpassung von Eigenkapitalkosten) grundsätzlich aus.<sup>52</sup>

---

<sup>50</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

<sup>51</sup> Vgl. Dhaliwal et al. (2005), S. 675ff

<sup>52</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 13ff

## **2.5.2. Die Berücksichtigung persönlicher Steuern von Eigentümern bei der Ermittlung von Kapitalkosten**

Im Vergleich zu Eigenkapital scheint die Finanzierung durch Fremdkapital dank der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen eine deutliche Steuerersparnis herbeizuführen. Trotzdem scheint es, als würden viele Unternehmen jedoch versuchen den Fremdkapitalanteil im Unternehmen eher gering zu halten. Der Tradeoff Theorie zufolge resultiert dieser Umstand aus der Sorge von Unternehmen, sie könnten in eine finanzielle Notlage geraten.<sup>53</sup>

Miller (1977) erklärte dieses Phänomen damit, dass die Steuerersparnis der Unternehmen, resultierend aus der Absetzbarkeit der Fremdkapitalkosten, durch den Nachteil auf Seiten der Investoren, durch deren auf Ausschüttungen und Dividenden zu zahlenden Steuern, ausgeglichen wird. Dieser persönliche Nachteil auf Seiten der Investoren bringt diese nämlich dazu eine höhere Verzinsung des von Ihnen bereitgestellten Kapitals zu verlangen, was sich wiederum nachteilig auf das Unternehmen auswirkt.<sup>54</sup> Der bereits angeführte WACC, der in der Praxis insbesondere bei der Evaluierung von Investitionsprojekten herangezogen wird, ist in seiner ursprünglichen Form ein konstanter gewichteter Zinssatz, der auch nur ein konstantes Finanzierungsverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital kennt sowie von einem konstant bleibenden Steuersatz ausgeht, der nur die Unternehmenssteuer berücksichtigt.<sup>55</sup> In Steuersystemen wie beispielsweise in Deutschland oder Österreich, sind Dividenden und Gewinnausschüttungen an Gesellschafter, soweit es sich um natürliche Personen handelt, steuerpflichtig und müssen daher auf Ebene der Gesellschafter versteuert werden. In diesem Fall trägt also nicht mehr das Unternehmen, sondern der Gesellschafter die Steuerlast.<sup>56</sup> Daher können auch persönliche Steuern der Eigentümer einen Einfluss auf die Rückflüsse und auf die von Ihnen geforderte Verzinsung und somit die Kapitalkosten ausüben. In seinem Modell vermindert Muche (2008) daher die Rückflüsse an Anteilseigner um einen Steuersatz auf Dividendenzahlungen. Darüber hinaus findet dieser ebenfalls Berücksichtigung bei der

---

<sup>53</sup> Vgl. Myers (2001), S. 81ff

<sup>54</sup> Vgl. Graham (2006), S. 601

<sup>55</sup> Vgl. Muche (2008), S. 67

<sup>56</sup> Siehe auch Ausführungen zu Besteuerung von Kapitalvermögen auf Ebene der Investoren Kapitel 2.1.1.

Berechnung der gewichteten Kapitalkosten, wobei er sich minimierend auf die Eigenkapitalrendite auswirkt.<sup>57</sup>

Dass sich persönliche Steuern der Eigentümer auf den Eigenkapitalkostensatz auswirken, belegen auch Chen et al (2011) in ihrer Arbeit. Sie zeigen, dass Unternehmen, welche stark auf Eigenkapitalgeber angewiesen sind, am meisten von Steuerreduzierungen im Bereich der persönlichen Steuern von Investoren profitieren. So finden sie heraus, dass bei den in den USA in 1997 und 2003 durchgeföhrten Steuersenkungen auf persönliche Steuern von Investoren auf Dividenden und Gewinnausschüttungen insbesondere Firmen mit einem überproportionalen Anteil an individuellen Anlegern von sinkenden Kapitalkosten profitierten. Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden bewirken eine Erhöhung der Kapitalkosten, was sich insbesondere auf Firmen auswirkt, deren Finanzierungsstruktur stark auf einer Masse an Anlegern aufgebaut ist und die daher eine eher unelastische Nachfrage nach Eigenkapital aufweisen.<sup>58</sup>

Sikes und Verrecchia (2012) zeigen in ihrer Arbeit, dass die erwarteten Renditen vor Steuern und die Besteuerungsraten auf Ebene der Investoren einen stärkeren Zusammenhang aufweisen, wie in bereits bestehender Literatur vermutet wird. Sie zeigen, dass steigende Steuersätze auf Ausschüttungen, in sinkenden erwarteten Nach-Steuer-Rückflüssen resultieren. Als Ergebnis daraus sinken die Preise (Share Prices) und die erwarteten Vor-Steuer-Renditen steigen. Beim Pricing von Shares berücksichtigen Investoren die Nach-Steuer Rückflüsse, welche sie erhalten werden und das damit zusammenhängende Risiko. Steigt die Steuer aus Ausschüttungen, sinkt der erwartete Nach-Steuer-Rückfluss aber auch das Risiko der Rückflüsse sinkt, was wiederum bewirkt, dass die Share Prices steigen. Unter der Annahme einer realen Welt und eines realen Marktes wird die Reduktion der erwarteten Nach-Steuer Rückflüsse die Effekte der Risikominimierung beim Pricing von Anteilen dominieren.<sup>59</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. Muche (2008), S. 68

<sup>58</sup> Vgl. Chen et al. (2011), S. 1ff

<sup>59</sup> Vgl. Sikes/Verrecchia (2012), S. 1067ff

## **2.6. Der Einfluss von Manager auf die Steuerstrategie des Unternehmens**

Um eine effektive Steuerplanung in einem Unternehmen durchzusetzen bedarf es Manager, die sich der steuerlichen Wirkung ihrer Handlungen bewusst sind.<sup>60</sup> Auf den ersten Blick scheint es schwer vorstellbar, dass der CEO eines Unternehmens, der mehr Generalist als Steuerexperte ist, einen Einfluss auf die Steuerbelastung des Unternehmens hat. Allerdings kann ein CEO an der Spitze eines Unternehmens Aktionen bzw. Entscheidungen setzen, die sich positiv auf die Steuerbelastung des Unternehmens auswirken (z.B. externe Berater konsultieren, Steuerexperten einstellen oder auch über Entlohnungsverträge Anreize setzen).<sup>61</sup>

Phillips (2003) untersucht in seiner Studie, ob es einen Zusammenhang zwischen nach-steuerlichen Performancemaßen und dem effektiven Steuersatz eines Unternehmens gibt. Er will herausfinden, ob Manager, die auf Basis von Nach-Steuer-Performancemaßen beurteilt und entlohnt werden, motivierter sind so zu handeln, dass der effektive Steuersatz des Unternehmens sinkt. Dabei definiert er die effektive Steuerquote („ETR - effective tax rate“) als Prozentsatz des Steueraufwandes auf das jeweilige Einkommen vor Steuern. Es gilt allerdings zu beachten, dass eine niedrige effektive Steuerquote zwar für eine Steuerersparnis sprechen kann, jedoch anhand dieser Verhältniszahl keine Aussage darüber getroffen werden kann, ob der Jahresüberschuss (nach Steuern) wirklich effektiv maximiert werden konnte. Phillips (2003) findet heraus, dass es einen Unterschied zwischen dem Verhalten von Bereichsmanagern und CEOs gibt. Bereichsmanager werden dabei als Leiter von selbst operierenden Geschäftseinheiten innerhalb eines Konzerns gesehen. Seine Studie beweist, dass es einen Zusammenhang zwischen der Beurteilung von Bereichsleitern anhand von Nach-Steuer Performance Maßen und einer niedrigeren effektiven Steuerquote gibt. Ein Zusammenhang auf Ebene der CEOs konnte dabei allerdings nicht festgestellt werden. Phillips (2003) begründet das Ausbleiben dieses Effektes damit, dass CEOs bereits durch andere Maßnahmen zufrieden gestellt werden und ihnen durch eine Beurteilung auf Basis von Nach-Steuer-Performancemaße kein zusätzlicher Anreiz

---

<sup>60</sup> Vgl. Phillips (2003), S.847ff

<sup>61</sup> Vgl. Dyring (2010), S. 1.163ff

entsteht.<sup>62</sup> Aufbauend auf den Ergebnissen von Phillips (2003) untersucht auch Gaertner (2014) in seiner Studie den Einfluss von Nach-Steuer CEO Performancemaßen auf den Grad der Steuervermeidung eines Unternehmens. Er kommt zu dem Ergebnis, dass es einen negativen Wirkungszusammenhang der beiden Faktoren gibt. Demnach führt der Einsatz von CEO Nach-Steuer-Performancemaßen zu niedrigeren effektiven Steuerquoten des Unternehmens.<sup>63</sup>

Auch Gaertner (2014) definiert die effektive Steuerquote wie bereits Phillip (2003) als den gesamten Steueraufwand des Einkommens geteilt durch das Einkommen vor Steuern. Im Gegensatz zu Phillips (2003) sieht Gaertner (2014) allerdings auch auf CEO Ebene einen signifikanten Wirkungszusammenhang zwischen Nach-Steuer Anreizen und der effektiven Steuerquote eines Unternehmens. Dass in der Studie von Phillips (2003) zuvor kein signifikanter Einfluss feststellt werden konnte, erklärt er mit dem kleineren Untersuchungsumfang in der Studie von Phillips (2003) und der somit schwächeren statistischen Aussagekraft. Er entdeckt jedoch noch einen weiteren interessanten Aspekt. So findet er heraus, dass Nach-Steuer-Anreize eine höhere Entlohnung zur Folge haben. Dies lässt ihn vermuten, dass CEOs, die auf Basis von Nach-Steuer Anreizen entlohnt werden, eine Art Risikoprämie für zusätzlich übernommenes Risiko verlangen.<sup>64</sup>

In der Studie von Dyring et al. (2010) geht es um den möglichen Einfluss von Top-Managern auf die Steuervermeidung des Unternehmens, die sich nicht unbedingt durch die Firmencharakteristik selbst erklären lässt. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Topmanager eines Unternehmens eine signifikante Rolle bei der Bestimmung des Grades der Steuervermeidung ihres Unternehmens spielen. In der Studie wird Grad der Steuervermeidung („tax avoidance“) einerseits durch die effektive Steuerquote geteilt durch das buchmäßige Einkommen vor Steuern und andererseits mit dem Betrag der bezahlten Steuern geteilt durch das buchmäßige Einkommen vor Steuern bestimmt. Die Ergebnisse belegen, dass CEOs einen signifikanten Einfluss auf die Steuervermeidung des Unternehmens ausüben.<sup>65</sup>

---

<sup>62</sup> Vgl. Phillips (2003), S.847ff

<sup>63</sup> Vgl. Gaertner (2014), S.1ff

<sup>64</sup> Vgl. Gaertner (2014), S.1ff

<sup>65</sup> Vgl. Dyring et al. (2010), S. 1ff

Auch Armstrong et al. (2015) untersuchen in ihrer Studie die Verbindung zwischen dem Grad der Steuervermeidung eines Unternehmens und den Anreizen, die es seinen Managern bietet. Ihrer Meinung nach stellt der Grad der Steuervermeidung wie beispielsweise auch Investitionsentscheidungen, eine Art Entscheidungsmöglichkeit dar, die vom Management eines Unternehmens getroffen werden muss. Interessenskonflikte können dazu führen, dass die vom Management getroffenen Entscheidungen nicht immer im Einklang mit den Interessen der Eigentümer des Unternehmens stehen. Armstrong et al. (2015) sehen Management Entlohnungsverträge als eine Möglichkeit solche Interessenskonflikte zwischen Management und Eigentümern zu mindern. Wie auch Rego and Wilson (2012) und Dyring et al. (2010) erforschen sie den Einfluss des Managements auf den Grad der Steuervermeidung eines Unternehmens und kommen zu dem Schluss, dass eine aktienbezogene Vergütung eine positive Auswirkung auf den Grad der Steuervermeidung eines Unternehmens hat.<sup>66</sup>

Diese Erkenntnis deckt sich mit den Ergebnissen von Rego and Wilson (2012). Diese knüpfen an frühere Studien an, die gezeigt haben, dass aktienbezogene Vergütungsprogramme die Risikofreude von Managern in Bezug auf Investitions- und Finanzierungentscheidungen fördern, da riskantere Entscheidungen die Volatilität der Aktienrendite und somit in weiterer Folge auch den Wert der Anteile erhöhen lassen. Eine aggressive Steuerstrategie kann jedoch auch negative Folgen im Sinne von Kosten für Eigentümer und Management verursachen. Dem Management müssen daher Anreize gesetzt werden, trotz dieser Risiken, riskantere Entscheidungen zu treffen, die sich steuermindernd auf das Unternehmen auswirken, um somit den wirtschaftlichen Nutzen des Unternehmens und seiner Eigentümer zu steigern. Diese Theorie können Sie in ihrer Studie bestätigen und kommen zu dem Schluss, dass Manager mit höheren Anreizen durch eines auf Aktien basierenden Entlohnungssystems tatsächlich eine höhere Motivation aufweisen eine risikoreichere Steuerstrategie zu verfolgen.<sup>67</sup> Die bereits angeführten Studien stimmen alle darin überein, dass durch Steuern signifikante Kosten für das Unternehmen entstehen können und es daher im Sinne des Unternehmens und somit in weiterer Folge auch im Sinne der Eigentümer ist, eine möglichst steuermindernde Strategie zu verfolgen.

---

<sup>66</sup> Vgl. Armstrong et al. (2015), S. 1ff

<sup>67</sup> Vgl. Rego/Wilson (2012), S. 775ff

Wenn Eigentümer und Manager die gleiche Gruppe von Personen darstellen, fällt der bisher berücksichtigte Interessenskonflikt zwischen Eigentümer und Manager weg. Cheng et al. (2010) haben in ihrer Studie die Steuerstrategien von Familienunternehmen untersucht, da gerade bei Familienunternehmen das unternehmerische Risiko und unternehmerische Handeln in einer Hand liegt. In ihrer Studie messen sie die Steueraggressivität der Unternehmen anhand einer Kombination aus effektiven Steuerraten und finden heraus, dass familiengeführte Unternehmen eine weniger aggressive Steuerstrategie verfolgen als fremd geführte Unternehmen. Dieses Ergebnis überrascht, da man davon ausgehen würde, dass steuerliche Einsparungen auch den Eigentümern des Unternehmens zu Gute kommen. Dieses Ergebnis hängt ihrer Meinung nach aber damit zusammen, dass sich Eigentümerfamilien eher um mögliche Strafen von Finanzbehörden und ihren eigenen guten Ruf machen.<sup>68</sup>

---

<sup>68</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 41ff

### **3. Untersuchungsziel**

#### **3.1. Forschungsleitende Wirkungszusammenhänge**

Der Fokus dieser Arbeit richtet sich auf die Berücksichtigung von Steuern im Rahmen von Investitions- und Finanzierungsentscheidungen. Hierbei wird insbesondere der Einfluss von Steuern auf die gewählte Finanzierungsstruktur sowie die Berücksichtigung steuerlicher Effekten bei der Berechnung von unternehmensspezifischen Kapitalkosten untersucht. Jedoch sollen nicht nur Unternehmenssteuern in den Analysen berücksichtigt werden, sondern auch Steuern auf Ebene der (die Mittel zur Verfügung stellenden) Investoren sowie in weiterer Folge auch Steuern auf Ebene der (die unternehmerischen Entscheidungen ausführenden) Manager.

Die Berücksichtigung steuerlicher Effekten bei unternehmerischen Entscheidungen im Bereich der Investitions- und Finanzierungsrechnung kann durch die unterschiedlichsten Faktoren beeinflusst werden. In weiterer Folge werden nun auf Basis der theoretischen Erläuterungen Wirkungszusammenhänger formuliert, die im weiteren Verlauf dieser Arbeit statistisch überprüft werden.

##### **3.1.1. Der Einfluss von Steuern auf die Kapitalstruktur von Unternehmen**

Bereits aus dem Theorem von Modigliani und Miller (1958) und deren Ergebnisse unter der Annahme eines vollkommenen und perfekten Marktes, kann im Umkehrschluss abgeleitet werden, dass Faktoren wie z.B. Steuern oder auch Informationsasymmetrien, die in realen Märkten auftreten, Einfluss auf die optimale Kapitalstruktur und in weiterer Folge den Marktwert eines Unternehmens ausüben.<sup>69</sup>

Die Literatur und insbesondere analytische Arbeiten sind sich überwiegend einig, dass die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen und der damit einhergehende steuerliche Vorteil, Fremdkapital als Finanzierungskomponente attraktiv macht. Auch empirische Beweise, dass der Anteil an Fremdkapital mit zunehmender Steuerlast eines

---

<sup>69</sup> Vgl. Myers (2001), S. 81ff

Unternehmens steigt wurden bereits dargelegt.<sup>70</sup> Daher wird folgender Wirkungszusammenhang erwartet:

*Z<sub>1</sub>: Die Höhe der Steuerlast von Unternehmen weist einen signifikant positiven Wirkungszusammenhang zum Verschuldungsgrad von Unternehmen auf.*

### **3.1.2. Die Kapitalstruktur sowie die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Auswirkungen auf Kapitalkosten**

Die Besteuerung von Ausschüttungen und Dividenden erfolgt generell auf Ebene der Investoren.<sup>71</sup> Aufgrund dieser Steuerbelastung wird angenommen, dass Investoren als Ausgleich für die Belastung folglich eine höhere Rendite auf die von ihnen in Form von Eigenkapital zur Verfügung gestellten Mittel verlangen. Eine Höhere Rendite der Investoren führt wiederum zu einem Anstieg des Kapitalkostensatzes.<sup>72</sup> Es wird daher erwartet, dass Unternehmen niedrigere Kapitalkosten aufweisen, je höher der Anteil an Fremdkapital im Unternehmen ist.

*Z<sub>2</sub>: Der Verschuldungsgrad von Unternehmen weist einen signifikant negativen Wirkungszusammenhang zur Höhe der Kapitalkosten von Unternehmen aus.*

Muche (2008) spricht sich außerdem explizit für eine Berücksichtigung der Steuern auf Ebene der Eigentümer im Rahmen der Herleitung von Kapitalkosten aus.<sup>73</sup> Es wird unterstellt, das gerade Unternehmen deren Geschäftsführung aus Eigentümer besteht ein Interesse daran haben die auf Ebene der Eigentümer anfallenden Steuern zu berücksichtigen. So werden folgende Wirkungszusammenhänge unterstellt:

*Z<sub>3</sub>: Die Involvierung von Eigentümer in die Geschäftsführung von Unternehmen weist einen signifikanten Wirkungszusammenhang zur*

---

<sup>70</sup> In folgenden Studien wird ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Steuerlast und der Kapitalstruktur von Unternehmen festgestellt: MacKie-Mason (1990), Givoli et al. (1992), Graham (1996), Graham/Harvey (2001) sowie Faccio/Xu (2015).

<sup>71</sup> Vgl. Ausführungen in Kapitel 2.1.1. *Investition und Finanzierung* sowie insbesondere §§ 27 öEStG

<sup>72</sup> Vgl. Graham (2006), S. 601ff

<sup>73</sup> Vgl. Muche (2008), S. 68ff

*Berücksichtigung persönlicher Steuern von Investoren bei der Ermittlung von Kapitalkosten.*

### **3.1.3. Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Auswirkungen auf die Höhe der Steuerquote**

Wie Chen et al. (2010) heraus finden, verfolgen Familienunternehmen aus Gründen der Risikovermeidung und der Sorge um den eigenen Ruf in Bezug auf die Steuerplanung ihres Unternehmens eine eher weniger riskante Strategie. Familienunternehmen sind zumeist durch die Einheit von Eigentum und Geschäftsführung gekennzeichnet.<sup>74</sup>

Es wird daher vermutet, dass Unternehmen, deren Geschäftsführung aus Eigentümern besteht, die Minimierung des steuerlichen Risikos als besonders wichtig erachten und eine niedrige Steuerquote als eher zweitrangig angesehen wird. Daher wird folgender Wirkungszusammenhang erwartet:

*Z<sub>5</sub>: Die Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung von Unternehmen weist einen signifikant positiven Wirkungszusammenhang zur Steuerlast von Unternehmen auf.*

### **3.1.4. Steuerliche Effekte bei der Entlohnung von Managern**

Gaertner (2014) kommt in seiner Studie zu dem Ergebnis, dass es im Rahmen der Entlohnung von Managern einen signifikanten Wirkungszusammenhang zwischen dem Einsatz von Performancemaßen nach Steuern und der Steuerlast eines Unternehmens gibt. Phillips (2003) kann auf Ebene von CFOs keinen solchen Zusammenhang feststellen aber weist auf Ebene von Bereichsmanagern sehr wohl einen Wirkungszusammenhang zwischen der Entlohnung von Bereichsmanagern auf Basis von Performancemaßen nach Steuern und der effektiven Steuerquote eines Unternehmens nach.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Vgl. die Studie von Chen et al. (2010), S. 41ff

<sup>75</sup> Vgl. die Studien von Philips (2003) sowie Gaertner (2014)

*Z<sub>4</sub>: Das Vorliegen von Management Entlohnungsverträgen basierend auf Performancemaßen nach Steuern weist einen signifikant negativen Wirkungszusammenhang zur Höhe der Steuerlast eines Unternehmens aus.*

## 4. Empirisches Forschungsdesign

### 4.1. Methode

Die basierend auf der vorgestellten Literatur und den bisher durchgeführten empirischen Studien aufgestellten Wirkungszusammenhänge wurden mit Hilfe eines standardisierten Fragebogens erfragt und getestet. Der Fragebogen wurde dabei über die Internetplattform Social Science Survey ([www.soscisurvey.de](http://www.soscisurvey.de)) erstellt und versendet. Die Ergebnisse der Befragung wurden während der Befragung anonymisiert auf der Internetplattform gespeichert und konnten in Form einer Datenmatrix nach Abschluss des Befragung exportiert werden. Die Auswertung der Ergebnisse erfolgte mit MS Office Excel und der Statistiksoftware SPSS.

### 4.2. Operationalisierung und Messung

Im Zuge der Operationalisierung werden die im Rahmen der Formulierung von Wirkungszusammenhängen angebrachten Begriffe in messbare Sachverhalte überführt.<sup>76</sup> Folgende Dimensionen sollen zur Überprüfung der aufgestellten Wirkungszusammenhänge erhoben werden:

**Steuerlast:** Die Steuerlast wurde anhand der effektiven Steuerquote eines Unternehmens gemessen. Dabei sollten die Befragten die effektive Steuerquote ihres Unternehmens wie folgt berechnen:<sup>77</sup>

$$\text{Effektive Steuerquote} = \frac{\text{Steueraufwand lt. G&V} * 100}{\text{Jahresüberschuss}}$$

Dabei konnten Antwortkategorien, die jeweils fünf Prozentpunkte beinhalteten, ausgewählt werden (z.B. 15 bis 19 %, 20 bis 24 %, etc.). Die Berechnung der Steuerquote orientiert sich dabei an der von Givoli (1992), Philips (2003) und Gaertner (2015) verwendeten Berechnung.

---

<sup>76</sup> Vgl. Baur/Blasius (2014), S. 137ff

<sup>77</sup> Vgl. Givoli et al. (1992), S. 343ff

**Verschuldungsgrad:** Um den Verschuldungsgrad der befragten Unternehmen zu erheben, wurde nach der überwiegenden Finanzierungsform des Unternehmens gefragt. Diese Frage wurde bereits im Rahmen des Pretests als sensibel identifiziert. Um einen frühzeitigen Abbruch der Befragung zu vermeiden, wurde im endgültigen Fragebogen nach der überwiegenden Form der Finanzierung (Eigen- oder Fremdfinanzierung) gefragt. Auf die Angabe einer genauen Eigen- oder Fremdkapitalquote wurde verzichtet. Als zusätzliche Antwortkategorie stand darüber hinaus auch die Antwortkategorie eines ausgewogenen Verhältnisses von Eigen- und Fremdkapital zur Auswahl.

**Höhe der Kapitalkosten:** Im Zuge der Befragung wurden die befragten Unternehmen nach der Höhe ihrer Kapitalkosten gefragt. Da diese Frage im Zuge des Pretests ebenfalls als sensibel eingestuft wurde, wurde auf die Eingabe der exakten Höhe der Kapitalkosten verzichtet. Stattdessen wurden die Befragten im Rahmen des endgültigen Fragebogens aufgefordert ihre Antwort anhand von Antwortkategorien anzugeben, die jeweils fünf Prozentpunkte umfassten (z.B. 5 bis 9 %, 10 bis 14 %, etc.).

**Involvierung der Eigentümer:** Um zu erheben inwieweit Eigentum und Geschäftsführung des jeweiligen Unternehmens in einer Hand liegen, wurde im Rahmen der Befragung erhoben, wie sich die Geschäftsführung des befragten Unternehmens zusammensetzt. Hierbei konnte zwischen einem eigen geführten Unternehmen, einem fremd geführten Unternehmen sowie einem Unternehmen, bei dem die Geschäftsführung aus Gesellschaftern und nicht am Kapital beteiligten Geschäftsführern besteht, unterschieden werden.

**Steuerliche Effekte bei der Herleitung von Kapitalkosten:** Im Zuge der Befragung wurde erhoben, ob bei der Berechnung von Kapitalkosten im Unternehmen steuerliche Effekte berücksichtigt werden. Die möglichen Antwortkategorien bezogen sich dabei jeweils auf die beiden Finanzierungskomponenten, die bei dem Ansatz der gewichteten Kapitalkosten die Gewichtung der Zinssätze verursachen, Eigen- und Fremdkapital. Hierbei soll aufgedeckt werden, inwieweit steuerliche Effekte auf die Gewichtung des Fremdkapitals (z.B. in Form des Tax Shields) oder des Eigenkapitals (z.B. durch persönliche Steuern der Eigentümer auf Ausschüttungen und Dividenden) haben.

**Management Entlohnungsverträge basierend auf Performancemaßen nach Steuern:** Die Ausgestaltung von Managementverträgen in den befragten Unternehmen wurde anhand von sechs Aussagen auf einer siebenstufigen Likert-Skala gemessen (1 = trifft überhaupt nicht zu bis 7 = trifft voll und ganz zu). Dabei wurden die Teilnehmer gefragt wie die Entlohnungssysteme von Managern in ihrem Unternehmen ausgestaltet sind und ob es sich bei dem verwendeten Performancemaß um eine Größe vor oder nach Steuern handelt.

**Steuerliche Risikominimierung:** Um zu erheben für wie wichtig die Minimierung des steuerlichen Risikos empfunden wird, wurden die Befragten aufgefordert anhand einer Likert-Skala anzugeben, welche Ziele bei der Steuerplanung im Unternehmen verfolgt werden bzw. welche Ziele wie wichtig erscheinen (1 = überhaupt nicht wichtig bis 7 = sehr wichtig).

### 4.3. Fragebogendesign

Basierend auf der Operationalisierung der zu messenden Begriffe wurde in weiterer Folge der Fragebogen entwickelt. Dieser kann dem Anhang dieser Arbeit entnommen werden. Hierbei wurde zuerst eine grobe Gliederung der verschiedenen Bereiche vorgenommen, sodann wurden die konkreten Fragen erstellt. Bei der Formulierung der Fragen wurde insbesondere darauf geachtet, dass alle Fragen verständlich und eindeutig sind sowie keine bestimmte Antwort provozieren.<sup>78</sup>

Der Fragebogen lässt sich grob in vier Abschnitte unterteilen und beginnt mit einer ersten Heranführung an das Thema Steuern im Allgemeinen. Mit Hilfe sogenannter Eisbrecherfragen, die für die eigentliche Untersuchung keine große Bedeutung haben, wird versucht die Befragungssituation etwas aufzulockern und eine mögliche Hemmschwelle des Befragten insbesondere zu Beginn der Befragung zu überwinden. Des Weiteren sollen gleich zu Beginn Erkenntnisse über die persönliche Einstellung (z.B. Überforderung mit dem Steuersystem oder Gleichgültigkeit) des Befragten zum Thema Steuern allgemein erlangt werden, da übermäßige Gefühle in weiterer Folge eventuell einen verzerrenden Effekt auf die gegebenen Antworten haben

---

<sup>78</sup> Vgl. Port, R. in Baur/Blasius (2014), S. 687ff sowie Brosius et al. (2008), S. 104ff (dabei insbesondere die Checkliste auf S. 106)

könnten.<sup>79</sup> Neben der Einführung agieren diese Fragen jedoch auch als Kontrollfragen. Diese ermöglichen eine Überprüfung der vom Befragten gegebenen Antworten auf Konsistenz.<sup>80</sup> Des Weiteren wird im ersten Teil der Befragung versucht zu erfassen welchen Stellenwert das Thema „Steuern“ im Unternehmen allgemein einnimmt. Dazu wird unter anderem abgefragt ich welchen Bereichen des Unternehmens (z.B. Investitionen, Rechtsform, Vertrieb, usw.) Steuern eine wichtige Rolle spielen sowie welche konkreten Steuern (z.B. Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden, Erbschaftsteuer, Umsatzsteuer, usw.) einen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen ausüben. Wie an vielen weiteren Stellen im Fragebogen, wird eine 7-stufige Likert-Skala verwendet. Bei Likert-Skalen kann zwischen einer geraden und geraden Anzahl an Skalenstufen unterschieden werden. Eine gerade Anzahl an Antwortkategorien wird oftmals dazu genutzt den Befragten zu einer positiven oder negativen Entscheidung zu zwingen, was in der Literatur aus Gründen der Inferenzstatistik jedoch oft kritisiert wird. Darüber hinaus, stellt auch die Mitte einer solchen Skala eine Antwort dar, der ebenfalls Bedeutung zugeteilt werden sollte.<sup>81</sup> Um festzuhalten wie die steuerliche Informationslage im Unternehmen aufgebaut ist, wird abgefragt inwieweit steuerliche Pflichten (z.B. Abgabe der monatlichen Umsatzsteuervoranmeldung, Berechnung der Körperschaftsteuer, usw.) vom Unternehmen selbst wahrgenommen werden oder von einem externen Steuerberater durchgeführt werden.

Im zweiten Teil des Fragebogens geht es nach Abfrage der im Unternehmen verwendeten Investitionsrechenmethoden sowie der bestehenden Finanzierungstruktur sodann um die Ermittlung der unternehmensspezifischen Kapitalkosten. Hierbei wird nicht nur die Höhe der verwendeten Kapitalkosten abgefragt, sondern basierend auf der WACC-Formel die Generierung der verschiedenen Bestandteile (z.B. Eigenkapital- und Fremdkapitalkostensatz) erfragt. Des Weiteren wird erhoben, ob bei der Ermittlung der Kapitalkosten steuerliche Effekte berücksichtigt werden. Anschließend werden die Befragten nach möglichen Gründen befragt, warum ihrer Meinung nach bei der Generierung von Kapitalkosten keine steuerlichen Effekte berücksichtigt werden.

---

<sup>79</sup> Vgl. Brosius et al. (2008), S.109

<sup>80</sup> Vgl. Brosius et al. (2008), S. 111

<sup>81</sup> Vgl. Paier (2010), S. 68

Die Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Manager des Unternehmens ist Gegenstand des dritten Abschnittes des Fragebogens. An dieser Stelle wird versucht herauszufinden, ob die im Unternehmen angewandten Entlohnungsschemata variable Bestandteile aufweisen und inwieweit sich diese auf Performancemaße vor oder nach Steuern beziehen. Auch hier wurden überwiegend Likert-Skalen verwendet, um die Wichtigkeit und Häufigkeit der Anwendung zu erfragen.

Im vierten und letzten Abschnitt des Fragebogens werden die demographischen Daten der befragten Unternehmen erheben. Dieser Teil von Fragen wurde bewusst an das Ende der Befragung verlagert. Zum Einen könnten die darin abgefragten Merkmale als sensibel gelten, da sie unter Umständen Rückschlüsse auf das Unternehmen zulassen könnten. Zum Anderen werden die Fragen oft als uninteressant empfunden und könnten so eine demotivierende Wirkung auf die Befragten ausüben. Beide Gründe könnten zu einem vorzeitigen Abbruch der Befragung führen. Aus diesem Grund wurden die demographischen Merkmale der Unternehmen erst zum Ende der Befragung hin erhoben.<sup>82</sup> Unter Anderem wird hierbei nach der Branche, dem Ort des Hauptsitzes, der gewählten Rechtsform sowie der Anzahl der beschäftigten Mitarbeiter gefragt. Des Weiteren wird die Position der Person erhoben, die den Fragebogen beantwortet (z.B. Geschäftsführer, Abteilungsleiter, usw.). Da insbesondere auch der Einfluss der steuerlichen Belastung der Eigentümer, in Form von Steuern auf Gewinnausschüttungen und Dividenden, erforscht werden soll, wurde im Rahmen der Erhebung der demographischen Unternehmensdaten auch gefragt, inwieweit Eigentümer der Gesellschaft an der Geschäftsführung beteiligt sind.

#### 4.4. Pretest

Um mögliche Schwächen und Fehler bei der Aufstellung des Fragebogens zu erkennen, wurde vor der eigentlichen Erhebung ein Pretest durchgeführt.<sup>83</sup> Pretests dienen dazu das Erhebungsinstrument, den Fragebogen, in Bezug auf die Verständlichkeit und Formulierung der Fragen hin zu prüfen. Bei computergestützten Befragungen dient er ebenfalls dazu, um die technische Umsetzung und Abfolge der Fragen zu testen. Da der Fragebogen, sobald die Feldphase einmal begonnen hat, aufgrund der Standardisierung und dadurch gegebenen Vergleichbarkeit nicht mehr

---

<sup>82</sup> Vgl. Brosius et al. (2008), S. 112ff

<sup>83</sup> Vgl. Brosius et al. (2008), S.135ff

geändert werden kann, ist es daher zwingend notwendig einen Pretest durchzuführen.<sup>84</sup> Der Pretest der Studie erfolgte in zwei Phasen. Zuerst wurden Steuerexperten (Steuerberater sowie Berufsanwärter) in einem Interview befragt, dann Vertreter der späteren Zielgruppe der Befragung. Die Befragten wurden dazu aufgefordert insbesondere auf die Formulierung sowie Verständlichkeit der Fragen zu achten und jegliche Gedanken zum Fragebogen anzumerken. Nach der Durchführung des Pretests wurden einzelne Fragen oder Antwortkategorien umformuliert und die Anzahl der Antwortkategorien bei einigen Fragen gekürzt. Zudem wurde der Begriff der „Kapitalkosten“, der von vielen Befragten als ein zu stark mit der WACC-Formel assoziierter Begriff angesehen wurde, durch die mögliche Angabe einer „Art Mindestrendite“ ergänzt. Um eine Versteifung auf den Begriff der „Kapitalkosten“ und einen möglichen Abbruch der Befragung aufgrund von scheinbar mangelndem Wissen zu diesem fachspezifischen Thema zu vermeiden, wurde dem Befragten an dieser Stelle durch eine Filterfrage eine Alternative zum Begriff der „Kapitalkosten“ geboten, „eine Art Mindestrendite“. So kann bei einem Teil der Befragten auf eine alternative Formulierung ausgewichen werden.<sup>85</sup>

## 4.5. Auswertung

Die Auswertung der durch die Befragung erhobenen Daten erfolgte auf unterschiedliche Weise. Zunächst wurde im Rahmen einer univariaten statistischen Auswertung jede erfragte Variable mit samt ihren Merkmalsausprägungen untersucht und anhand der Häufigkeitsverteilung in Diagrammen dargestellt. Die Auswertung der demographischen Merkmale der Unternehmen wurde auf diese Weise analysiert und auch einzelne Fragestellungen, insbesondere zum Themenblock der Kapitalkosten, wurden anhand ihrer Häufigkeitsverteilung ausgewertet und dargestellt. Zur Überprüfung der zuvor formulierten Wirkungszusammenhänge wurden des Weiteren bivariate Analyseverfahren eingesetzt. Ziel war es hierbei mögliche Wirkungszusammenhänge zwischen den betrachteten Variablen aufzudecken. Welches Analyseverfahren hierbei zur Anwendung kam, hing vom jeweiligen Messniveau der zu betrachtenden Variablen ab.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> Vgl. Weichbold, M. in: Baur/Blasius (2014), S. 299ff

<sup>85</sup> Vgl. Bosius et al. (2008) S.110

<sup>86</sup> Vgl. Baur/Blasius (2014), S. 998ff sowie Fromm (2012), S. 8

Handelte es sich bei den zu untersuchenden Variablen jeweils um zwei kategoriale (nominale oder ordinale) Variablen, wurden diese zunächst anhand einer Kreuztabelle ausgewertet. Um zu ermitteln, ob zwischen den beiden Variablen ein signifikanter Wirkungszusammenhang herrscht, wurde sodann ein Chi<sup>2</sup>-Test durchgeführt. Einem Chi<sup>2</sup>-Test liegt grundsätzlich die Nullhypothese zugrunde, die besagt, dass keine Beziehung zwischen den zu untersuchenden Variablen vorliegt. Die Gegenhypothese nimmt hingegen an, dass ein signifikanter Wirkungszusammenhang besteht. Grundsätzlich wurde bei einem Signifikanzniveau von 5 % ein signifikanter Zusammenhang angenommen ( $p < .05$ ). Mit Hilfe des Chi<sup>2</sup>-Tests wurde anhand der empirischen Verteilung von Variablen erhoben, ob zwischen den beiden Variablen eine Abhängigkeit besteht oder nicht.<sup>87</sup>

Da es sich bei dieser Studie um eine eher kleinere Stichprobe handelt, konnten die Voraussetzungen für einen asymptotischen Chi<sup>2</sup>-Test, welche besagen, dass die Erwartungswerte pro Zelle mindestens fünf betragen sollen, teilweise nicht erfüllt werden. In diesen Fällen wurde ein exakter Chi<sup>2</sup>-Test durchgeführt. Dieser ermöglicht auch bei einer kleineren Stichprobe zuverlässige Ergebnisse.<sup>88</sup> Um die Stärke des Zusammenhangs zu messen, wurde sodann auf Zusammenhangsmaße zurückgegriffen. Hier musste wiederum unterschieden werden, welches Mess- bzw. Skalenniveau vorliegt. Für nominale Variablen wurde Cramers V angegeben. Die Korrelation (r) kann dabei Werte zwischen 0 und 1 annehmen. Je nach Höhe von r kann ein verschieden starker Zusammenhang angenommen werden. Cleff (2008) unterscheidet dabei zwischen keinem (für r zwischen 0,0 und 0,1), einem schwachen (für r zwischen 0,1 und 0,3), einem mittleren (für r zwischen 0,3 und 0,6) sowie einem starken Zusammenhang (für r zwischen 0,6 und 1).<sup>89</sup> Ordinalskalierte Variablen lassen sich hingegen in eine Reihenfolge bringen. Somit ist es möglich auch die Richtung des Zusammenhangs zu erheben (die Korrelation r kann dabei Werte zwischen -1 und +1 annehmen). Hierbei wurde das Zusammenhangsmaß Kendalls tau-c herangezogen, da es auf beliebige Zeilen x Spalten Kombinationen anwendbar ist und auch die Richtung der Korrelation anzeigt.<sup>90</sup>

---

<sup>87</sup> Vgl. Janssen/Laatz (2013), S. 259ff

<sup>88</sup> Vgl. Janssen/Laatz (2013), S. 264ff

<sup>89</sup> Vgl. Cleff (2008), S. 92

<sup>90</sup> Vgl. Janssen/Laatz (2013), S. 268ff, 274ff sowie Cleff (2008), S. 79ff,

## 5. Stichprobe

### 5.1. Auswahl der Stichprobe

Mit den Ergebnissen dieser Studie sollen Aussagen darüber getroffen werden, inwieweit Unternehmen steuerliche Effekte im Bereich der Investitions- und Finanzierungsplanung auf Ebene des Unternehmens, der Eigentümer sowie der Manager berücksichtigen. Die Erhebung der Grundgesamtheit wurde mit Hilfe der Datenbank Amadeus durchgeführt. Dabei wurden die Unternehmen nach bestimmten Kriterien ausgewählt.

**Land:** Da die steuerrechtliche Terminologie generell in jedem Land einige Besonderheiten aufweist, die Steuersysteme von Österreich und Deutschland jedoch sehr ähnlich aufgebaut sind wurden in die Stichprobengrundgesamtheit Unternehmen aus Österreich und Deutschland aufgenommen.

**Rechtsform:** Um die Einflüsse von Steuern auf Ebene der Gesellschaft, den Eigentümern und Managern darstellen zu können, musste sicher gestellt werden, dass die Unternehmen der Stichprobe selbst Steuersubjekt sind und Steuern in Form von Unternehmenssteuern tragen müssen. Da dieser Umstand bei Personengesellschaften nicht gegeben ist, wurden explizit Kapitalgesellschaften ausgewählt, um an der Studie zu partizipieren.

**Mittelstand:** Da es Ziel der Studie ist nicht nur Steuern auf Ebene der Unternehmen in Form von Unternehmenssteuern zu untersuchen, sondern insbesondere auch Steuern, die auf Ebene der Gesellschafter anfallen, wie Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden, wurde versucht insbesondere mittelständische Unternehmen zu erreichen. Der Begriff „Mittelstand“ wird oftmals mit kleinen und mittleren Unternehmen, den sogenannten KMU gleichgesetzt. Anders als die KMU, deren Klassifizierung meist nach Empfehlungen der EU-Kommission anhand definierter Schwellenwerte wie Mitarbeiteranzahl und Umsatz vorgenommen wird, zielt die der Begriff des „mittelständischen Unternehmens“ dem Institut für Mittelstandsforschung (IfM) allerdings auf eine Einheit von Eigentum und Leitung ab.<sup>91</sup> Aus Gründen der

---

<sup>91</sup> Institut für Mittelstandsforschung Bonn; Mittelstandsdefinition des IfM Bonn sowie KMU-Definition der EU-Kommission; [letzter Zugriff: 26.03.2016]

Vergleichbarkeit wurde die Größer der Unternehmen auf eine Mitarbeiteranzahl von max. 1.000 beschränkt.

**Branche:** Um branchenabhängige Einflüsse auszuschließen und eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse herzustellen, wurden Unternehmen des gleichen Wirtschaftszweiges befragt. Hierbei wurde die durch die Europäische Kommission herausgegebene einheitliche Klassifizierung (NACE Rev. 2) herangezogen und dabei die Kategorie C (Verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren) als Auswahlkriterium bei der Erhebung der Grundgesamtheit der Stichprobe berücksichtigt.<sup>92</sup>

Mithilfe von Kontrollfragen wurde die Konsistenz innerhalb der Datensätze geprüft, jedoch beruhte die Befragung auf einer freiwilligen Mitarbeit der kontaktierten Unternehmen. Es handelt sich daher um keine Zufallsstichprobe, was Limitationen in Bezug auf die Repräsentativität der Stichprobe und den Rückschluss auf die angestrebte Grundgesamtheit impliziert.

## 5.2. Erhebung und finale Stichprobe

Der Untersuchungszeitraum startete am 05. November 2015 mit dem Versand einer ersten Serienmail an alle Unternehmen der bereits vorgestellten Stichprobe. Am 17. November 2015, 09. Dezember sowie 12. Januar 2016 wurden sodann Erinnerungsmails an alle Unternehmen versendet, die den Fragebogen bis zu diesem Zeitpunkt noch nicht vollständig ausgefüllt hatten. Am 01. März 2015 wurde der Befragungszeitraum abgeschlossen. Insgesamt haben 92 Unternehmen an der Befragung teilgenommen. Da jedoch nicht alle Befragten bis zum Ende des Fragebogens gelangt sind und die Befragung frühzeitig abgebrochen haben, wurde das Antwortset um diese nicht vollständig ausgefüllten Fragebögen bereinigt. Dies führte zu einer finalen Stichprobe von 55 Unternehmen, was bei insgesamt 1.039 versendeten Fragebögen eine Rücklaufquote von rd. 5 %<sup>93</sup> ergibt.

---

<sup>92</sup> Vgl. zur Klassifizierung NACE Rev. 2 C: Europäische Kommission (2008), p. 52ff [letzter Zugriff: 03.07.2016]

<sup>93</sup> Die erzielte Rücklaufquote von 5 % (unbereinigt 9 %) lässt sich mit Rücklaufquoten von z.B. Graham (2001), S. 188 von rd. 9 % oder der Rücklaufquote von Brounen et al. (2004), S. 5 von rd. 5 % vergleichen und spricht damit für die Repräsentativität der Ergebnisse.

## 6. Deskriptive Statistiken

### 6.1. Beschreibung der Stichprobe

Die nachfolgend dargestellten demographischen Daten der Unternehmen stellen die Rahmenbedingungen dar, in denen die in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen unternehmerisch tätig sind.

#### 6.1.1. Branche

Nachfolgende Abbildung zeigt, welcher Branche die in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen angehören:

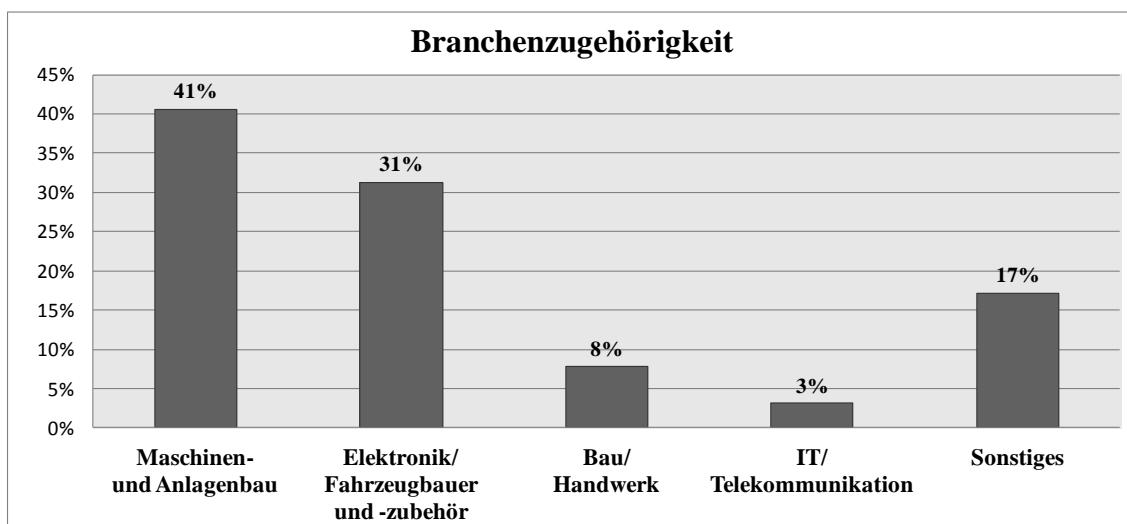


Abbildung 1: Branchenzugehörigkeit

Der weit größte Teil der anhand der Stichprobe untersuchten Unternehmen gehört mit rd. 41 % der Branche Maschinen- und Anlagenbau an. Weitere rd. 31 % der befragten Unternehmen sind im Bereich Elektronik/Fahrzeugbau und -zubehör tätig. Auch die Branche Bau/Handwerk ist mit rd. 8 % noch recht stark vertreten. Jeweils 2 % der Unternehmen gehören der Dienstleistungs-, Chemie-, Handel- und Energiebranche an, wurden jedoch unter der Kategorie Sonstiges zusammengefasst. Darüber hinaus enthält die Kategorie Sonstiges noch weitere Industrieunternehmen wie z.B. Unternehmen der Glasindustrie oder Spielzeughersteller.

### 6.1.2. Hauptsitz

Nachfolgende Abbildung zeigt, in welchem Land sich der Hauptsitz der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen befindet:

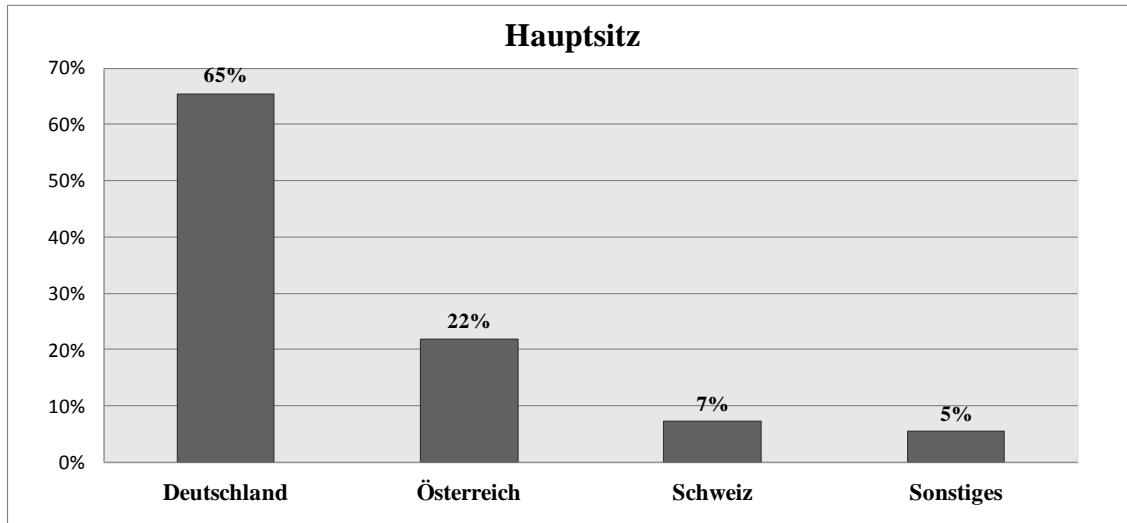


Abbildung 2: Hauptsitz

Bei Betrachtung des Hauptsitzes der Unternehmen lässt sich erkennen, dass die große Mehrheit der befragten Unternehmen der Stichprobe ihren Hauptsitz in Deutschland hat. Dies entspricht einem Anteil von rd. 65 %. Rd. 22 % der befragten Unternehmen geben an, ihren Hauptsitz in Österreich zu haben und weitere rd. 7 % haben ihren Hauptsitz in der Schweiz. Es befinden sich in der Stichprobe außerdem jeweils ein Unternehmen aus den Vereinten Staaten von Amerika, ein Unternehmen aus Frankreich sowie ein Unternehmen mit Hauptsitz in England. Bei der Stichprobe handelt es sich daher überwiegend um deutsche Unternehmen, was auch ungefähr dem Anteil der deutschen Unternehmen an der Grundgesamtheit entspricht.

In Kapitel 2 wurden bereits einige Unterschiede der nationalen Steuersysteme (zwischen Deutschland und Österreich) dargelegt. Insbesondere die Höhe des gesetzlich vorgeschriebenen Körperschaftsteuersatzes variiert deutlich. Diese nationalen Unterschiede gilt es daher auch im Rahmen der weiteren Auswertung der Ergebnisse zu berücksichtigen.

### 6.1.3. Rechtsform

Folgende Übersicht zeigt die Rechtsform, der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen:

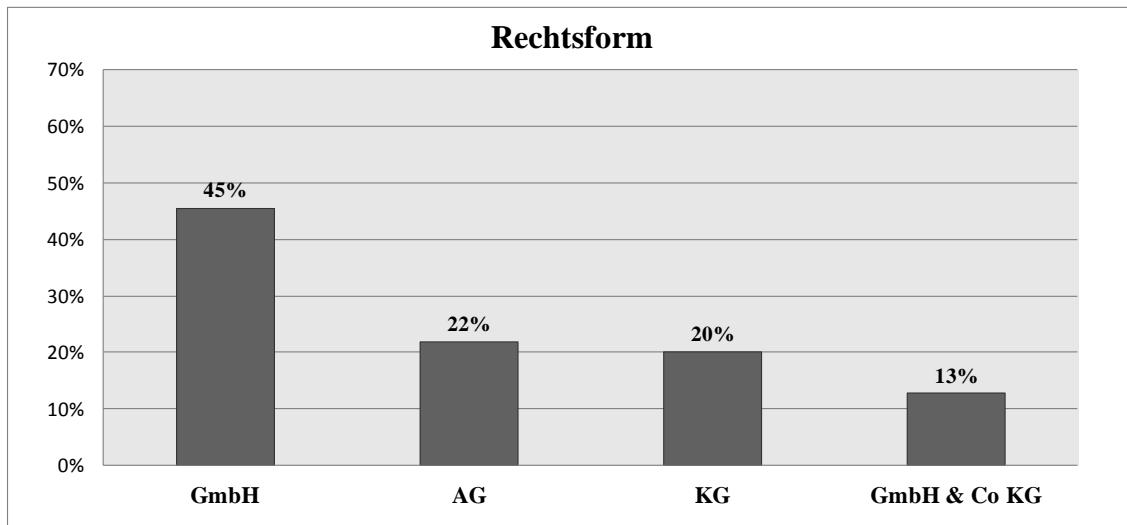


Abbildung 3: Gewählte Rechtsform

Die Frage nach der gewählten Rechtsform des Unternehmens beantwortet der überwiegende Teil der Stichprobe wie in Abbildung 3 ersichtlich mit der Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH).

Die GmbH entspricht dabei einem Anteil von rd. 45 %. Mit rd. 22 % stellt die Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG) die zweitgrößte Gruppe der Unternehmen der Stichprobe dar. Weitere 20 % der Unternehmen werden als KG geführt sowie rd. 13 % der Unternehmen als GmbH & Co KG, einer Gesellschaftsform der Kommanditgesellschaft bei welcher der unbeschränkt haftende Gesellschafter eine GmbH ist. Den Auswahlkriterien entsprechend handelt es sich bei der Mehrheit der Unternehmen daher um Kapitalgesellschaften, was eine Darstellung unterschiedlicher Arten von Steuern auf unterschiedlichen Ebenen ermöglicht.

#### 6.1.4. Position

Die Person, die stellvertretend für das Unternehmen an der Befragung teilnahm, wurde nach ihrer konkreten Position im Unternehmen befragt. Folgende Abbildung zeigt die Ergebnisse dieser Frage:

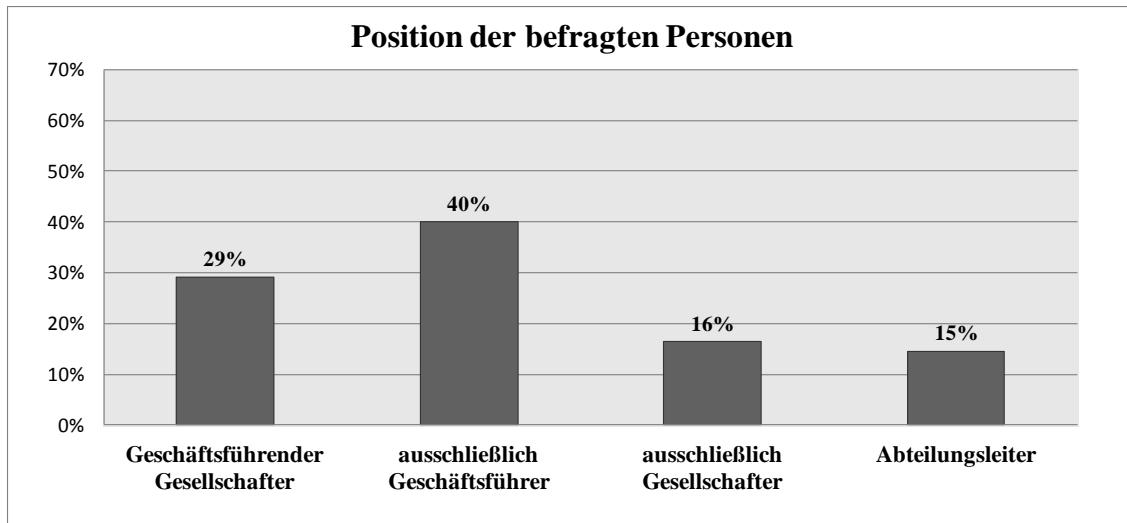


Abbildung 4: Position der befragten Person

Die Befragung wurde überwiegend von den Geschäftsführern der Unternehmen durchgeführt. Diese Personengruppe ist dabei ausschließlich als Geschäftsführer tätig und stellt einen Anteil von rd. 40 % dar. Weitere rd. 29 % der befragten Personen geben an, sowohl Geschäftsführer als auch Gesellschafter zu sein. Die Gruppe der Personen, die angeben ausschließlich Gesellschafter zu sein, beträgt rd. 16 %. Weitere rd. 15 % geben an, die Position des Abteilungsleiters (z.B. CFO) zu besetzen. Bei rd. 84 % der Befragten handelt es sich also um Personen, die aktiv am Prozess unternehmerischer Entscheidungen teilhaben.

### **6.1.5. Eigentum und Geschäftsführung**

Eine weitere Frage des Fragebogens bezog sich auf den tatsächlichen Einfluss von Eigentümern auf die Entscheidungen im Unternehmen. So wurde gefragt, inwieweit die Eigentümer der Unternehmen Teil der Geschäftsführung sind. Die Ergebnisse hierzu stellen sich wie folgt dar:

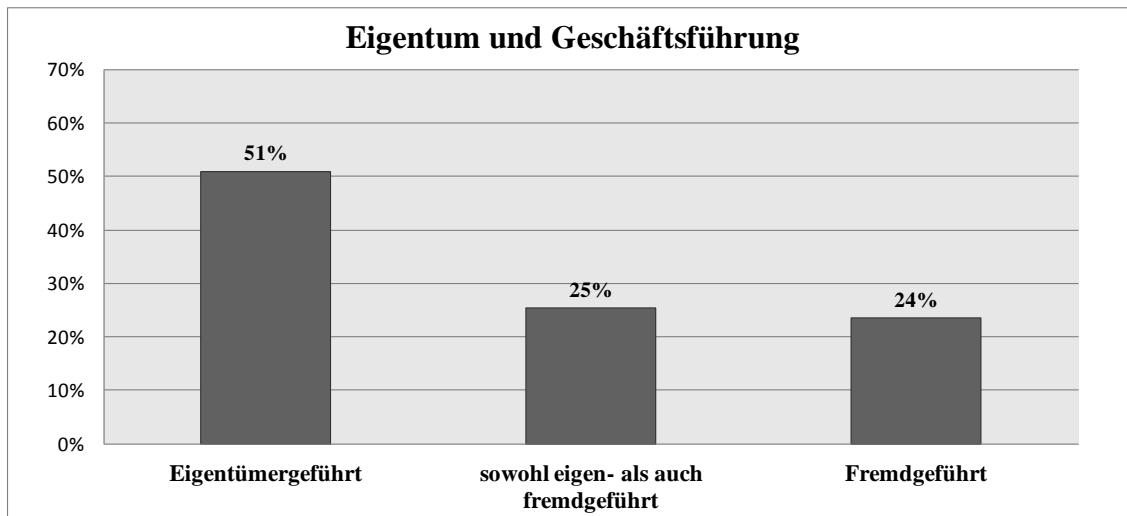


Abbildung 5: Eigentum und Geschäftsführung

Mit rd. 51 % wird ca. die Hälfte der befragten Unternehmen ausschließlich von ihren Eigentümern selbst geführt. Weitere rd. 25 % der befragten Unternehmen geben an, sowohl eigen- als auch fremdgeführt zu werden und weitere rd. 24 % werden ausschließlich fremdgeführt.

Es ist eine klare Dominanz der eigentümergeführten Unternehmen zu erkennen. So üben insgesamt bei rd. 76 % der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen die Eigentümer aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung aus. Den vordefinierten Auswahlkriterien entsprechend wurde also eine Stichprobe von Unternehmen erreicht, deren Geschäftsführung durch die Eigentümer geprägt wird.

### 6.1.6. Mitarbeiter

Nachfolgende Abbildung zeigt die Anzahl der Mitarbeiter der befragten Unternehmen:

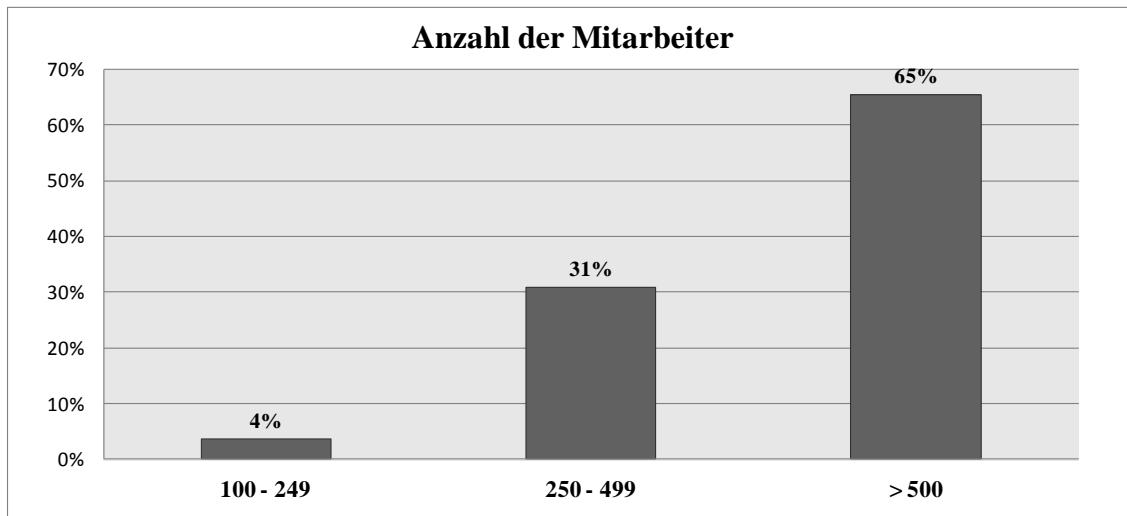


Abbildung 6: Anzahl Mitarbeiter

Die Mehrheit der befragten Unternehmen mit rd. 65 % beschäftigt mehr als 500 Mitarbeiter. Weitere rd. 31 % geben an, zwischen 250 und 499 Mitarbeiter zu beschäftigen. Nur rd. 4 % bewegen sich zwischen 100 und 249 Mitarbeitern.

Bei Betrachtung der Anzahl der Mitarbeiter sowie der Einheit von Eigentum und Geschäftsführung kann abschließend festgehalten werden, dass es sich, der Mittelstandsdefinition des IfM folgend, bei den in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen um einen Querschnitt an mittelständischen Unternehmen handelt, die mehrheitlich durch die Einheit von Eigentum und Geschäftsführung geprägt werden.<sup>94</sup>

<sup>94</sup> Vgl. Institut für Mittelstandsforschung Bonn; Mittelstandsdefinition des IfM Bonn

## 6.2. Abbildung einzelner Fragestellungen

Da nachfolgende Merkmale überwiegend anhand 7-stufiger Likert-Skalen erhoben wurden, werden an dieser Stelle aus Gründen der Übersichtlichkeit jeweils die zustimmenden sowie ablehnenden Antwortkategorien zusammengefasst dargestellt. Antwortkategorien 1 bis 3 sind dabei ablehnende Kategorien, Antwortkategorie 4 entspricht der indifferenten Mitte und Antwortkategorien 5 bis 7 stellen die zustimmenden Kategorien dar.

### 6.2.1. Persönliche Einstellung

Zu Beginn der Befragung wurde die persönliche Einstellung der Befragten gegenüber dem Thema Steuern allgemein erhoben. Die Befragten sollten dabei angeben inwieweit folgende Aussagen zutreffen:

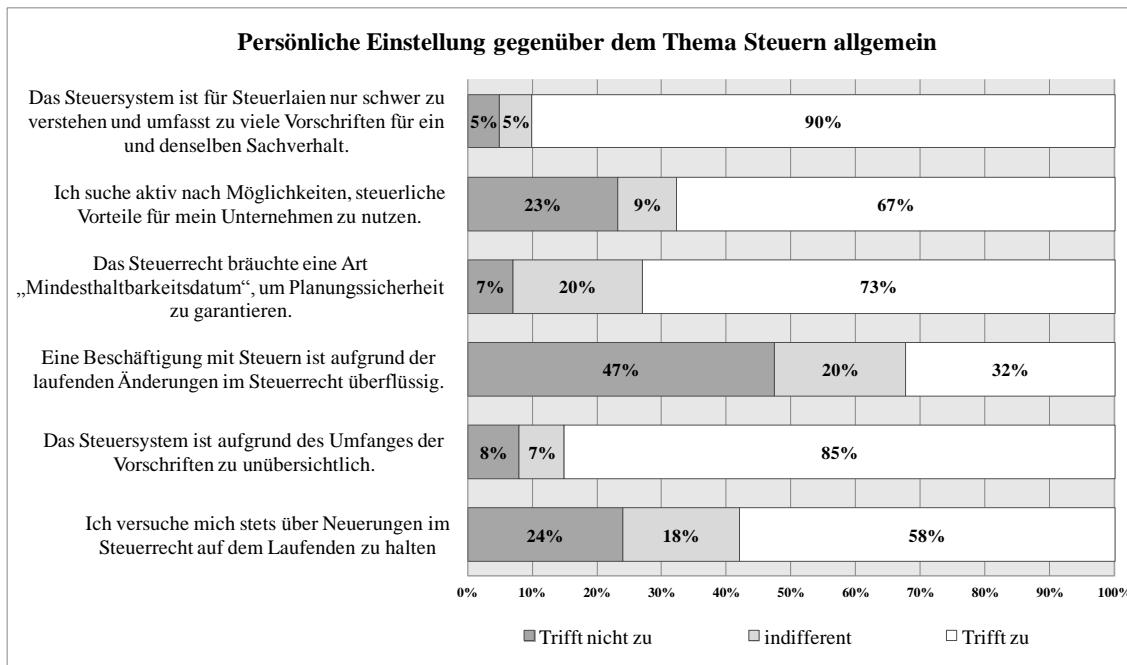


Abbildung 7: Persönliche Einstellung zum Thema Steuern

Es lässt sich erkennen, dass rd. 85 % der Befragten der Aussage, dass das geltende Steuersystem aufgrund des Umfangs der Vorschriften zu unübersichtlich ist, als zutreffend erachten. Rd. 90 % der Befragten empfinden, dass das Steuersystem für Laien schwer zu verstehen ist und zu viele Vorschriften für ein und den gleichen Sachverhalt vorsieht. Weitere rd. 73 % der befragten Personen empfinden das Steuersystem in Bezug auf Planungssicherheit als unsicher.

Das Steuersystem wird insgesamt also als sehr komplex und schnelllebig empfunden. So verwundert es auch nicht, dass insgesamt rd. 89 % der befragten Unternehmen angeben, dass ihre Mitarbeiter in regelmäßigem Kontakt mit einem Steuerberater stehen. Insgesamt rd. 36 % der befragten Unternehmen geben dabei an, dass sie einen externen Steuerberater beauftragt haben, der sich um alle steuerlichen Belange des Unternehmens kümmert. Nur rd. 18 % der befragten Unternehmen geben an, sämtliche steuerliche Pflichten (z.B. die Abgabe von Umsatzsteuervoranmeldungen oder die Erstellung von Steuererklärungen) selbst wahrzunehmen. Allerdings stehen auch diese Unternehmen in Kontakt zu einem Steuerberater, den die Mitarbeiter gegebenenfalls konsultieren können.

### 6.2.2. Ziele der Steuerplanung im Unternehmen

Die Frage nach den konkreten Zielen der Steuerplanung im Unternehmen, führt zu folgenden Ergebnissen:

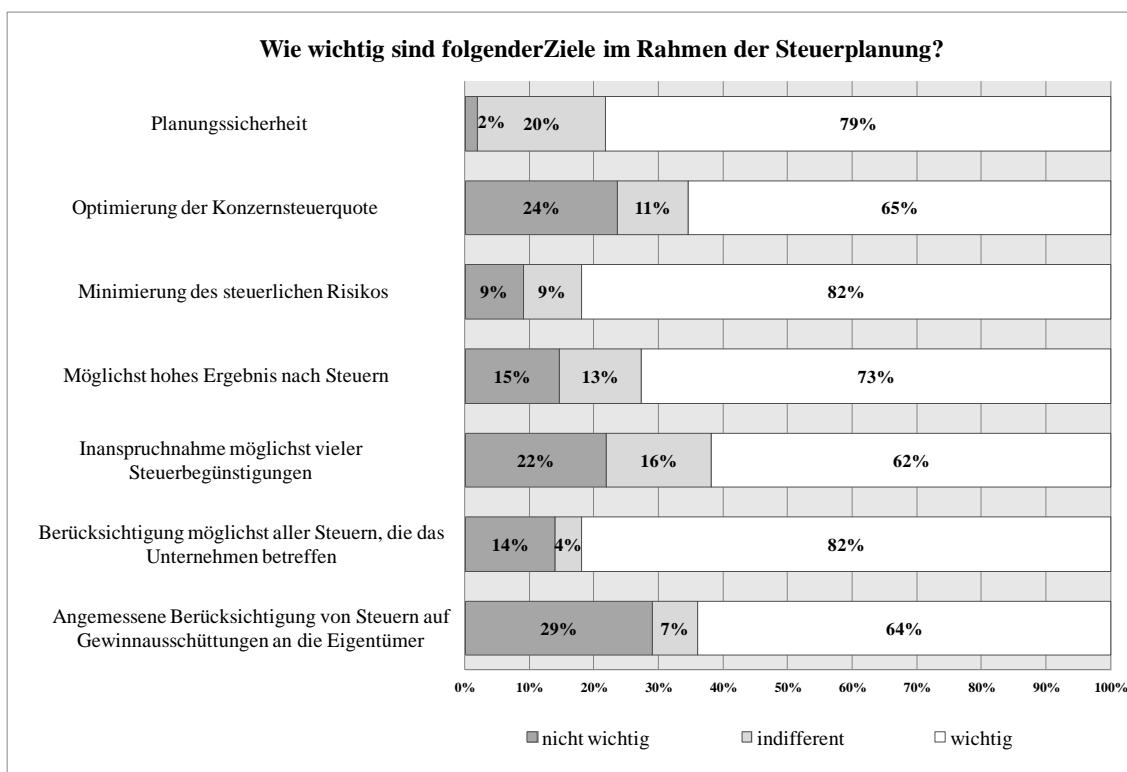


Abbildung 8: Ziele der Steuerplanung im Unternehmen

Hierbei lässt sich erkennen, dass die Berücksichtigung möglichst aller Steuern, die das Unternehmen betreffen, die Planungssicherheit sowie die Minimierung des steuerlichen Risikos als besonders wichtig erachtet werden. Insgesamt geben rd. 82 % der Befragten an die Berücksichtigung möglichst aller Steuern, die das Unternehmen

betreffen, sei wichtig. Ebenfalls rd. 82 % der Befragten empfinden die Minimierung des steuerlichen Risikos für wichtig. Auch die Planungssicherheit wird als wichtig erachtet, so haben sich rd. 79 % für eine der Antwortkategorien 5 bis 7 entschieden.

### 6.2.3. Steuern in den verschiedenen Planungsbereichen des Unternehmens

Auf die Frage in welchem Bereich des Unternehmens Steuern generell als wichtig erachtet werden, antworten die befragten Unternehmen wie folgt:

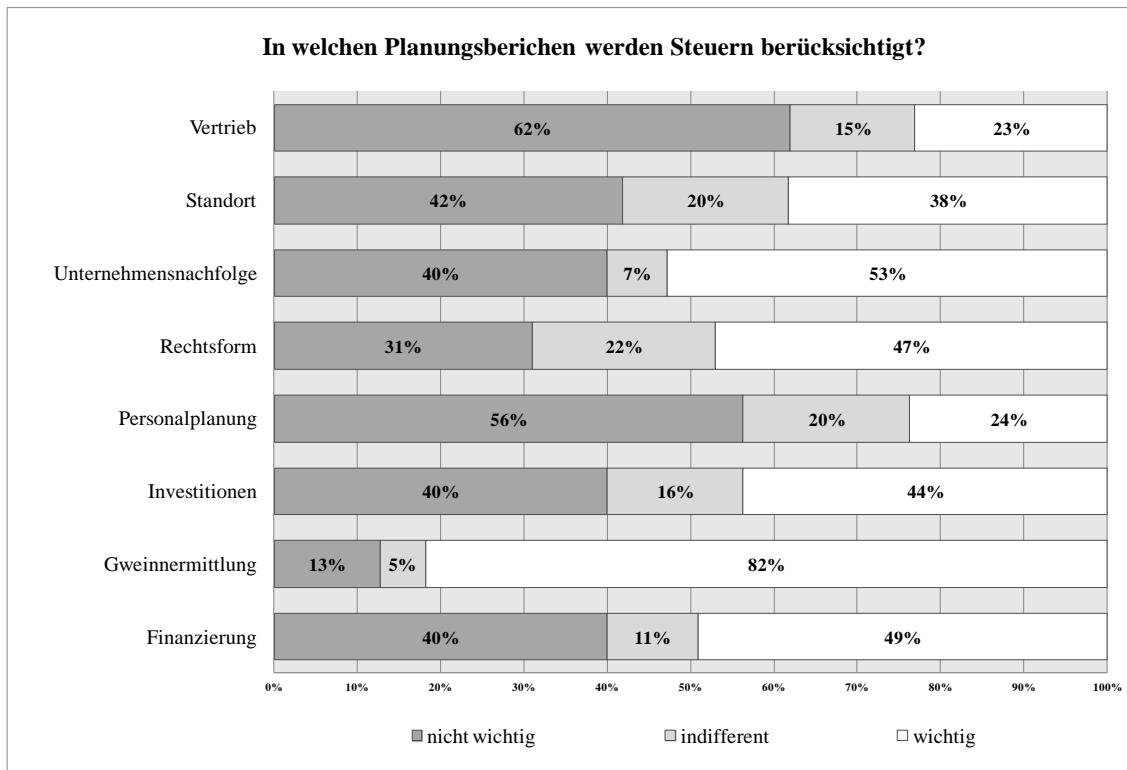


Abbildung 9: Steuern in Planungsbereichen des Unternehmens

Die meisten Befragten halten eine Berücksichtigung von Steuern im Rahmen der Gewinnermittlung als wichtig (rd. 82 % entscheiden sich für Antwortkategorien 5 bis 7) und auch bei der Unternehmensnachfolge werden Steuern als wichtig erachtet. So entscheiden sich insgesamt rd. 52 % der Befragten sich bei dieser Frage dafür. Auch im Bereich der Unternehmensnachfolge werden Steuern als wichtig erachtet. Hier wählen rd. 53 % der Befragten eine der drei wichtig Antwortkategorien. Im Bereich der Finanzierung dominieren ebenfalls die wichtig Kategorien mit rd. 49 % der Befragten. Rd. 40 % entscheiden sich für eine der Nicht wichtig Kategorien und rd. 11 % entscheiden sich hierbei für die Mitte. Auch bei Investitionen überwiegt der Anteil der Befragten, die Steuern in diesem Bereich als wichtig erachteten (rd. 44 % zu rd. 40 %). Rd. 16 % der befragten entscheiden sich für die mittlere Kategorie der

Antwortmöglichkeiten. Im Bereich der Personalplanung und des Vertriebs werden Steuern eher als nicht wichtig erachtet (Antwortkategorien 1 bis 3 überwiegen).

#### **6.2.4. Die Berücksichtigung verschiedener Arten von Steuern**

Bei der Frage, welche unterschiedlichen Steuern konkret einen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen im Unternehmen ausüben kommt es zu folgenden Ergebnissen:

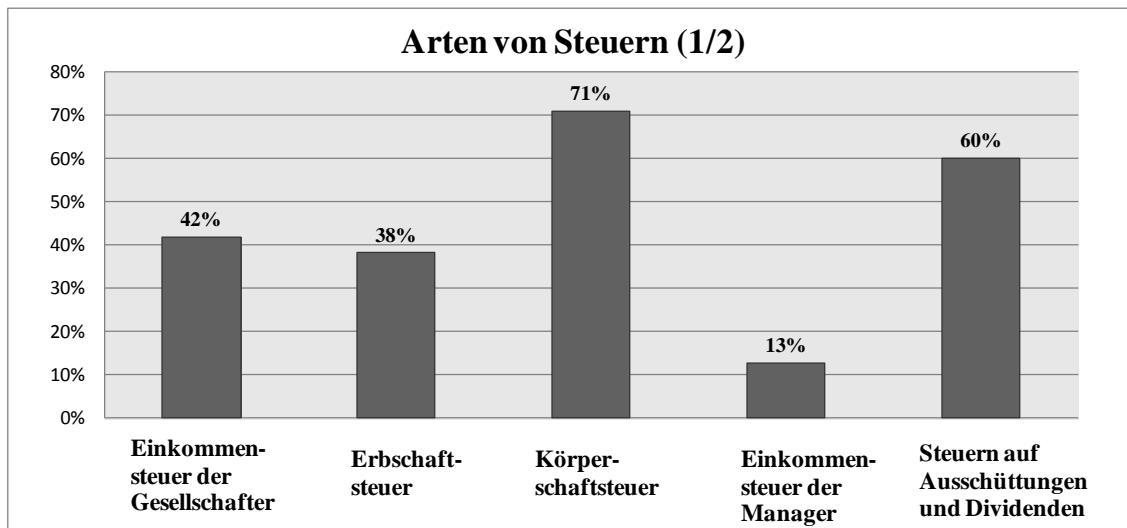


Abbildung 10: Steuerarten (1/2)

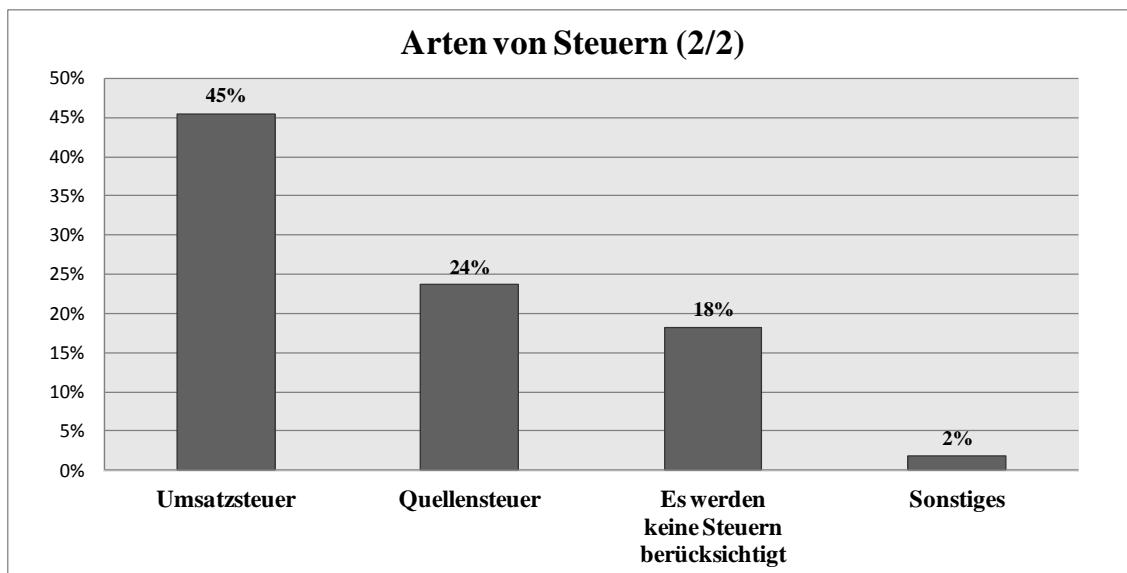


Abbildung 11: Steuerarten (2/2)

Rd. 71 % der Unternehmen sind sich einig darüber, dass die Körperschaftsteuer den größten Einfluss ausübt. Am zweitwichtigsten erachten die befragten Unternehmen mit rd. 60 % die Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden. Des Weiteren gibt eine

Gruppe von rd. 42 % der Befragten an, dass Steuern auf Ebene der Eigentümer ebenfalls Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen ausüben. Bei dieser Gruppe von Unternehmen handelt es sich bei rd. 70 % um Unternehmen, bei denen die Geschäftsführung ausschließlich den Eigentümern obliegt. Nur rd. 26 % dieser Gruppe von Unternehmen werden sowohl von den Eigentümern als auch von externen Managern geführt und nur bei rd. 4 % handelt es sich um fremdgeführte Unternehmen. Das Bewusstsein für Steuern, die außerhalb der Unternehmensphäre auf Ebene der Gesellschafter anfallen, ist bei Unternehmen, bei denen Gesellschafter aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben, also stärker ausgeprägt.

#### **6.2.5. Planungshorizont bei der Berücksichtigung von steuerlichen Effekten**

Nach dem Planungshorizont gefragt, in dem Steuern berücksichtigt werden, geben die befragten Unternehmen Folgendes an:

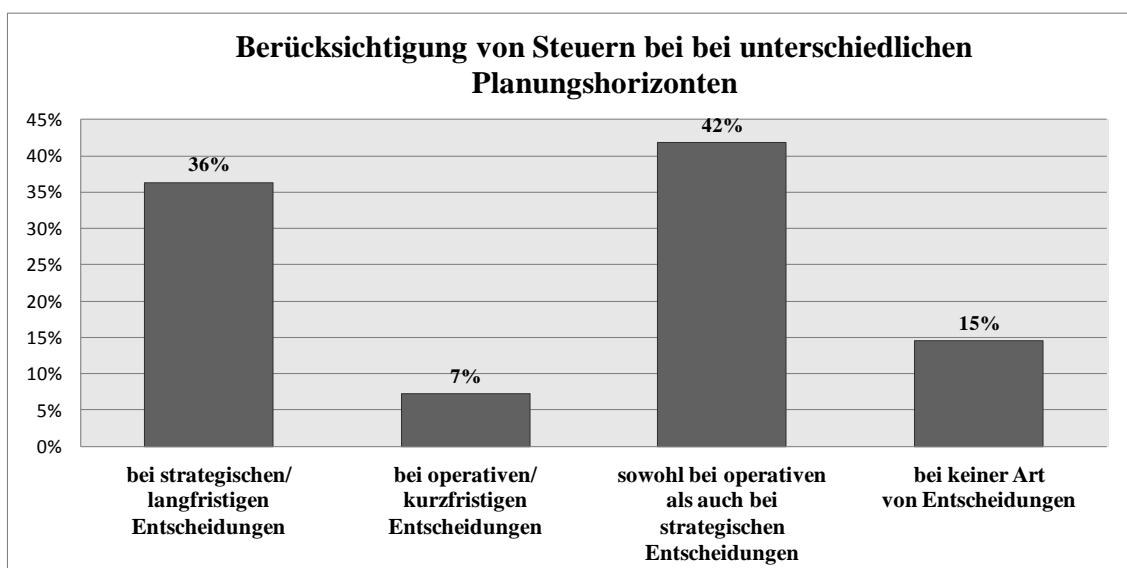


Abbildung 12: Planungshorizont und Steuern

Die Mehrheit der befragten Unternehmen (rd. 42 %) gibt an, dass steuerliche Effekte sowohl bei operativen (eher kurzfristigen) als auch bei strategischen (eher langfristigen) Entscheidungen berücksichtigt werden. Bei rd. 36 % der befragten Unternehmen spielen Steuern ausschließlich bei strategischen Entscheidungen eine Rolle. Insgesamt geben somit rd. 78 % der Unternehmen und damit die große Mehrheit der Unternehmen an, steuerliche Effekte bei langfristigen Entscheidungen zu berücksichtigen.

## 7. Präsentation der Ergebnisse

### 7.1. Investitionsrechenmodelle und die Ermittlung von Kapitalkosten

In diesem Kapitel werden die im Rahmen der Befragung gestellten Fragen zum Thema Kapitalkosten dargestellt. Dabei werden Dimensionen wie die Höhe, der Zeithorizont, die Art der Ermittlung sowie die Berücksichtigung steuerlicher Effekte dargestellt. Zu Beginn wurde jedoch erhoben, welche Verfahren und Modelle im Rahmen von Investitionsentscheidungen angewendet werden.

#### 7.1.1. Investitionsrechenmodelle

Zur genaueren Analyse der Berücksichtigung von Steuern im Bereich der Investitions- und Finanzierungentscheidungen wurde erhoben, welche konkreten Investitionsrechenmodelle im Unternehmen verwendet werden:

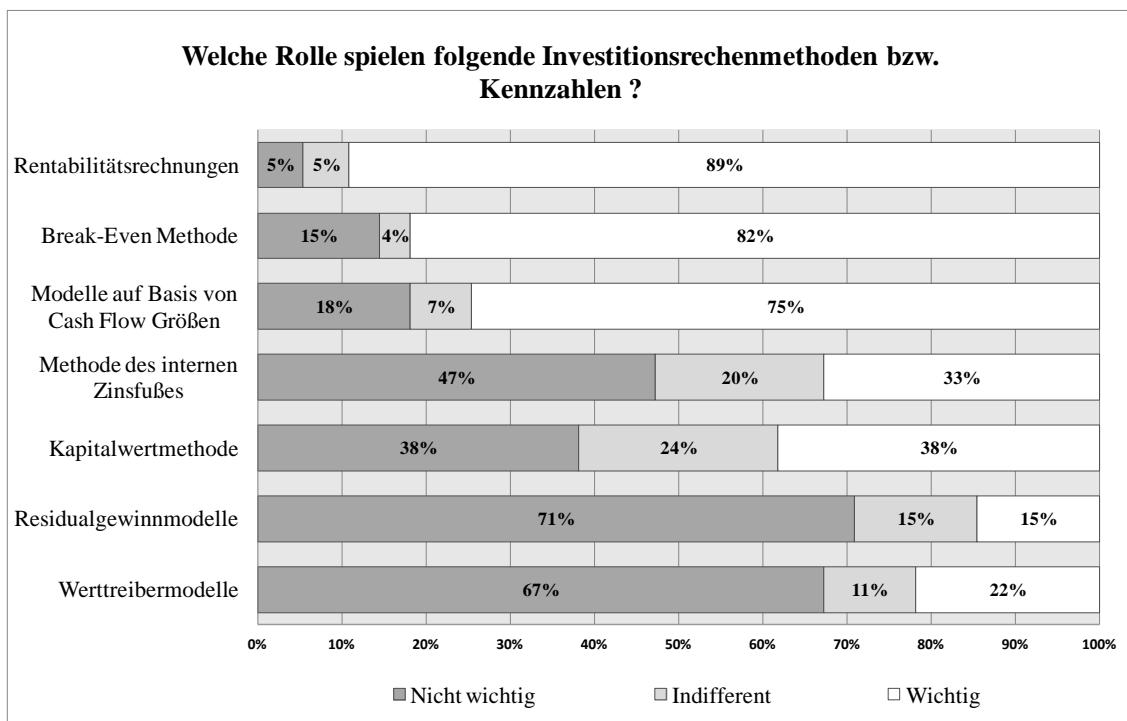


Abbildung 13: Investitionsrechenmodelle

Hierbei wird deutlich, dass insbesondere Rentabilitätsrechnungen, die Break-Even Methode sowie Cash-Flow Modelle als wichtig angesehen werden. Werttreibermodelle sowie Residualgewinnmodelle werden hingegen tendenziell eher als unwichtig angesehen.

Die Wichtigkeit von Discounted Cash Flow Größen wird bereits in der Studie von Bruner et al. (1998) bestätigt, in welcher rd. 89 % der befragten Unternehmen angeben bei der Bewertung von Investitionsmöglichkeiten in erster Linie auf Discounted Cash Flow Verfahren zurückzugreifen.<sup>95</sup> Doch nicht nur in den USA erfreuen sich die sogenannten DCF-Verfahren breiter Zustimmung. Auch in der Studie von Arnold und Hatzopoulos (2000), die Unternehmen aus Großbritannien befragen, ist eine klare Dominanz der DCF-Verfahren zu bemerken. Alle großen Unternehmen geben an, ein solches Verfahren zu verwenden. Jedoch auch bei den kleinen und mittleren Unternehmen hat sich das DCF-Verfahren den Ergebnissen von Arnold und Hatzopoulos (2000) zufolge mit einem Anteil von über 90 % der befragten kleinen und mittleren Unternehmen durchgesetzt.<sup>96</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch die Studie von Baker et al. (2011), die jedoch kanadische Unternehmen befragt. Rd. 84 % der befragten Unternehmen verwenden hierbei DCF-Verfahren, rd. 58 % dabei sogar in erster Linie. Baker et al. (2011) decken des Weiteren auf, dass Discounted Cash Flow Modelle, als das theoretisch korrekte Verfahren zur Evaluierung von Projekten oder Investitionsentscheidungen, zumeist von größeren Unternehmen angewandt werden, deren Manager einen MBA vorweisen können. Sie bemerken somit einen Zusammenhang zwischen dem Ausbildungslevel der Entscheidungsträger und der Anwendung von theoretisch korrekten Verfahren.<sup>97</sup>

Weiter oben wurde bereits die Position der Person dargestellt, die stellvertretend für das Unternehmen an der Befragung teilgenommen hat. Hierbei wurde erhoben, dass rd. 40 % der Befragten angestellte Geschäftsführer (ohne Anteil am Grund- bzw. Stammkapital) sind. Zwar sind keine Informationen über den Ausbildungsstatus der Befragten verfügbar, jedoch wird unterstellt, dass diese als angestellte Geschäftsführer eine gewisse Qualifikation in Form eines kaufmännischen Studienabschlusses vorweisen müssen. Es ist zu beobachten, dass von dieser Personengruppe in weiterer Folge rd. 82 % angegeben haben, dass Modelle auf Basis von Cash Flow Größen in ihrem Unternehmen als wichtig angesehen werden. Unter den Personen, die angegeben haben sowohl Eigentümer als auch Geschäftsführer zu sein, erachten nur rd. 69 % DCF-

---

<sup>95</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 15ff

<sup>96</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 608ff

<sup>97</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S. 168ff

Verfahren als wichtig für das Unternehmen. Bei den Personen, die angegeben haben ausschließlich Gesellschafter zu sein sogar nur rd. 56 %.

Es fällt auf, dass insbesondere zwischen der Personengruppe, welche angibt ausschließlich Geschäftsführer sein und der Gruppe von Befragten, die angibt ausschließlich die Funktion des Eigentümers inne zu haben deutliche Unterschiede betreffend der Wahrnehmung und Wichtigkeit von DCF-Verfahren gibt. Wie auch schon Baker et al. (2011) vermuteten, könnte dies auf das höhere Ausbildungslevel von (fremd)-angestellten Managern zurückzuführen sein, da sich diese um ihre Position zu erreichen eine höhere Ausbildung und berufliche Qualifikationen aneignen mussten.<sup>98</sup>

### 7.1.2. Arten der Ermittlung von Kapitalkosten

In weiterer Folge wurden die Unternehmen der Stichprobe gefragt, mit Hilfe welcher Verfahren Kapitalkosten ermittelt werden:

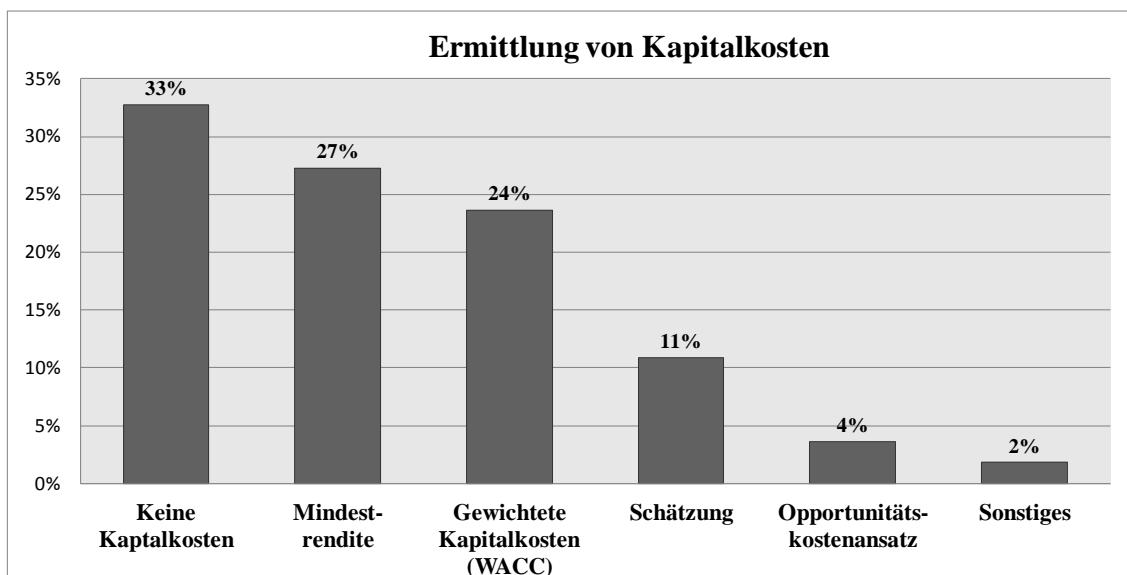


Abbildung 14: Ermittlung von Kapitalkosten

Die Abbildung zeigt, dass insgesamt rd. 67 % der befragten Unternehmen Kapitalkosten ermitteln. Rd. 33 % der befragten Unternehmen geben an, überhaupt keine Kapitalkosten zu berechnen. Weitere 27 % der befragten Unternehmen verstehen unter dem Begriff der Kapitalkosten eine Art Mindestrendite und rd. 24 % der Unternehmen berechnen gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC-Ansatz).

---

<sup>98</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S.168ff

Bruner et al. (1998) finden in ihrer Studie heraus, dass rd. 85 % der von ihnen befragten Unternehmen eine Form von gewichteten Kapitalkosten berechnet. Wie bereits zuvor angeführt, decken Sie ebenfalls auf, dass rd. 89 % der von ihnen befragten Unternehmen im Rahmen von Investitionsentscheidungen auf Discounted Cash Flow Verfahren zurückgreift. Rd. 89 % der Unternehmen geben an, eine Form von Kapitalkosten dabei als Zinssatz zu verwenden.<sup>99</sup> Konsistent zur Studie von Bruner et al. (1998), finden auch Gitman und Vandenberg (2000) heraus, dass die Mehrheit der von Ihnen befragten Unternehmen eine Art von gewichteten Durchschnittssatz zur Bestimmung der Kapitalkosten heranzieht. Während in der Studie von Gitman und Mercurio (1982) rd. 83 % der Unternehmen angeben gewichtete Kapitalkosten zu berechnen, sind es in der Neuauflage der Studie von Gitman und Vandenberg (2000) bereits rd. 92 % der befragten Unternehmen.<sup>100</sup>

Die Studie von Arnold und Hatzopoulos (2000) lässt bereits erahnen, dass der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostenansatz in europäischen Unternehmen nicht so weit verbreitet ist, wie in U.S.-amerikanischen Unternehmen. Arnold und Hatzopoulos (2000) untersuchen Unternehmen in Großbritannien und stellen dabei fest, dass insgesamt rd. 54 % der von ihnen befragten Unternehmen ihre Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz bestimmen.<sup>101</sup> Auch bei der Studie von Baker et al. (2011) gibt die Mehrheit der Unternehmen mit rd. 64 % an, bei der Evaluierung von neuen Projekten oft oder immer den WACC zu verwenden. Diese Wahl ist jedoch bei größeren Firmen beliebter. Mit rd. 44 % ist die zweitbeliebteste Alternative basierend auf Erfahrung eine Einschätzung durch das Management, gefolgt von rd. 38 % der Unternehmen, die angeben den jeweiligen projektspezifischen Kostensatz heranzuziehen.<sup>102</sup>

Es bestehen also insbesondere bei der Anwendung von gewichteten Kapitalkosten große Unterschiede zwischen U.S.-amerikanischen und europäischen Firmen. Während der WACC-Ansatz in den U.S.A. als Abzinsungssatz klar dominiert, ist er wie die Ergebnisse von Arnold et al. (2000) und auch die Ergebnisse dieser Studie zeigen bei europäischen Unternehmen noch nicht so weit verbreitet. Selbst zwischen U.S.-amerikanischen und kanadischen Unternehmen konnten deutliche Unterschiede beobachtet werden. Laut Baker et al. (2011) könnte dieser Umstand auf die

---

<sup>99</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 15ff

<sup>100</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

<sup>101</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 618ff

<sup>102</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S. 175

Unterschiede U.S.-amerikanischer und kanadischer Unternehmen in Bezug auf die Corporate Governance Bestimmungen und die gewöhnlich unterschiedliche Eigentümerstruktur zurückzuführen sein. Während die Eigentümerstruktur in Kanada sehr konzentriert ist und es insbesondere viele Familienunternehmen gibt, sind die Eigentümerverhältnisse in U.S.-amerikanischen Unternehmen meist sehr verstreut. Gepaart mit den relativ schwacher Corporate Governance Bestimmungen in Kanada könnte dies dazu führen, dass Manager sich nicht so stark an die in der Theorie vorgegebenen Konzepte zur Maximierung des Unternehmenswertes und daher des Wertes der (Minderheiten-)Anteilseigner halten.<sup>103</sup>

Wie bereits weiter oben dargestellt, wurde anhand des Fragebogens erhoben inwieweit die Eigentümer der Unternehmen Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben. Hierbei konnte zwischen den drei Kategorien ausschließlich eigentümergeführt, sowohl eigentümergeführt als auch fremdgeführt sowie ausschließlich fremdgeführt unterschieden werden. Bei der Untersuchung des Zusammenganges zwischen dem gewählten Verfahren zur Ermittlung von Kapitalkosten und der Zusammensetzung der Geschäftsführung kann anhand des exakten Chi<sup>2</sup>-Tests (Exakter Fischer-Test) ein signifikanter Wirkungszusammenhang ( $r = .41$ ,  $p < .05$ ) zwischen der Verwendung eines gewichteten Kapitalkostensatzes und der Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung der Unternehmen beobachtet werden.

Je weniger Eigentümer in die Geschäftsführung der Unternehmen involviert sind, desto eher werden Kapitalkosten basierend auf einem gewichteten Kapitalkostensatz ermittelt. So geben rd. 46 % aller befragten fremdgeführten Unternehmen an einen gewichteten Kapitalkostensatz zu verwenden. Bei den Unternehmen, deren Geschäftsführung sowohl aus Eigentümern als auch aus nicht am Unternehmen beteiligten Geschäftsführern besteht, beträgt der Anteil an Unternehmen, welche einen gewichteten Kapitalkostensatz errechnen, rd. 36 %. Von den eigentümergeführten Unternehmen geben hingegen nur rd. 7 % an einen gewichteten Kapitalkostensatz zu errechnen. Diese Ergebnisse belegen, dass es einen Zusammenhang zwischen der Besetzung der Geschäftsführung und der Anwendung von theoretisch korrekten Modellen bzw. Verfahren gibt. Wie bereits bei im Rahmen der Untersuchung von Anwendern der DCF-Verfahren, lässt dies darauf schließen, dass die

---

<sup>103</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S. 186

Geschäftsführung (von fremdgeführten Unternehmen) viel vertrauter mit der Anwendung von allgemein anerkannten theoretischen Konzepten wie z.B. den gewichteten Kapitalkosten ist.

Da die in dieser Studie dominante Mindestrendite auch eine Schätzung darstellt, legt der direkte Vergleich zu mit den Ergebnissen aus den USA zudem den Verdacht nahe, dass in europäischen Firmen der Erfahrung und Einschätzung des Managements größere Bedeutung zukommt als den in der Literatur und Lehre vorherrschenden Methoden und Verfahren.

### 7.1.3. Zeithorizont von Kapitalkosten

Im Rahmen der Befragung wurde ebenfalls erhoben wie oft Unternehmen ihre Kapitalkosten neu berechnen bzw. überdenken. Folgende Ergebnisse konnten dabei gewonnen werden:

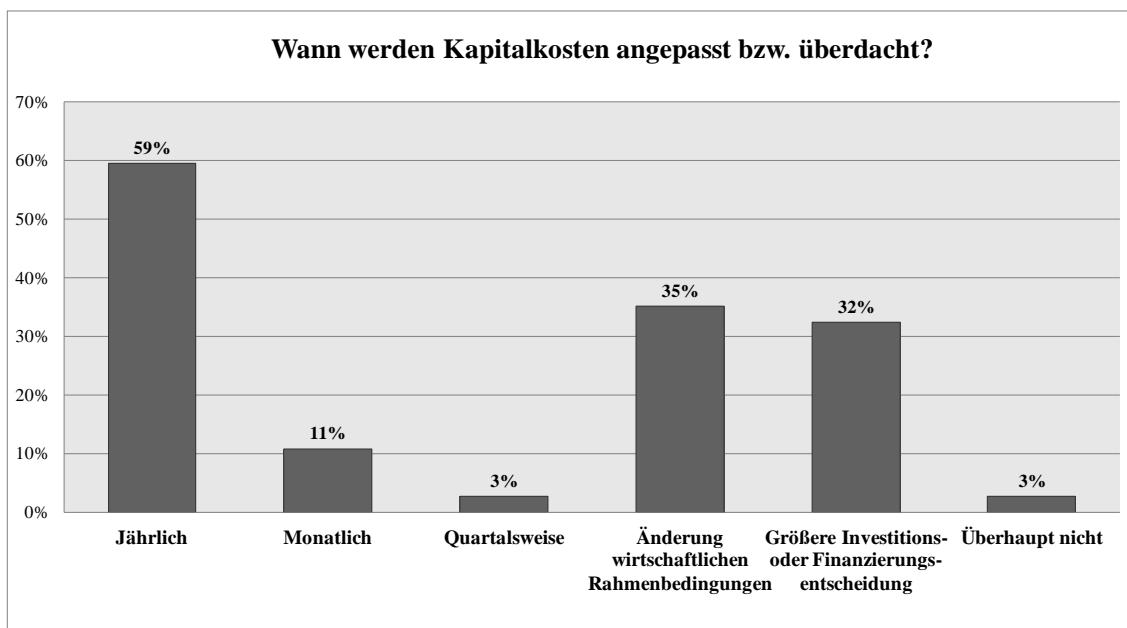


Abbildung 15: Anpassung der Kapitalkosten

Rd. 59 % der Unternehmen geben an ihre Kapitalkosten jährlich neu zu berechnen bzw. zu hinterfragen. Weitere rd. 35 % machen dies sobald sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in denen das Unternehmen operiert ändern und rd. 32 % geben an, ihre Kapitalkosten bei jeder größeren Investitions- oder Finanzierungentscheidung zu überdenken und gegebenenfalls anzupassen.

In der Studie von Bruner et al. (1998) geben ebenfalls rd. 37 % und damit die Mehrheit der Unternehmen an ihre Kapitalkosten jährlich zu überdenken bzw.

anzupassen. Darüber hinaus merken die Unternehmen an, ihre Kapitalkosten zusätzlich noch im Fall von außergewöhnlichen Ereignissen wie z.B. bei Akquisitionen und ändernder Umwelteinflüsse anzupassen.<sup>104</sup> Auch in der Studie von Gitman und Vandenberg (2000) geben rd. 22 % der Unternehmen an ihre Kapitalkosten jährlich zu überdenken. Ähnlich wie bei Bruner et al. (1998) geben jedoch weitere rd. 50 % der Unternehmen an ihre Kapitalkosten zu ändern, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens ändern.<sup>105</sup>

In Bezug auf die regelmäßige Anpassung von Kapitalkosten scheint es in der Praxis schon seit jeher keine großen Unterschiede zu geben. Sowohl bei U.S.-amerikanischen, als auch bei den Unternehmen, die dieser Studie zugrunde liegen, werden bei der Mehrheit der Unternehmen Kapitalkosten zumindest jährlich evaluiert und gegebenenfalls neu ermittelt. Des Weiteren geben viele Unternehmen an auch im Falle von sich verändernden Umwelteinflüssen gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen.

#### **7.1.4. Höhe der Kapitalkosten**

Nach der Höhe ihrer Kapitalkosten gefragt, geben die in der Stichprobe befragten Unternehmen, die zuvor angegeben haben Kapitalkosten zu berechnen, die Verwendung folgender Kapitalkostensätze an:

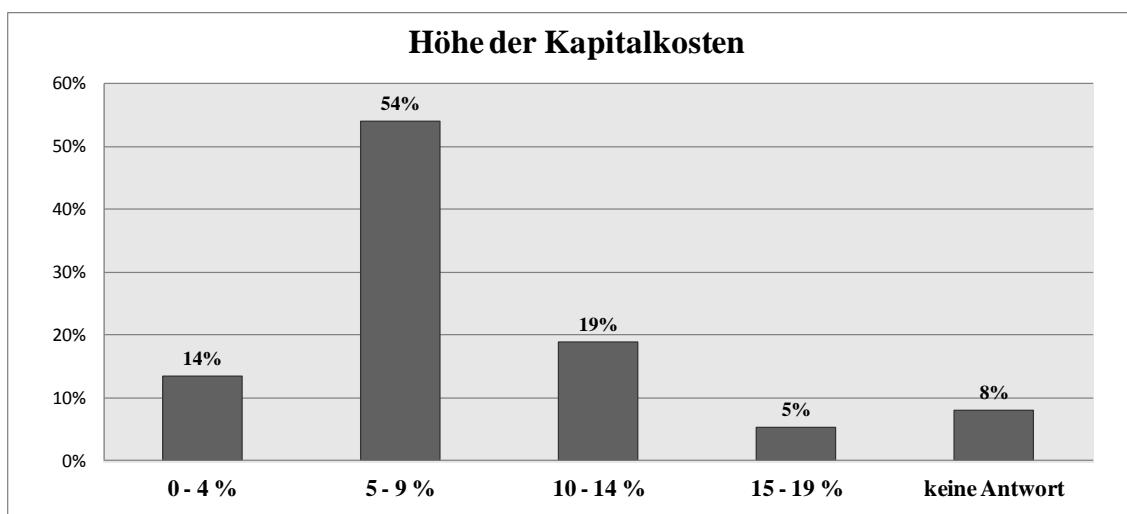


Abbildung 16: Höhe der Kapitalkosten

<sup>104</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 18ff

<sup>105</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

Die Mehrheit der in dieser Studie befragten Unternehmen gibt an, dass die von ihnen ermittelten Kapitalkosten zwischen 5 und 9 % liegen. Dies entspricht einem Anteil von rd. 54 %. Weitere rd. 19 % der Unternehmen geben an, dass die von ihnen berechneten Kapitalkosten zwischen 10 und 14 % betragen. Bei rd. 14 % der Unternehmen bewegen sich die Kapitalkosten zwischen 0 und 4 %.

Da keine offene Kategorie (z.B. > 25 %) ausgewählt wurde, konnte auf Basis der Mittelwerte der jeweiligen Kategorien eine durchschnittlicher Kapitalkostensatz berechnet werden, welcher rd. 8 % ( $M = 7,9$ ,  $SD = 3,8$ ) beträgt.<sup>106</sup>

Über die Jahre hinweg, kann eine sinkende Entwicklung der Kapitalkosten beobachtet werden. So ermittelten Gitman und Mercurio (1982) in ihrer Studie noch einen durchschnittlichen Kapitalkostensatz von rd. 14 %. In der Neuauflage der Studie von Gitman und Vandenberg (2000) liegt der erhobene durchschnittliche Kapitalkostensatz bereits bei rd. 12 %.<sup>107</sup> Schall et al. (1987) kommen je nach Berücksichtigung von steuerlichen Effekten zu zwei unterschiedlichen Kapitalkostensätzen. Bei Unternehmen, die steuerliche Effekte in ihren Kapitalkosten berücksichtigen, kommen sie zu durchschnittlichen Kapitalkosten von rd. 11 %. Bei Unternehmen, die Zinssätze ohne steuerliche Anpassungen berücksichtigen erheben sie einen durchschnittlichen Kapitalkostensatz von rd. 14 %.<sup>108</sup> Poterba und Sommers (1995) kommen ebenfalls zu durchschnittlichen Abzinsungssätzen von rd. 12 %.<sup>109</sup> Auch Arnold et al. (2000) ermitteln in ihrer Studie über Unternehmen aus Großbritannien durchschnittliche Kapitalkosten von rd. 12 %.<sup>110</sup> Über die letzten 20 Jahre hat sich der von Unternehmen angewendete Kapitalkostensatz demnach fast halbiert. Bei Betrachtung der stark sinkenden Entwicklung des Zinsniveaus der letzten Jahrzehnte sowohl in Europa als auch in den USA scheint dies durchaus plausibel.<sup>111</sup>

Um mögliche Einflussfaktoren auf die Wahl des Verfahrens zur Berechnung von Kapitalkosten aufzudecken, wurden weitere Analysen durchgeführt. Ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Höhe der Kapitalkosten und der Verwendung eines der bereits angeführten Verfahren zur Ermittlung von Kapitalkosten kann dabei nicht

---

<sup>106</sup> Für die Berechnung wurde der Mittelwert der jeweiligen Antwortkategorien zur herangezogen. Offene Antwortkategorien (z.B. > 25 %) wurden nicht ausgewählt.

<sup>107</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 58ff

<sup>108</sup> Vgl. Schall et al. (1987), S. 283ff

<sup>109</sup> Vgl. Poterba/Sommers (1995), S. 45ff

<sup>110</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 617ff

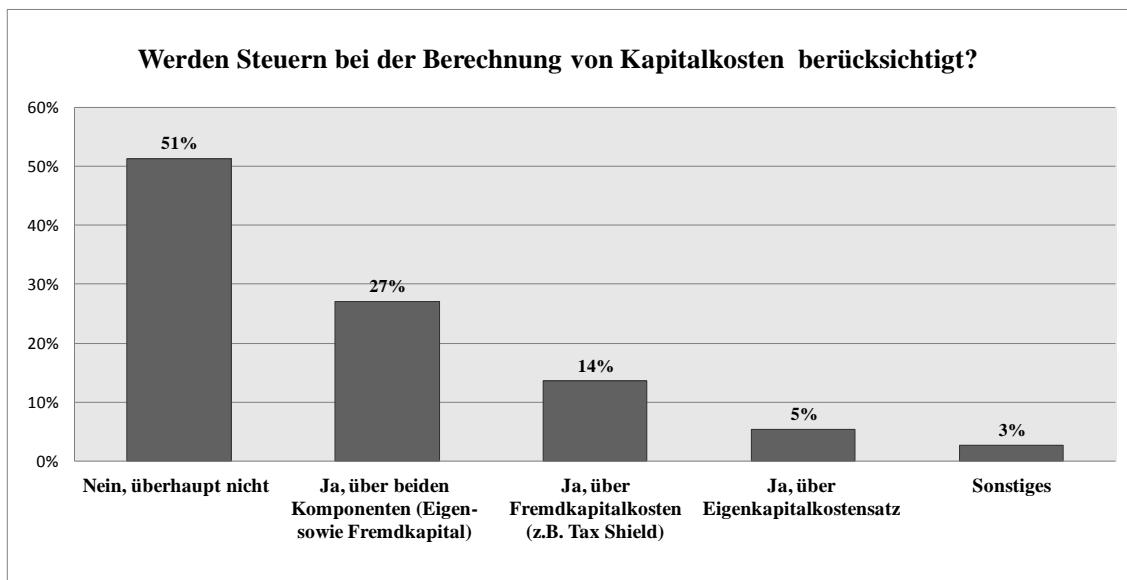
<sup>111</sup> Vgl. Entwicklung Leitzinsen Euroland, USA und Großbritannien: <http://www.finanzen.net/leitzins/>

beobachtet werden. Bei der Berechnung der durchschnittlichen Kapitalkosten nach Art der Geschäftsführung fällt auf, dass die durchschnittlichen Kapitalkosten der Unternehmen, die ausschließlich von Eigentümern geführt werden, rd. 8 % ( $M = 8,3$ ,  $SD = 4,8$ ) betragen. Bei Unternehmen deren Geschäftsführung sowohl aus Eigentümern als auch aus angestellten Geschäftsführern besteht, betragen die durchschnittlich errechneten Kapitalkosten nur rd. 6 % ( $M = 6,4$ ,  $SD = 3,0$ ).<sup>112</sup>

Dies deutet darauf hin, dass in eigentümergeführten Unternehmen ein höherer Kapitalkostensatz angesetzt wird, als in Unternehmen mit einer Geschäftsführung, die auch Geschäftsführer enthält, die nicht am Eigenkapital beteiligt sind. Trotz dieser Beobachtung kann jedoch kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Höhe der Kapitalkosten und der Involvierung von Eigentümern in die Geschäftsführung festgestellt werden.

### **7.1.5. Steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten**

Basierend auf dem theoretischen Ansatz der gewichteten Kapitalkosten wird vermutet, dass die Mehrheit der befragten Unternehmen bei der Berechnung von Kapitalkosten steuerliche Effekte berücksichtigt. So wurden die in der Stichprobe befragten Unternehmen gefragt, ob sie bei der Berechnung ihrer Kapitalkosten Steuern berücksichtigen und falls ja, in welcher Komponente (Eigen- oder Fremdkapitalkosten). Nachfolgende Abbildung stellt die Ergebnisse dieser Frage dar:



<sup>112</sup> Für die Berechnung wurde der Mittelwert der jeweiligen Antwortkategorien zur herangezogen. Offene Antwortkategorien (z.B. > 25 %) wurden nicht ausgewählt.

Abbildung 17: Steuerliche Effekte bei der Herleitung von Kapitalkosten

Wie in Abbildung 16 ersichtlich, gibt die Mehrheit der Unternehmen mit rd. 51 % an, bei der Berechnung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte zu berücksichtigen. Weitere rd. 27 % der befragten Unternehmen lassen steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten über beide Komponenten (Eigen- und Fremdkapitalkosten) in die Kalkulation einfließen. Nur rd. 14 % der befragten Unternehmen berücksichtigt Steuern über die Fremdkapitalkomponente (Tax Shield), wie es der WACC-Ansatz in der Theorie vorsieht.

Unternehmen, die angegeben im Rahmen der Berechnung von Kapitalkosten nur ihre Fremdkapitalkosten steuerlich zu adaptieren sind nicht in der Antwortkategorie, die eine Berücksichtigung in beiden Komponenten (Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten) vorsieht, inkludiert. Daher kann festgehalten werden, dass insgesamt rd. 41 % der Unternehmen steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten über den Fremdkapitalkostensatz berücksichtigt.

Insgesamt decken sich diese Ergebnisse mit den Erkenntnissen aus der Studie von Gitman und Vandenberg (2000). Diese stellen in ihrer Studie ebenfalls fest, dass die Mehrheit der von ihnen befragten Unternehmen bei der Herleitung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte berücksichtigt.<sup>113</sup> Dariüber hinaus geben rd. 43 % der befragten Unternehmen an, Steuern über die Fremdkapitalkomponente zu berücksichtigen, was die steuerliche Anpassung des Fremdkapitalzinssatzes darstellt. Rd. 32 % nehmen steuerliche Anpassungen in Bezug auf Finanzierungsleasing vor, weitere rd. 11 % berücksichtigen Steuern über die Anteile der Vorzugsaktien und rd. 14 % über die Komponente der Stammaktien.<sup>114</sup>

---

<sup>113</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000)

<sup>114</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

Auch bei Betrachtung der Gruppe von Unternehmen, die zuvor angegeben hat ihre Kapitalkosten ausschließlich mit Hilfe des WACC-Ansatzes zu berechnen stellt sich wie in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich, bezüglich der Berücksichtigung von Steuern bei der Herleitung von Kapitalkosten ein ähnliches Bild dar:

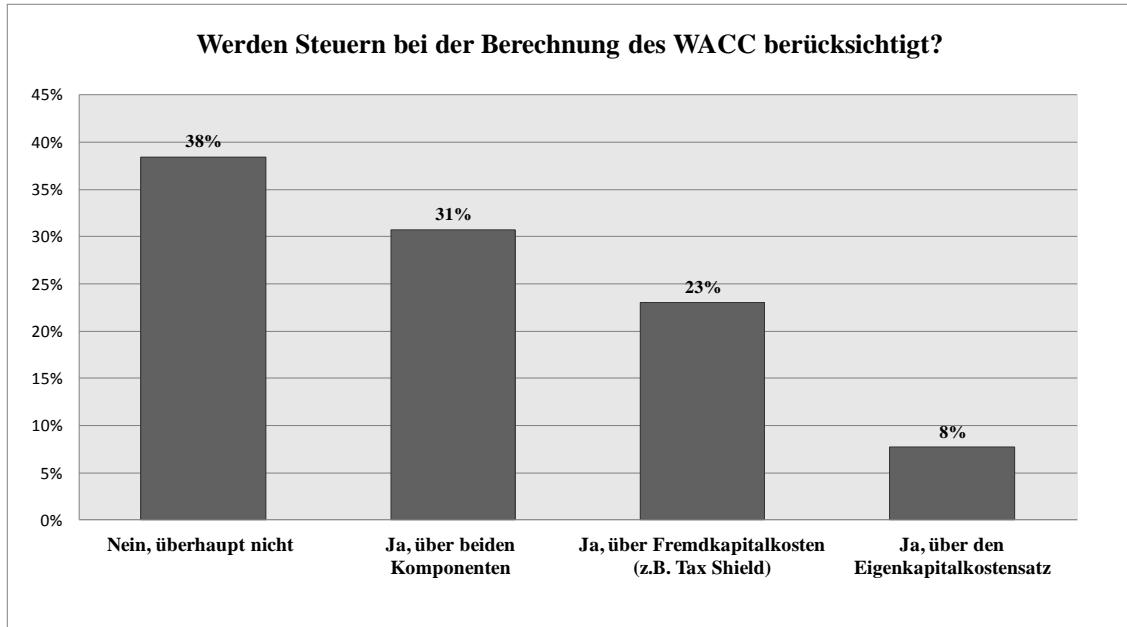


Abbildung 18: Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Herleitung des WACC

So gibt bei der Ermittlung von Kapitalkosten mithilfe des WACC-Ansatzes ebenfalls die größte Gruppe von Unternehmen mit rd. 33 % an, überhaupt keine steuerlichen Effekte zu berücksichtigen. Lediglich der Anteil der Unternehmen, der steuerliche Effekte über die Fremdkapitalkomponente berücksichtigt und somit dem steuerlichen Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapital gerecht wird, ist im Vergleich zur Gesamtbetrachtung deutlich von rd. 14 auf rd. 23 % gestiegen.

In der Studie von Bruner et al. (1998) geben rd. 52 % der Unternehmen an bei der Berechnung der Kapitalkosten mit dem WACC-Ansatz, den Grenzsteuersatz oder den gesetzlichen Steuersatz in das Modell einzubeziehen, weitere rd. 37 % geben an, einen aktuellen Durchschnittssatz zu verwenden. Insgesamt geben damit rd. 89 % der Unternehmen an Steuern bei der Herleitung von Kapitalkosten zu berücksichtigen. Allerdings muss bedacht werden, dass Bruner et al. (1998) bei ihrer Befragung explizit nach dem bei Berechnung der Kapitalkosten berücksichtigten Steuersatz fragen. Ihre Frage setzt also bereits voraus, dass Steuern berücksichtigt werden. Inwieweit dieser Umstand zuvor bereits erhoben wurde oder ob durch die Art und Weise der

Formulierung nicht sogar die Angabe Steuern zu berücksichtigen provoziert worden ist, bleibt offen.<sup>115</sup>

Ein möglicher Wirkungszusammenhang zwischen der Involvierung von Eigentümern in die Geschäftsführung von Unternehmen und der Berücksichtigung von steuerlichen Effekten über die Komponente des Eigenkapitals wird im Zuge der Überprüfung der zuvor formulierten Wirkungszusammenhänge untersucht.

### 7.1.6. Gründe für das Ignorieren von steuerlichen Effekten

Um zu Erheben warum ein Großteil der befragten Unternehmen keine steuerlichen Effekte bei der Ermittlung von Kapitalkosten berücksichtigt, wurde in weiterer Folge der Befragung nach ebendiesen Gründen gefragt. Die Antworten der Unternehmen, die zuvor angegeben haben keine steuerlichen Effekte bei der Herleitung zu berücksichtigen, stellen sich wie folgt dar:

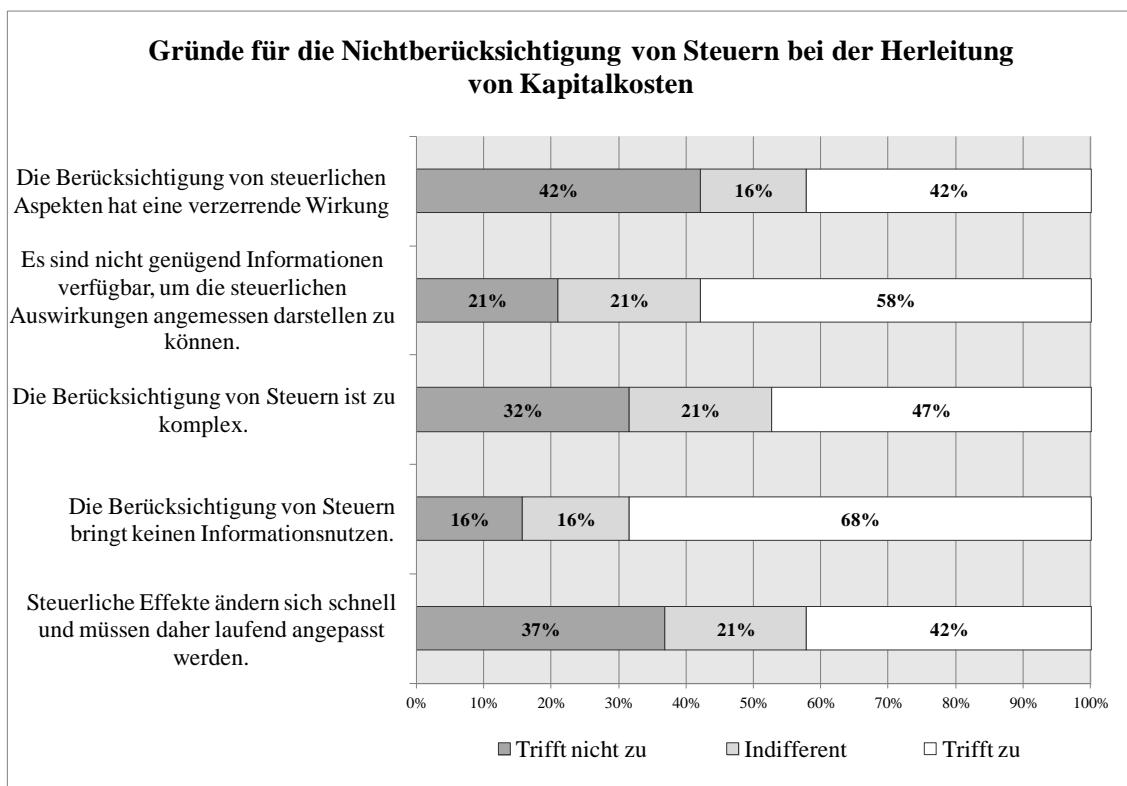


Abbildung 19: Gründe für die Nicht-Berücksichtigung von steuerlichen Effekten

Auch in dieser Abbildung wurden jeweils die ablehnenden Kategorien (1 bis 3) sowie die zustimmenden Kategorien (5 bis 7) zusammengefasst dargestellt. Rd. 68 %

<sup>115</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 17

der Unternehmen, die angeben keine steuerlichen Effekte bei der Ermittlung von Kapitalkosten zu berücksichtigen, stimmen zu, dass eine Berücksichtigung von Steuern im Zuge der Herleitung von Kapitalkosten keinen Informationsnutzen bietet.

Auch die steuerliche Informationslage im Unternehmen spielt bei der Frage, ob steuerliche Effekte berücksichtigt werden eine Rolle. So geben rd. 58 % der Unternehmen an, dass nicht genügend Informationen verfügbar sind, um die steuerlichen Auswirkungen angemessen darstellen zu können.

Als dritthäufigste Ursache für das Ignorieren von steuerlichen Effekten wird angegeben, dass eine Berücksichtigung von Steuern zu komplex ist. Diesem Argument stimmen rd. 47 % der Unternehmen zu.

## 7.2. Überprüfung von Wirkungszusammenhängen

In diesem Kapitel werden die zuvor auf Basis der bisherigen Forschungsergebnisse formulierten Wirkungszusammenhänge überprüft. In einem ersten Schritt werden die betreffenden Variablen zunächst jeweils einzeln analysiert. In einem zweiten Schritt wird sodann, unter Anwendung des Chi<sup>2</sup>-Tests, untersucht, ob signifikante Wirkungszusammenhänge zwischen den Variablen bestehen.

### 7.2.1. Der Einfluss von Steuern und die Kapitalstruktur von Unternehmen

Aufgrund der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen und der damit einhergehenden Vorteilhaftigkeit von Fremdkapital, wird durch  $Z_1$  ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Höhe der Steuerlast und dem Anteil an Fremdkapital im Unternehmen voraus gesagt.<sup>116</sup>

**Anteil Fremdkapital:** Um die Kapitalstruktur der befragten Unternehmen zu erheben, wurde im Rahmen der Befragung gefragt, welche Art der Finanzierung im Unternehmen überwiegt. Die Ergebnisse hierzu stellen sich wie folgt dar:

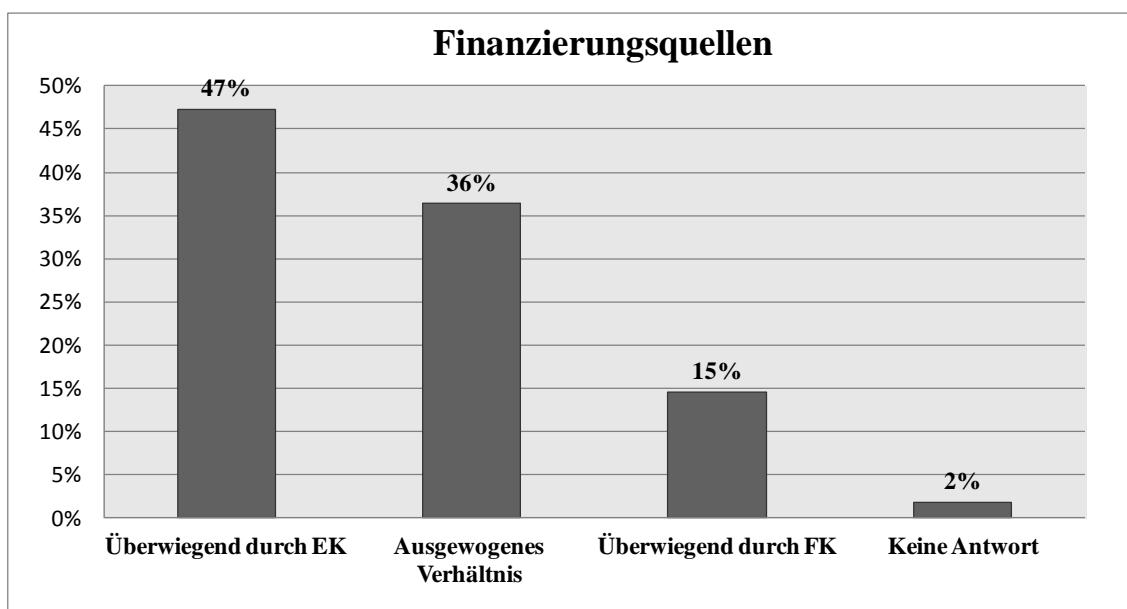


Abbildung 20: Kapitalstruktur

Es kann beobachtet werden, dass die Kapitalstruktur der Mehrheit der befragten Unternehmen von Eigenkapital dominiert wird. So geben rd. 47 % der Unternehmen an

<sup>116</sup> In folgenden Studien wird ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Steuerlast und der Kapitalstruktur von Unternehmen festgestellt: MacKie-Mason (1990), Givoli et al. (1992), Graham (1996), Graham (2000) sowie Faccio und Xu (2015).

sich überwiegend durch Eigenkapital zu finanzieren. Bei rd. 36 % der Unternehmen besteht ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital und nur rd. 15 % der befragten Unternehmen finanzieren sich überwiegend durch Fremdkapital.

**Steuerlast:** Die Steuerlast der Unternehmen wurde anhand der Steuerquote ermittelt. Die Ergebnisse hierzu stellen sich wie folgt dar:

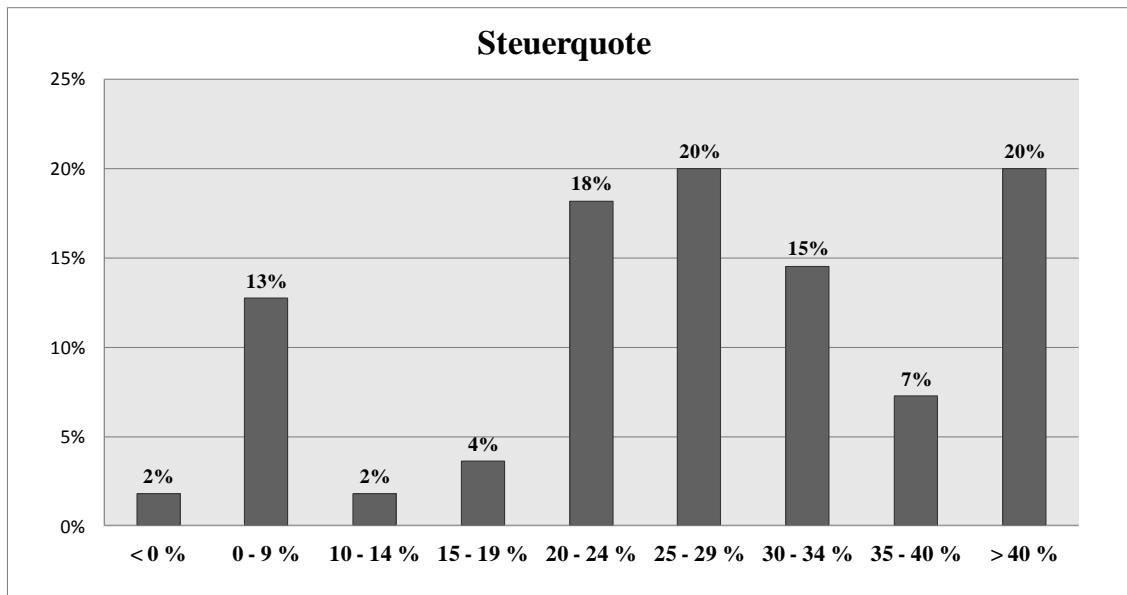


Abbildung 21: Steuerquote

Die Steuerquote von jeweils rd. 20 % der befragten Unternehmen beträgt zwischen 25 und 29 % sowie über 40 %. Dies deutet darauf hin, dass sich die Bemessungsgrundlage für Steuern im Rahmen der steuerliche Mehr-Weniger Rechnung (in Österreich) oder durch Anpassungen zur Steuerbilanz (in Deutschland) erhöht hat. Da in Österreich und in Deutschland im Hinblick auf die Höhe des Körperschaftsteuersatzes Unterschiede bestehen, wurde eine Auswertung nach Ländern getrennt vorgenommen.

**Wirkungszusammenhang:** Für die in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland ergibt sich unter der Annahme eines 90%-Konfidenzintervalls, ein signifikant positiver Effekt ( $r = .56$ ,  $p < .1$ ). Je höher die Steuerquote von Unternehmen ist, desto höher ist der Anteil an Fremdkapital im Unternehmen. Der durch  $Z_1$  vorhergesagte Effekt des Einflusses der Steuerquote auf den Anteil von Fremdkapital im Unternehmen kann daher bestätigt werden. Diese Erkenntnis deckt sich mit den Ergebnissen der Studie von Graham (1996). Im Gegensatz zu seinen Vorgängern wie z.B. Mac-Kie-Mason (1990) oder Givoli et al.

(1992) erhebt Graham (1996) in seiner Studie den Einfluss von Steuern nicht in erster Linie durch Indikatoren wie Tax Shields, sondern untersucht den vermuteten Zusammenhang direkt unter Berücksichtigung des unternehmensspezifischen Grenzsteuersatzes. Die analysierten Daten wurden dabei der Datenbank Compustat entnommen. Graham (1996) kommt zu dem Ergebnis, dass sich der Grenzsteuersatz eines Unternehmens signifikant positiv auf die Verwendung von Fremdkapital auswirkt.<sup>117</sup> Nur wenige Jahre später untersuchen Graham und Harvey (2001) im Rahmen einer Befragung von CFOs erneut die Kapitalstruktur von Unternehmen. Bei der Frage, welche Faktoren die Entscheidung der für das Unternehmen optimalen Verschuldungsquote bestimmen, finden sie heraus, dass der steuerliche Vorteil durch die Abzugsfähigkeit von Fremdkapital als nur mäßig wichtig empfunden wird.<sup>118</sup> In ihrer recht jungen Studie über 29 OECD Länder anhand von finanziellen Daten aus Datenbanken belegen Faccio und Xu (2015) ebenfalls den signifikanten Einfluss von Unternehmenssteuern auf den Anteil von Fremdkapital im Unternehmen. Darüber hinaus untersuchen sie jedoch auch den möglichen Einfluss von persönlichen Steuern auf Ebene der Investoren. Dabei folgen sie dem Ansatz von Miller (1977), demzufolge alle Arten von Steuern in der Entscheidung des optimalen Verschuldungsgrades eines Unternehmens zu berücksichtigen sind. Sie belegen einen signifikanten Einfluss der Steuern auf Investorenebene auf die Entscheidung des Verschuldungsgrades. Ihren Ergebnissen zufolge erhöht ein Anstieg von Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden den Anteil an Fremdkapital. Ein Anstieg von Steuern auf Zinseinkünfte, die ein Investor tragen muss, wenn er Zinsen aus gewährten Krediten oder Darlehen erhält, führt zu einem sinkenden Anteil von Fremdkapital.<sup>119</sup>

Im Rahmen des Fragebogens wurden die Unternehmen gefragt, welche verschiedenen Arten von Steuern im Rahmen von unternehmerischen Entscheidungen berücksichtigt werden. Dabei gaben rd. 42 % der befragten Unternehmen an die Einkommenssteuer ihrer Gesellschafter bei unternehmerischen Entscheidungen zu berücksichtigen. Hierbei kann, unter der Annahme eines 90%-Konfidenzintervalls, ein signifikant positiver Wirkungszusammenhang ( $r = .33$ ,  $p < .1$ ) zwischen der Berücksichtigung der Einkommensteuer von Gesellschaftern und dem im Unternehmen

---

<sup>117</sup> Vgl. Graham (1996), S. 58ff

<sup>118</sup> Vgl. Graham/Harvey (2001), S. 187ff

<sup>119</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277 ff

herrschenden Anteil an Fremdkapital festgestellt werden. Je eher Steuern auf Ebene der Gesellschafter bei unternehmerischen Entscheidungen des Unternehmens berücksichtigt werden, desto höher ist der Anteil an Fremdkapital zur Finanzierung des Unternehmens. Dieser Effekt kann jedoch nur bei Betrachtung der Gruppe von Unternehmen festgestellt werden, die sich überwiegend durch Eigenkapital finanzieren oder bei denen ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital besteht.

### 7.2.2. Der Einfluss der Kapitalstruktur auf die Höhe der Kapitalkosten

Durch die Besteuerung von Ausschüttungen und Dividenden auf Ebene der Investoren, fordern diese, um den dadurch entstandenen Nachteil auszugleichen, eine höhere Verzinsung ihres zur Verfügung gestellten Kapitals. Dies lässt wiederum die Kapitalkosten steigen. Daher wird ein Wirkungszusammenhang  $Z_2$  zwischen der im Unternehmen herrschenden Eigenkapitalquote und der Höhe der Kapitalkosten vorhergesagt.<sup>120</sup>

**Anteil Eigenkapital:** Wie bereits festgestellt, finanziert sich die Mehrheit der Unternehmen überwiegend durch Eigenkapital (rd. 47 %). Bei rd. 36 % der befragten Unternehmen herrscht ein ausgewogenes Verhältnis. Bei den restlichen 17 % der befragten Unternehmen überwiegt der Anteil an Fremdkapital.

**Höhe der Kapitalkosten:** Die Höhe der von den Unternehmen ermittelten Kapitalkosten wurde bereits ausführlich in Kapitel 7.1.4. dargestellt:

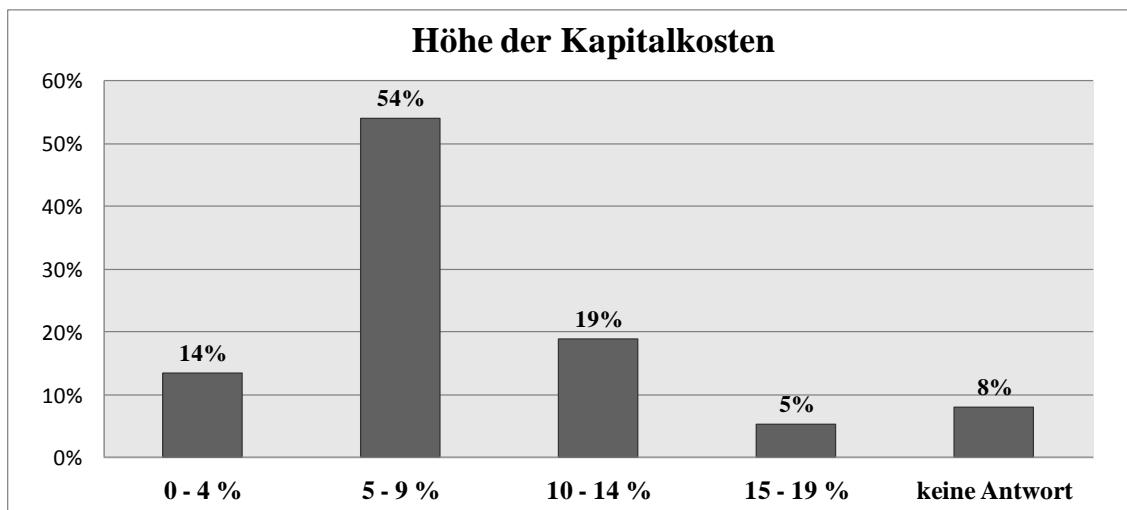


Abbildung 22: Höhe von Kapitalkosten

<sup>120</sup> Vgl. Miller (1977), S. 261ff sowie Graham (2006), S. 601

Die Mehrheit der Unternehmen gibt dabei einen Kapitalkostensatz zwischen 5 und 9 % an. Dies entspricht rd. 54 % der befragten Unternehmen, die zuvor angegeben haben Kapitalkosten überhaupt zu ermitteln. Bei rd. 19 % der Unternehmen liegen die Kapitalkosten zwischen 10 und 14 %, während weitere rd. 14 % angeben, dass ihre Kapitalkosten zwischen 0 und 4 % liegen.

**Wirkungszusammenhang:** Um den vorhergesagten Zusammenhang zu testen wurden in weiterer Folge nur Unternehmen betrachtet, die angeben Kapitalkosten überhaupt zu ermitteln. Dadurch ergibt sich an dieser Stelle eine kleinere Stichprobe von 37 Unternehmen. Bei der Betrachtung der durchschnittlichen Kapitalkosten nach Art der Finanzierungsquellen zeigt sich, dass die durchschnittlichen Kapitalkosten der Unternehmen, die sich überwiegend durch Eigenkapital finanzieren, rd. 9 % ( $M = 8,7$ ,  $SD = 4,0$ ) betragen, während die durchschnittlichen Kapitalkosten von Unternehmen, bei denen ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital herrscht, nur rd. 7 % ( $M = 7$ ,  $SD = 2,9$ ) betragen.<sup>121</sup> Dies deutet darauf hin, dass eine überwiegende Finanzierung durch Eigenkapital die Kapitalkosten steigen lässt. Ob dieser Effekt den Steuern auf Ebene der Eigentümer geschuldet ist, lässt sich daraus allerdings noch nicht ableiten.

Rd. 42 % der befragten Unternehmen geben an, die Einkommenssteuer ihrer Gesellschafter bei unternehmerischen Entscheidungen zu berücksichtigen. Die Überprüfung des Zusammenhangs zwischen dem Anteil an Eigenkapital und der Höhe des Kapitalkostensatzes wurde daher um die Variable ergänzt, welche die Berücksichtigung der Steuern auf Ebene von Investoren darstellt. Hierbei kann unter der Annahme eines 90%-Konfidenzintervalls ein signifikant positiver Zusammenhang festgestellt werden ( $r = .90$ ,  $p < 0.1$ ). Unter der Prämisse, dass Unternehmen die Berücksichtigung von Steuern auf Ausschüttungen an Eigenkapitalgeber bei unternehmerischen Entscheidungen berücksichtigen, kann beobachtet werden, dass eine zunehmende Verwendung von Eigenkapital als Finanzierungsquelle höhere Kapitalkosten bewirkt. Der durch  $Z_2$  vermutete Wirkungszusammenhang kann daher unter den angegebenen Bedingungen bestätigt werden und bestätigt somit die bereits von Faccio und Xu (2015) erlangte Erkenntnis, dass sich auch persönliche Steuern auf Ebene der Gesellschafter auf die Höhe von Kapitalkosten und somit in weiterer Folge

---

<sup>121</sup> Für die Berechnung wurde der Mittelwert der jeweiligen Antwortkategorien zur herangezogen. Offene Antwortkategorien (z.B. > 25 %) wurden von keinem Unternehmen ausgewählt.

auf die Kapitalstruktur bzw. den Anteil von Fremd- und Eigenkapital im Unternehmen auswirkt.<sup>122</sup>

### **7.2.3. Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und die Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Herleitung von Kapitalkosten**

Insbesondere Muche (2008) spricht sich explizit für eine Berücksichtigung von Steuern auf Ebene der Eigentümer bei der Berechnung von Kapitalkosten aus, da er eine bloße Berücksichtigung von Unternehmenssteuern als nicht ausreichend erachtet.<sup>123</sup> Wirkungszusammenhang  $Z_3$  sagt daher voraus, dass die Involvierung von Eigentümern in die Geschäftsführung von Unternehmen einen Einfluss darauf ausübt, ob bei der Herleitung von Kapitalkosten die auf Ebene der Eigentümer anfallenden Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden berücksichtigt werden. Da eine solche Berücksichtigung die Eigentümer direkt betrifft, wird vermutet, dass insbesondere bei dieser Gruppe von Personen ein Interesse besteht, Steuern auf Ausschüttungen an Eigentümer auch bei der Ermittlung von Kapitalkosten zu berücksichtigen. Zur Überprüfung dieses Wirkungszusammenhangs wurde einerseits gefragt inwieweit Geschäftsführung und Eigentum in einer Hand liegen.

**Eigentum und Geschäftsführung:** Wie bereits in Kapitel 6.1.5. dargestellt, üben bei insgesamt rd. 76 % der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen die Eigentümer aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung ihrer Unternehmen aus. Rd. 51 % der befragten Unternehmen werden von den Eigentümern selbst geführt, während rd. 25 % angeben sowohl eigen- als auch fremdgeführt zu werden. Die restlichen rd. 24 % der befragten Unternehmen geben an, ausschließlich fremdgeführt zu werden.

**Steuern bei der Ermittlung von Kapitalkosten:** Die Frage, ob und in welcher Komponente bei der Herleitung von Kapitalkosten steuerliche Effekte berücksichtigt werden, wird ausführlich in Kapitel 7.1.5. dargestellt. Die Mehrheit der Unternehmen gibt dabei mit rd. 51 % an, bei der Berechnung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte zu berücksichtigen. Weitere rd. 27 % der befragten Unternehmen lassen steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten über beide Komponenten (Eigen- und Fremdkapitalkosten) in die Kalkulation mit einfließen. Nur

---

<sup>122</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277 ff

<sup>123</sup> Vgl. Muche (2008), S. 68ff

rd. 14 % der befragten Unternehmen berücksichtigen Steuern über die Fremdkapitalkomponente in Form des Tax Shields, wie es der WACC-Ansatz in der Theorie auch vorsieht. Um den vorhergesagten Wirkungszusammenhang zu testen, wurden in weiterer Folge ebenfalls nur Unternehmen betrachtet, die angeben Kapitalkosten überhaupt zu ermitteln. Dadurch ergibt sich an dieser Stelle ebenfalls eine kleinere Stichprobe von 37 Unternehmen.

**Wirkungszusammenhang:** Bei der Untersuchung der Variable, welche die Berücksichtigung von Steuern angibt, konnte unter Berücksichtigung aller Merkmalsausprägungen kein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden. Bei Untersuchung der einzelnen Komponenten und dabei insbesondere bei der Variablen, welche angibt, dass steuerliche Effekte sowohl über die Eigen- sowie Fremdkapitalkomponente berücksichtigt werden, kann jedoch ein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden. Dieser besteht zwischen der Berücksichtigung steuerlicher Effekte in beiden Komponenten sowie der Involvierung von Gesellschaftern in die Geschäftsführung ( $r = .45$ ,  $p < .05$ ). Keines der ausschließlich fremdgeführten Unternehmen berücksichtigt steuerliche Effekte über beide Komponenten (Eigen- sowie Fremdkapital).

Je mehr Eigentümer in die Geschäftsführung eingebunden sind, desto eher werden steuerliche Effekte über beide Komponenten und daher inbegriffen auch über die Eigenkapitalkomponente bei der Ermittlung von Kapitalkosten berücksichtigt. Der unterstellte Zusammenhang kann daher bestätigt werden.

#### **7.2.4. Die Zusammensetzung der Geschäftsführung und deren Effekt auf die Höhe der Steuerquote**

Chen et al. (2010) zeigen in ihrer Studie, dass Familienunternehmen zumeist keine so aggressive Steuerstrategie verfolgen, weil sie mögliche Imageschäden und Finanzstrafen fürchten.<sup>124</sup> Es wird daher ein signifikant positiver Wirkungszusammenhang  $Z_5$  zwischen der Involvierung von Eigentümern in die Geschäftsführung und der Steuerlast von Unternehmen erwartet.

---

<sup>124</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 60

**Steuerquote:** Wie bereits im letzten Unterkapitel erläutert, beträgt die Steuerquote von jeweils rd. 20 % der befragten Unternehmen zwischen 25 und 29 % sowie über 40 %. Weitere rd. 18 % der befragten Unternehmen geben an, eine Steuerquote zwischen 20 und 24 % zu besitzen. Rd. 15 % geben eine Steuerquote zwischen 30 und 34 % an.

**Eigentum und Geschäftsführung:** Die Unternehmen wurden wie bereits in Kapitel 6.1.5. dargestellt, gefragt, inwieweit Gesellschafter an der Geschäftsführung beteiligt sind. Bei insgesamt rd. 76 % der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen üben die Eigentümer aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung ihrer Unternehmen aus. Rd. 51 % der befragten Unternehmen werden von den Eigentümern selbst geführt, während rd. 25 % angeben sowohl eigen- als auch fremdgeführt zu werden. Die restlichen rd. 24 % der befragten Unternehmen geben an, ausschließlich fremdgeführt zu werden.

Um einen ersten Überblick über mögliche Unterschiede in Bezug auf die Zusammensetzung der Geschäftsführung zu schaffen, stellen die nachfolgenden Abbildungen die angegebenen Steuerquoten der befragten Unternehmen jeweils nach Zusammensetzung der Geschäftsführung dar:

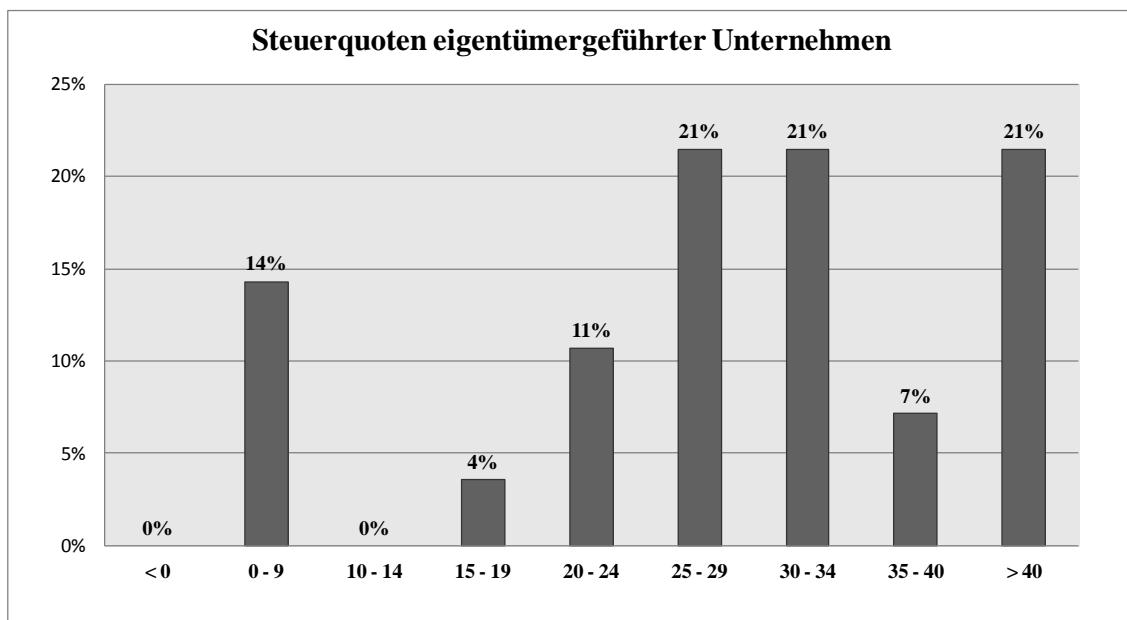


Abbildung 23: Steuerquoten eigentümergeführter Unternehmen

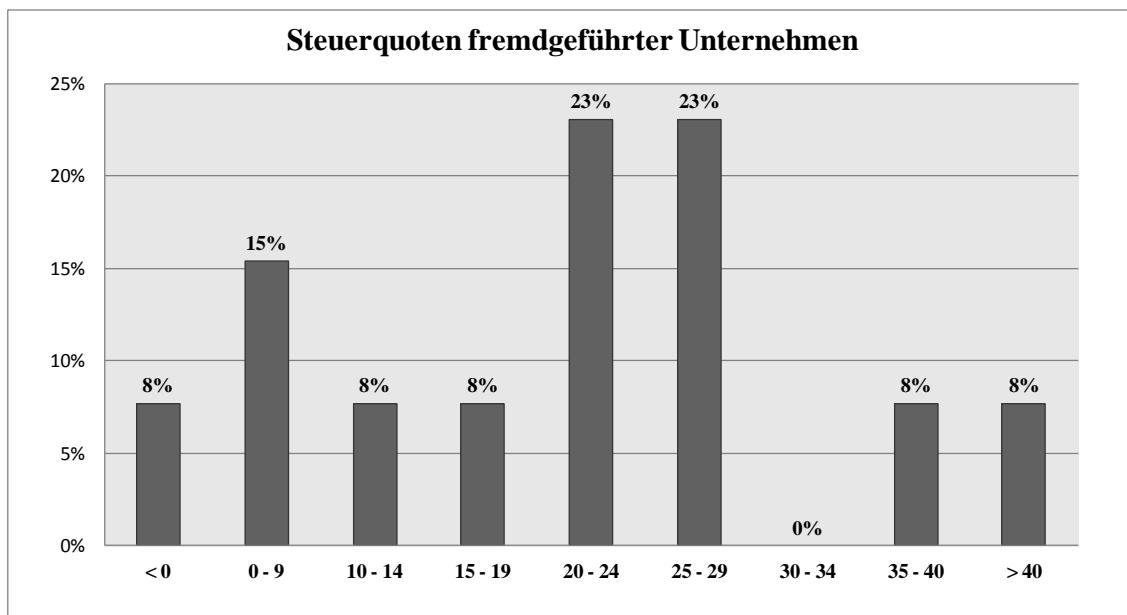


Abbildung 24: Steuerquoten fremd geführter Unternehmen

Beim Vergleich der beiden Abbildungen fällt auf, dass eigen tümer geführte Unternehmen grundsätzlich höhere Steuerquoten aufweisen als fremd geführte Unternehmen. Dies deutet auf den unterstellten Wirkungszusammenhang, dass eigen tümer geführte Unternehmen tendenziell einer weniger risikanten Steuerstrategie folgen, welche höhere Steuerquoten zur Folge hat, hin.

**Wirkungszusammenhang:** Bei der statistischen Überprüfung des Zusammenhangs der Geschäftsführung und der Steuerquote kann kein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden.

Chen et al. (2010) begründet die höhere Steuerquote damit, dass Familienunternehmen Imageschäden oder sogar finanzbehördliche Strafen fürchten. Im Rahmen der Befragung wurde auch erhoben, wie wichtig es den Unternehmen ist, das steuerliche Risiko einzuschränken. Dabei geben rd. 82 % an, die Minimierung des steuerlichen sei wichtig (Antwortkategorien 5 bis 7). So wurde in weiterer Folge untersucht, ob der Zusammenhang für die Variable Minimierung des steuerlichen Risikos bestätigt werden kann. Dabei kann ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Zusammensetzung der Geschäftsführung und der Angabe, wie wichtig eine Minimierung des steuerlichen Risikos angesehen wird, festgestellt werden ( $r = .6, p < .05$ ).

Der Wirkungszusammenhang zeigt sich jedoch nicht wie vorhergesagt. Je größer der Anteil an Geschäftsführern, die keine Anteile am Unternehmen halten, desto wichtiger wird die Minimierung des steuerlichen Risikos eingeschätzt. Diese Erkenntnis widerspricht der von Cheng et al. (2010), dass insbesondere eigenümergeführte Unternehmen eine risikominimierende Steuerplanung verfolgen.<sup>125</sup> Den Ergebnissen zufolge sind angestellte, nicht am Eigenkapital beteiligte Geschäftsführer stärker darauf bedacht eine risikominimierende Steuerstrategie zu verfolgen. Grund dafür könnten mögliche Haftungsrisiken der Geschäftsführer sein.

#### 7.2.5. Steuerliche Effekte bei der Entlohnung von Managern

Bereits Gaertner (2014) belegt in seiner Studie, dass ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen dem Einsatz von CFO Nach-Steuern Performancemaßen und der effektiven Steuerquote eines Unternehmens besteht. So wird ein Zusammenhang  $Z_4$  zwischen der Ausgestaltung von Management Entlohnungsverträgen und der Steuerquote des Unternehmens angenommen.

**Steuerlast:** Die Steuerlast der Unternehmen wurde wie bereits in Kapitel 7.2.1. erläutert anhand der Steuerquote erhoben. Dabei wurde festgestellt, dass die Steuerquote von jeweils rd. 20 % der befragten Unternehmen zwischen 25 und 29 % sowie über 40 % beträgt.

---

<sup>125</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 41ff

**Entlohnungsverträge von Manager:** Des Weiteren wurde erfragt, wie bei den in der Stichprobe untersuchten Unternehmen die Entlohnungsverträge von Managern ausgestaltet sind. Dabei wurden aus Gründen der Übersichtlichkeit jeweils die zustimmenden sowie ablehnenden Antwortkategorien zusammengefasst dargestellt. Antwortkategorien 1 bis 3 stellen die ablehnenden Kategorien dar, Antwortkategorie 4 entspricht der indifferenten Mitte und Antwortkategorien 5 bis 7 stellen die zustimmenden Kategorien dar:

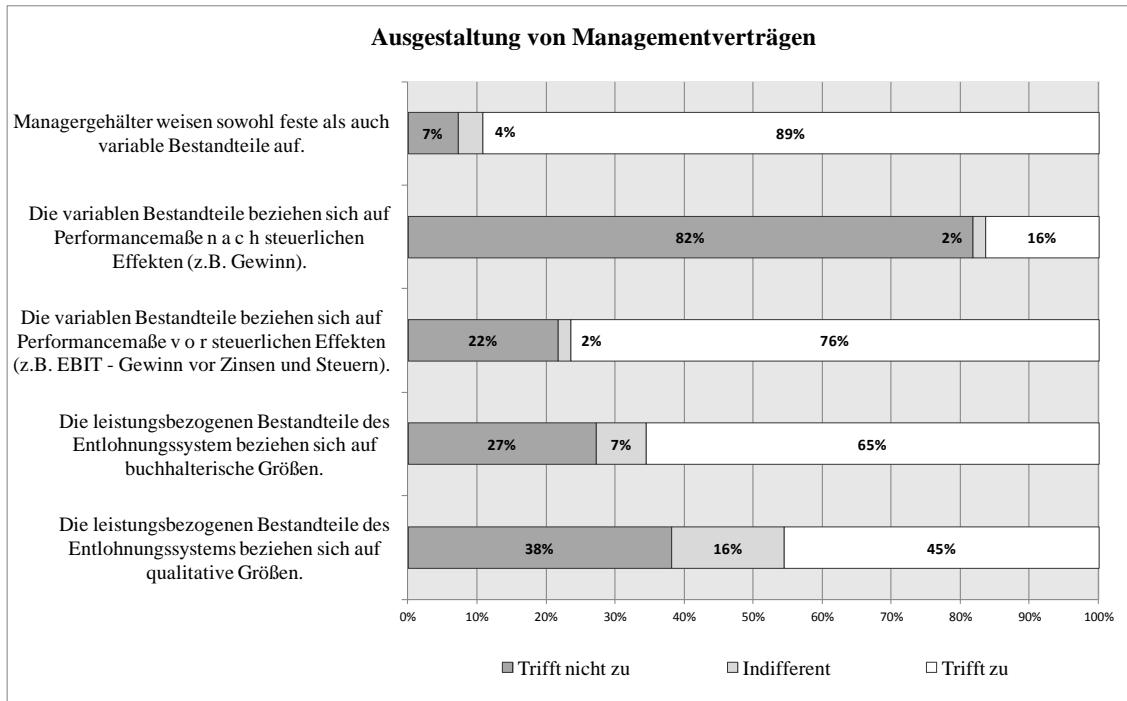


Abbildung 25: Ausgestaltung der Entlohnungsverträge von Manager

Es kann festgehalten werden, dass bei rd. 89 % der Unternehmen Management Entlohnungsverträge sowohl feste als auch variable Bestandteile aufweisen (zustimmende Antwortkategorien 5 bis 7). Bei rd. 65 % der Unternehmen beziehen sich diese variablen Bestandteile auf buchhalterische Größen (zustimmende Antwortkategorien 5 bis 7). Nur rd. 46 % geben an, dass sich die leistungsbezogenen Bestandteile des Entlohnungsvertrages generell auf qualitative Größen beziehen. Bei der großen Mehrheit der Unternehmen beziehen sich variablen Bestandteile der Entlohnungsverträge auf Performancemaße vor steuerlichen Effekten wie z.B. das Betriebsergebnis. Rd. 77 % haben bei dieser Frage eine der zustimmenden Antwortkategorien ausgewählt. Bei rd. 16 % der befragten Unternehmen beziehen sich die variablen Bestandteile der Entlohnungsverträge auf Performancemaße nach Steuern wie z.B. den Jahresgewinn oder -überschuss.

**Wirkungszusammenhang:** Um länderspezifische Effekte aufgrund von unterschiedlicher Unternehmenssteuersätzen auszuschließen, wurde das Land des Hauptsitzes ebenfalls in das Modell mit einbezogen. Im Rahmen von Voranalysen wurden getrennt nach Ländern die durchschnittlichen Steuerquoten erhoben. Für deutsche Unternehmen, die angeben ihre Manager auf Basis von Performancemaßen vor Steuern zu entlohen ergibt sich eine durchschnittliche Steuerquote von rd. 29 % ( $M = 29,1$ ,  $SD = 11,1$ ). Für deutsche Unternehmen, die eine Entlohnung basierend auf Performancemaßen nach Steuern entlohen, ergibt sich eine durchschnittliche Steuerquote von rd. 27 % ( $M = 27,3$ ,  $SD = 11,7$ ).<sup>126</sup>

Auch wenn diese Ergebnisse den bereits vermuteten Zusammenhang bestärken, konnte jedoch kein signifikanter Zusammenhang zwischen einer Entlohnung auf Basis von Performancemaßen nach Steuern sowie der im Unternehmen vorherrschenden Steuerquote festgestellt werden ( $r = .10$ , n.s.). Wie bereits angeführt geben insgesamt nur rd. 16 % der befragten Unternehmen an diese Art der Performancemessung anzuwenden. Dass im Zuge der Überprüfung dieses Wirkungszusammenhangs kein signifikanter Zusammenhang festgestellt werden kann, liegt auch an der sehr geringen Anzahl an Unternehmen, die angeben ihre Manager überhaupt auf Basis von Performancemaßen nach Steuern zu entlohen. Dadurch ist ein statistischer Vergleich nur eingeschränkt möglich. Ein signifikanter Wirkungszusammenhang wie er in den Studien von Philips (2003) und Gaertner (2015) belegt werden konnte, kann daher nicht beobachtet werden.

---

<sup>126</sup> Während bei den anderen Antwortkategorien der Mittelwert der jeweiligen Antwortkategorien zur Berechnung der durchschnittlichen Steuerquote herangezogen wurde, wurde bei der offenen Antwortkategorie > 40 % mit einer Höhe von 40 % gerechnet.

## **8. Diskussion**

An dieser Stelle werden die wichtigsten Ergebnisse der Studie zusammengefasst und unter Berücksichtigung der bestehenden Forschungsergebnisse diskutiert. Dabei werden zuerst die Ergebnisse der deskriptiven Auswertung diskutiert, die im Rahmen der Auswertung der einzelnen Fragestellungen zum Stellenwert der Steuerplanung im Unternehmen allgemein sowie insbesondere zur Anwendung und Ermittlung der unternehmensspezifischen Kapitalkosten gewonnen werden konnten. Sodann werden die Ergebnisse der Überprüfung von den zuvor auf Basis der bisherigen Forschungserkenntnissen formulierten Wirkungszusammenhängen dargelegt.

### **8.1. Ergebnisse der deskriptiven Analysen**

**Steuerplanung im Unternehmen:** Die jeweiligen nationalen Steuersysteme werden grundsätzlich als schnelllebig und unübersichtlich empfunden. So verwundert es auch nicht, dass rd. 89 % der befragten Unternehmen angeben in Kontakt mit einem externen Steuerberater zu stehen. Bei den generellen Zielen der Steuerplanung im Unternehmen wird die Minimierung des steuerlichen Risikos von rd. 82 % der befragten Unternehmen als wichtig empfunden und auch die Berücksichtigung möglichst aller Steuern wird mit rd. 82 % als wichtig erachtet. Gefragt nach konkreten Arten von Steuern, die einen Einfluss auf Entscheidungen im Unternehmen ausüben, geben nur rd. 42 % der Unternehmen an, die Einkommensteuer von Gesellschaftern zu berücksichtigen. Bei dieser Gruppe von Unternehmen handelt es sich bei rd. 96 % um Unternehmen, bei denen Gesellschafter Teil der Geschäftsführung sind oder bei denen die Geschäftsführung ausschließlich aus Eigentümern besteht. Nach dem Planungshorizont gefragt, in dem steuerliche Effekte eine Rolle spielen, geben insgesamt rd. 78 % der Unternehmen an, steuerliche Effekte bei strategischen (langfristigen) Entscheidungen zu berücksichtigen.

**Investitionsrechenmodelle:** Rd. 75 % der befragten Unternehmen geben an, DCF-Verfahren zu verwenden. Damit liegen die befragten Unternehmen aus dem deutschsprachigen Raum leicht hinter ihren Pendants aus den USA und Großbritannien. In der Studie von Bruner et al. (1998) gaben rd. 89 % der befragten U.S.-amerikanischen Unternehmen an Discounted Cash Flow Modelle zu verwenden, bei Arnold und Hatzopoulos (2000), die Unternehmen aus Großbritannien befragten, ist die

Dominanz der DCF-Verfahren sogar noch stärker ausgeprägt. Alle großen Unternehmen geben dabei an, dieses Verfahren zu verwenden und auch bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen ist es mit über 90 % weit verbreitet.<sup>127</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch die Studie von Baker et al. (2011), in der kanadische Unternehmen befragt werden. Rd. 84 % der befragten Unternehmen verwenden hierbei DCF-Verfahren. Baker et al. (2011) gehen jedoch noch einen Schritt weiter und finden heraus, dass Discounted Cash Flow Modelle, als das theoretisch korrekte Verfahren zur Evaluierung von Projekten oder Investitionsentscheidungen, zumeist von größeren Unternehmen angewandt werden, deren Manager einen MBA vorweisen können. Sie bemerken somit einen Zusammenhang zwischen dem Ausbildungslevel der Entscheidungsträger und der Anwendung von theoretisch korrekten Verfahren.<sup>128</sup>

Auch in dieser Studie zeichnet sich bei Berücksichtigung der konkreten Position des Befragten ein solcher Zusammenhang ab. So geben rd. 82 % der befragten Personen, die ausschließlich Geschäftsführer sind und keinerlei Anteile am Stammkapital der Gesellschaft besitzen, an, dass sie Discounted Cash Flow Verfahren als wichtig ansehen. Unter den Personen, die sowohl Eigentümer als auch Geschäftsführer sind, erachten nur rd. 69 % der Befragten Discounted Cash Flow Verfahren als wichtig für das Unternehmen, bei den Personen, die angeben haben ausschließlich Gesellschafter zu sein sogar nur rd. 56 %. Wie auch schon Baker et al. (2011) vermuten, könnte dies auf ein höheres Ausbildungslevel von (fremd)-angestellten Managern zurückzuführen sein, da sich diese um ihre Position zu erreichen eine höhere Ausbildung und berufliche Qualifikationen aneignen müssen.<sup>129</sup>

**Ermittlung von Kapitalkosten:** Es überrascht, dass der größte Teil der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen überhaupt keine Kapitalkosten ermittelt. Weitere rd. 27 % der befragten Unternehmen verstehen unter dem Begriff der Kapitalkosten eine Art Mindestrendite und rd. 24 % der Unternehmen berechnen gewichtete Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz. Eine so starke Dominanz des WACC-Ansatzes wie in den U.S.-amerikanischen Studien von Bruner et al. (1998) und Gitman und Vandenberg (2000), die erheben, dass rd. 85% bzw. 92 % der von ihnen befragten Unternehmen ihre Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz ermitteln, kann durch diese Studie im

---

<sup>127</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 608ff

<sup>128</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S. 168ff

<sup>129</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S.168ff

deutschsprachigen Raum nicht festgestellt werden.<sup>130</sup> Auch die Studie von Arnold und Hatzopoulos (2000), die Unternehmen in Großbritannien untersucht, stellte fest, dass insgesamt nur rd. 54 % der von ihnen befragten Unternehmen bei der Ermittlung ihrer Kapitalkosten den WACC-Ansatz befolgen.<sup>131</sup> Gründe dafür sehen Baker et al. (2011), die auch bei kanadischen Unternehmen eine deutlich schwächere Verbreitung des WACC-Konzeptes feststellten, überwiegend in der unterschiedlichen Eigentümerstruktur der Unternehmen. Bei der Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs zwischen der Zusammensetzung der Geschäftsführung von Unternehmen und der Art und Weise wie Kapitalkosten ermittelt werden, konnte ein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden. So geben rd. 46 % der fremdgeführten Unternehmen an, einen gewichteten Kapitalkostensatz zu ermitteln. Bei den Unternehmen, deren Geschäftsführung sowohl aus Eigentümern als auch aus nicht am Unternehmen beteiligten Geschäftsführern besteht, beträgt der Anteil rd. 36 %. Obwohl die gesamte Stichprobe mehrheitlich aus rein eigen tümergeführten Unternehmen besteht, geben nur rd. 7 % an einen gewichteten Kapitalkostensatz zu errechnen. Dieser Zusammenhang könnte wie von Baker et al. (2011) in Bezug auf die Anwendung von Discounted Cash Flow Verfahren vermutet, auf das höhere Ausbildungsniveau von angestellten Geschäftsführern zurückzuführen sein, die eine höhere Ausbildung abgeschlossen und daher vertrauter mit theoretisch korrekten Modellen sind.<sup>132</sup>

**Zeithorizont von Kapitalkosten:** Die Mehrheit der Unternehmen gibt mit rd. 59 % an, Kapitalkosten jährlich neu zu ermitteln bzw. anzupassen. Weitere rd. 32 % passen ihre Kapitalkosten an, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ändern und rd. 32 % bei größeren Investitions- und Finanzierungsentscheidungen. Dies entspricht auch den bisherigen Erkenntnissen von Bruner et al. (1998) sowie Gitman und Vandenberg (2000). Kapitalkosten werden also überwiegend zumindest jährlich angepasst und darüber hinaus auch, wenn sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens ändern.

---

<sup>130</sup> Vgl. Bruner et al. (1998), S. 15ff sowie Gitman/Vandenberg (2000), S. 56ff

<sup>131</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 618ff

<sup>132</sup> Vgl. Baker et al. (2011), S. 186

**Höhe von Kapitalkosten:** Die Mehrheit der in dieser Studie befragten Unternehmen gibt an, dass die ermittelten Kapitalkosten zwischen 5 und 9 % liegen. Dies entspricht einem Anteil von rd. 54 %. Weitere rd. 19 % der Unternehmen geben an, dass die von ihnen berechneten Kapitalkosten zwischen 10 und 14 % betragen. Bei rd. 14 % der Unternehmen bewegen sich die Kapitalkosten zwischen 0 und 4 %. Dies führt zu einem durchschnittlichen Kapitalkostensatz von rd. **8 %**.

Beim Vergleich dieser Ergebnisse mit anderen Studien lässt sich erkennen, dass der durchschnittliche Kapitalkostensatz über die Jahre deutlich gesunken ist. Gitman und Mercurio (1982) ermitteln einen durchschnittlichen Kapitalkostensatz von rd. **14 %**. In der Neuauflage der Studie von Gitman und Vandenberg (2000) liegt dieser bereits bei rd. **12 %**.<sup>133</sup> Schall et al. (1987) kommen auf durchschnittliche Kapitalkosten von rd. **11 %** (rd. 14 % vor Steuern).<sup>134</sup> Poterba und Sommers (1995) kommen zu durchschnittlichen Abzinsungssätzen von rd. **12 %**.<sup>135</sup> Auch Arnold et al. (2000) ermitteln in ihrer Studie über Unternehmen aus Großbritannien durchschnittliche Kapitalkosten von rd. **12 %**.<sup>136</sup> Über die letzten 20 Jahre hat sich der durchschnittlich beobachtbare Kapitalkostensatz demnach fast halbiert. Bei Betrachtung der stark sinkenden Entwicklung des Zinsniveaus der letzten Jahrzehnte sowohl in Europa als auch in den USA scheint dies jedoch durchaus plausibel.<sup>137</sup>

Bei weiterer Betrachtung fällt auf, dass es bei der durchschnittlichen Höhe von Kapitalkosten Unterschiede je nach Zusammensetzung der Geschäftsführung gibt. So betragen die durchschnittlichen Kapitalkosten von eigentümergeführten Unternehmen rd. 8 %. Bei Unternehmen deren Geschäftsführung sowohl aus Gesellschaftern als auch aus angestellten Geschäftsführern besteht, ergeben sich durchschnittliche Kapitalkosten von rd. 6 %. Dies deutet darauf hin, dass in eigentümergeführten Unternehmen ein höherer Kapitalkostensatz angesetzt wird, als in Unternehmen mit einer Geschäftsführung, die auch Geschäftsführer enthält, die nicht am Eigenkapital beteiligt sind.

---

<sup>133</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 58ff

<sup>134</sup> Vgl. Schall et al. (1987), S. 283ff

<sup>135</sup> Vgl. Poterba/Sommers (1995), S. 45ff

<sup>136</sup> Vgl. Arnold/Hatzopoulos (2000), S. 617ff

<sup>137</sup> Vgl. Entwicklung Leitzinsen Euroland, USA und Großbritannien: <http://www.finanzen.net/leitzins/>

**Steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten:** Das theoretische Konzept der gewichteten Kapitalkosten sieht die Berücksichtigung eines Unternehmenssteuersatzes in der Komponente des Fremdkapitals vor, um den steuerlichen Vorteil der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen darzustellen.<sup>138</sup> Darüber hinaus gibt es auch Stimmen, die fordern, neben den Unternehmenssteuern auch Steuern auf Ebene der Gesellschafter, die im Fall von Ausschüttungen anfallen, bei der Ermittlung von Kapitalkosten zu berücksichtigen.<sup>139</sup> Umso erstaunlicher ist es, dass die große Mehrheit der Unternehmen mit rd. 51 % bei der Ermittlung ihrer Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte berücksichtigt. Auch bei Betrachtung der Unternehmen dieser Studie, die angeben ihre Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz zu berechnen berücksichtigt mit rd. 38 % der größte Anteil der Unternehmen keine steuerlichen Effekte. Immerhin rd. 27 % geben an, steuerliche Effekte über beide Komponenten, Eigen- und Fremdkapital, in die Berechnung einfließen zu lassen, weitere rd. 14 % passen den Fremdkapitalkostensatz steuerlich an. Ähnliche Ergebnisse beobachten Gitman und Vandenberg (2000). So gibt auch in ihrer Studie die Mehrheit der Unternehmen an, keine steuerlichen Effekte zu berücksichtigen.<sup>140</sup>

Nach den konkreten Gründen gefragt, warum steuerliche Effekte ignoriert werden, geben rd. 68 % der Unternehmen an, dass eine Berücksichtigung von Steuern schlicht keinen zusätzlichen Informationsnutzen bietet. Des Weiteren geben rd. 58 % der Unternehmen an, dass nicht genügend Informationen zur Verfügung stehen, um die steuerlichen Auswirkungen angemessen darstellen zu können. Als dritthäufigste Ursache für das Ignorieren von steuerlichen Effekten wird von rd. 47 % angegeben, dass eine Berücksichtigung von Steuern zu komplex sei.

Die große Lücke zwischen Theorie und Praxis zeigt sich insbesondere bei der Ermittlung von Kapitalkosten. Der größte Teil der Stichprobe gibt an, überhaupt keine Kapitalkosten zu berechnen und auch wenn Kapitalkosten ermittelt werden basiert die Festsetzung der Höhe eher auf Einschätzungen des Managements, anstatt auf der theoretischen Konzeption der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten. Im Vergleich zu U.S.-amerikanischen Unternehmen, bei denen sich der das Konzept des

---

<sup>138</sup> Vgl. Bruner et al (1998), S. 14 sowie Myers (2001), S. 84ff

<sup>139</sup> Vgl. Muche (2008), S. 68ff

<sup>140</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56f

gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatzes auch in der unternehmerischen Praxis klar durchsetzen konnte, sind deutschsprachige Unternehmen noch zögerlich.<sup>141</sup> Die Erkenntnis, dass die Mehrheit der Unternehmen, sogar bei Anwendung des WACC-Ansatzes, keine steuerlichen Effekte berücksichtigt überrascht sehr, konnte jedoch bereits von Gitman und Vandenberg (2000) beobachtet werden.<sup>142</sup>

## 8.2. Ergebnisse der Überprüfung von Wirkungszusammenhängen

**Steuern und die Kapitalstruktur von Unternehmen:** Aufgrund der Abzugsfähigkeit der Kosten für Fremdkapital und der damit einhergehenden steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Fremdkapital, wurde ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Höhe der Steuerlast und dem Anteil an Fremdkapital im Unternehmen voraus gesagt.<sup>143</sup> Dieser Zusammenhang kann auch in dieser Studie unter der Annahme eines 90%-Konfidenzintervalls, bestätigt werden:

$$Steuerquote * Fremdkapitalquote$$

$$(r = .56, p < .1)$$

Je höher die Steuerbelastung, gemessen an der Steuerquote, von Unternehmen ist, desto höher ist der Anteil an Fremdkapital zur Finanzierung. Der vorhergesagte Wirkungszusammenhang kann daher bestätigt werden. Diese Erkenntnis deckt sich mit den Ergebnissen der Studie von Graham (1996), der die Steuerlast des Unternehmens anhand seines Grenzsteuersatzes misst.<sup>144</sup> Auch Faccio und Xu (2015) konnten diesen Zusammenhang in ihrer Studie über Unternehmen in 29 OECD Ländern feststellen. Darüber hinaus untersuchen sie einen möglichen Einfluss von Steuern auf Ebene der Investoren, welche auf Aufschüttungen anfallen und vom Investor getragen werden müssen. Dabei entdecken sie, dass ein Anstieg von Steuern auf Ausschüttungen und Dividenden den Anteil von Fremdkapital im Unternehmen erhöht, da sich die Erhöhung der Kosten seitens der Investoren auf die von ihnen geforderte Rendite, den

---

<sup>141</sup> Vgl. Studien von Bruner et al. (1998), bei der rd. 85 % angeben Kapitalkosten mithilfe des WACC zu bestimmen oder Gitman/Vandenberg (2000), die erheben, dass rd. 92 % der von ihnen befragten Unternehmen ihre Kapitalkosten nach dem WACC-Ansatz ermitteln.

<sup>142</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56f

<sup>143</sup> In folgenden Studien wird ein signifikanter Wirkungszusammenhang zwischen der Steuerlast und der Kapitalstruktur von Unternehmen festgestellt: MacKie-Mason (1990), Givoli et al. (1992), Graham (1996), Graham (2000) sowie Faccio und Xu (2015).

<sup>144</sup> Vgl. Graham (1996), S. 58ff

Kapitalkosten, niederschlägt.<sup>145</sup> Auch in dieser Studie konnte bei Unternehmen, die sich überwiegend durch Eigenkapital finanzieren oder bei denen ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital besteht, unter der Annahme eines 90%-Konfidenzintervalls, ein signifikant positiver Wirkungszusammenhang zwischen der Berücksichtigung persönlicher Steuern von Investoren und dem Anteil an Fremdkapital im Unternehmen festgestellt werden:

$$\begin{aligned} & \text{Berücksichtigung Einkommensteuer Gesellschafter * Fremdkapitalquote} \\ & (r = .33, p < .1) \end{aligned}$$

Je eher Steuern auf Ebene der Gesellschafter bei unternehmerischen Entscheidungen des Unternehmens berücksichtigt werden, desto höher ist der Anteil an Fremdkapital zur Finanzierung des Unternehmens.

**Die Kapitalstruktur und die Höhe der Kapitalkosten:** Aufgrund der Besteuerung von Ausschüttungen und Dividenden auf Ebene der Investoren, fordern diese eine höhere Verzinsung ihres in das Unternehmen eingebrachten Kapitals, was die Kapitalkosten des Unternehmens steigen lässt.<sup>146</sup> Um diesen möglichen Zusammenhang zu untersuchen, wurden in dieser Studie zunächst die durchschnittlichen Kapitalkosten errechnet. Diese betragen bei Unternehmen, die sich überwiegend durch Eigenkapital finanzieren rd. 9 %, während sie bei Unternehmen, bei denen ein ausgeglichenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital herrscht, nur rd. 7 % betragen.

Um zu überprüfen, ob dieser Unterschied auf die Steuern auf Ebene der Investoren zurückzuführen ist, wurde bei der Auswertung eine Variable ergänzt, welche die Berücksichtigung von Steuern auf Ebene von Investoren darstellt. Hierbei kann ebenfalls unter Annahme eines 90 %-Konfidenzintervalls ein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden:

$$\begin{aligned} & \text{Höhe Kapitalkosten * Fremdkapitalquote * Berücksichtigung} \\ & \text{Einkommensteuer Gesellschafter} \\ & (r = .90, p < 0.1) \end{aligned}$$

---

<sup>145</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277 ff

<sup>146</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277 ff ; Miller (1977), S. 261ff sowie Graham (2006), S. 601

Wie bereits durch Faccio und Xu (2015) erhoben, zeigt auch diese Studie einen Wirkungszusammenhang zwischen den persönlichen Steuern auf Ebene der Gesellschafter sowie der Höhe von Kapitalkosten und der Kapitalstruktur im Unternehmen.<sup>147</sup>

**Die Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung und die Berücksichtigung steuerlicher Effekte bei der Ermittlung von Kapitalkosten:** Wie bereits angeführt, gibt die Mehrheit der Unternehmen mit rd. 51 % an, bei der Berechnung von Kapitalkosten überhaupt keine steuerlichen Effekte zu berücksichtigen. Weitere rd. 27 % lassen steuerliche Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten über beide Komponenten (Eigen- und Fremdkapitalkosten) in die Kalkulation mit einfließen. Insbesondere Muche (2008) spricht sich für eine explizite Berücksichtigung der Steuern auf Ebene der Gesellschafter aus, welche auf Ausschüttungen und Dividenden anfallen. Es wird unterstellt, dass diese Art von Steuern eher berücksichtigt wird, je höher der Anteil der Eigentümer in der Geschäftsführung ist. Bei der Untersuchung der Variable, welche die Berücksichtigung von Steuern angibt, anhand aller ihrer Merkmalsausprägungen konnte kein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden. Es kann jedoch ein signifikanter Einfluss der Involvierung von Gesellschafter in die Geschäftsführung und der Berücksichtigung von Steuern über beide Komponenten (Eigen- und Fremdkapital) beobachtet werden:

*Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung \* Berücksichtigung von Steuern über beide Komponenten*  
 $(r = .45, p < .05)$

Es fällt auf, dass keines der fremdgeführten Unternehmen angibt, Steuern über beide Komponenten zu berücksichtigen. Je mehr Eigentümer in die Geschäftsführung eingebunden sind, desto eher werden steuerliche Effekte über beide Komponenten und daher inbegriffen auch über die Eigenkapitalkomponente bei der Ermittlung von Kapitalkosten berücksichtigt.

---

<sup>147</sup> Vgl. Faccio/Xu (2015), S. 277 ff

**Die Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung und die Höhe der Steuerquote:** In bereits durchgeführten Studien hat sich gezeigt, dass familiengeführte Unternehmen sehr sensibel auf steuerliche Risiken und potentielle Imageverluste reagieren und daher eine eher weniger riskante Steuerpolitik verfolgen.<sup>148</sup> Ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Involvierung von Eigentümern in die Geschäftsführung und der Höhe der Steuerquote konnte nicht festgestellt werden. Da im Rahmen der Befragung ebenfalls erhoben wurde, wie wichtig die Minimierung des steuerlichen Risikos ist, wurde diese Frage in Zusammenhang mit der Zusammensetzung der Geschäftsführung gesetzt, wobei die Einheit von Eigentum und Geschäftsführung als Indikator für Familienunternehmen gesehen wird. Hierbei kann ein signifikanter Wirkungszusammenhang festgestellt werden:

$$\begin{aligned} & \textit{Involvierung der Eigentümer in die Geschäftsführung * Steuerliches Risiko} \\ & (r = .6, p < .05) \end{aligned}$$

Jedoch zeigt sich in dieser Studie im Vergleich zum erwarteten Wirkungszusammenhang ein gegenteiliger Effekt. Gerade angestellte, nicht am Eigenkapital beteiligte Geschäftsführer erachten die Minimierung des steuerlichen Risikos als wichtig. Entgegen den Ergebnissen von Chen et al. (2010) erachten eigentümergeführte Unternehmen steuerliche Risiken als nicht so wichtig wie fremd geführte Unternehmen.<sup>149</sup> Dies könnte darauf hinweisen, dass fremdangestellte Geschäftsführer um ihren Ruf sorgen oder auch mögliche Haftungsrisiken fürchten.

**Steuerliche Effekte bei der Entlohnung von Managern:** Die Management Entlohnungsverträge der in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen weisen mit einer großen Mehrheit (rd. 89 %) sowohl feste als auch variable Bestandteile auf. Die variablen Bestandteile beziehen sich dabei bei rd. 76 % der befragten Unternehmen auf Performancemaße **vor** Steuern (z.B. EBIT – Gewinn vor Zinsen und Steuern).

Es kann beobachtet werden, dass sich bei deutschen Unternehmen, die angeben ihre Manager auf Basis von Performancemaßen vor Steuern zu entlohen, eine durchschnittliche Steuerquote von rd. 29 % ergibt. Bei einer Entlohnung basierend auf Performancemaßen nach Steuern ergibt sich eine durchschnittliche Steuerquote von rd. 27 %.

---

<sup>148</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 60f

<sup>149</sup> Vgl. Chen et al. (2010), S. 60f

Ein signifikanter Wirkungszusammenhang kann jedoch nicht festgestellt werden:

*Entlohnungsverträge basierend auf Performancemaßen  
vor Steuern \* Steuerquote  
( $r = .10$ , n.s.)*

Ein signifikanter Wirkungszusammenhang wie er in den Studien von Philips (2003) und Gaertner (2015) belegt werden konnte, kann daher nicht beobachtet werden.<sup>150</sup> Dies kann jedoch auf die geringe Anzahl an Unternehmen zurückgeführt werden, die überhaupt **nach** Steuer Performancemaße in ihre Entlohnungsverträge inkludieren. Bei zukünftigen Forschungen auf diesem Gebiet bedarf es daher einer weitaus größeren Stichprobe von Unternehmen.

---

<sup>150</sup> Vgl. Gaertner (2014), S. 1ff sowie Philips (2003), S. 847ff

## **9. Schlussbetrachtung**

Die Arbeit untersucht im Rahmen einer Befragung den Einfluss von Steuern auf Investitions- und Finanzierungsentscheidungen. Als Beurteilungskriterium dafür dienen die unternehmensspezifischen Kapitalkosten sowie die im Unternehmen herrschende Kapitalstruktur. Gegenstand der Untersuchung sind mittelständische Kapitalgesellschaften des deutschsprachigen Raumes, die dem Geschäftszweig verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren nach NAVE Rev. 2 angehören.

Die Studie hat aufgezeigt, dass es im deutschsprachigen Raum deutliche Unterschiede zwischen der Theorie und Praxis insbesondere bei der Ermittlung von Kapitalkosten gibt. Bereits Gitman und Vandenberg (2000) finden heraus, dass die Mehrheit der von ihnen befragten Unternehmen bei der Ermittlung von Kapitalkosten keine steuerlichen Effekte berücksichtigt, was auch in dieser Studie bestätigt werden kann.<sup>151</sup>

Erstmalig wird durch diese Studie jedoch konkret nach den Gründen für ein solches Ignorieren von steuerlicher Effekte jeglicher Art gefragt. Einerseits kommt dabei heraus, dass die Involvierung steuerliche Effekte im Rahmen der Ermittlung von Kapitalkosten als nicht nutzenbringend angesehen wird. Andererseits wird von einer großen Zahl der Unternehmen angegeben, dass nicht genügend Informationen zur Verfügung stehen und die Berücksichtigung von Steuern als zu komplex angesehen wird. Zukünftige Forschungsvorhaben können hier ansetzen und insbesondere mit qualitativen Forschungsmethoden versuchen mehr über die Beweggründe der Entscheidungsträger in Unternehmen zu erfahren.

Im Rahmen dieser Studie kann oftmals beobachtet werden, dass es je nach Zusammensetzung der Geschäftsführung deutliche Unterschiede in Bezug auf unternehmerische Entscheidungen gibt. Je nachdem, ob es sich um ein rein eigen tümergeführtes (Familienunternehmen) oder um ein fremd geführtes Unternehmen handelt, konnten Auswirkungen auf die Steuerquote und den Verschuldungsgrad der Unternehmen sowie auch auf bewusst zu treffende unternehmerische Entscheidungen wie z.B. die Wahl von Investitionsrechenverfahren oder die Ermittlung von Kapitalkosten, festgestellt werden. Die Vermutung dies könnte auf ein unterschiedliches

---

<sup>151</sup> Vgl. Gitman/Vandenberg (2000), S. 56f

Ausbildungsniveau zurückzuführen sein ist nur eine mögliche Erklärung dafür. Zukünftige Forschungsvorhaben könnten hierbei insbesondere auf die Unterschiede der Führungsstile von Eigentümern und fremdangestellten Geschäftsführern eingehen.

Auch wenn sich Entscheidungsträger in der unternehmerischen Praxis oftmals gegen konkrete theoretische Modelle und Verfahren entscheiden und gerade steuerliche Effekte häufig ignoriert werden, wurde im Rahmen dieser Studie gezeigt, dass sowohl Unternehmenssteuern als auch Steuern auf Ebene der Gesellschafter Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen z.B. in Bezug auf den Verschuldungsgrad oder die Höhe von Kapitalkosten ausüben. Auch wenn es nicht oberstes Ziel des Unternehmens ist, eine steuerminimierende Steuerstrategie zu verfolgen, sollten sich Unternehmen jedoch trotzdem der Wirkung sowie der Einflüsse unterschiedlicher Arten von Steuern bewusst sein.

## **10. Quellenverzeichnis**

### **10.1. Literaturquellen**

ARMSTRONG, Christopher S., BLOUIN, Jennifer L., JAGOLINZER, Alan D., LARCKER, David F., 2015, „Corporate Governance, Incentives, and Tax Avoidance“, Journal of Accounting and Economics, Vol. 60, No. 1, 1 – 17.

ARNOLD, Glen C., HATZOPOULOS, Panos D., 2000, “The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 27, No. 5 & 6, 603 – 623.

BAKER, H. Kent, SINGLETON, J. Clay, VEIT E. Theodore, 2011, “Survey Research in Corporate Finance – Bridging the Gap between Theory and Practice”, Oxford University Press, New York.

BANCEL, Frank, MITTOO, Usha R., 2004, “Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms”, Financial Management, Vol. 33, No. 4, 103 – 132.

BAUR, Nina, BLASIUS, Jörg, 2014, „Handbuch Methoden der empirischen Sozialforschung“, Springer Fachmedien, Wiesbaden.

BECKER, Hans Paul, 2013, “Investition und Finanzierung – Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft”, 6. Auflage, Springer Fachmedien Wiesbaden.

BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg A., KIM, Han, 1984, „On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence“, The Journal of Finance, Vol. 39, No. 3, 857 – 878.

BROSIUS, Hans-Bernd, KOSCHEL, Friederike, HAAS, Alexander, 2008, Methoden der empirischen Kommunikationsforschung – Eine Einführung, 4. Auflage, VS Verlag für Sozialwissenschaften/GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden.

BROUNEN, Dirk, DE JONG, Abe, KOEDIJK, Kees, “Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice”, Financial Management, Vol. 33, No. 4, 71 – 101.

BRUNER, Robert F., EADES, Kenneth M., HARRIS, Robert S. and HIGGINS, Robert C., 1998, „Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis“, *Financial Practice and Education - Spring/Summer 1998*, 13 – 28.

CHEN, Shuping, CHEN, Xia, CHENG, Qiang, SHEVLIN, Terry, 2010, “Are family firms more tax aggressive than non-family firms?”, *Journal of Financial Economics* 95, 41 – 61.

CHEN, Chongyang, DAI, Zhonglan, SHACKELFORD Douglas A. and ZHANG, Harold H., 2011, „Does Financial Constraint Affect Shareholder Taxes and the Cost of Capital?“, *Working Paper 12/02, Oxford University Centre for Business Taxation*.

CLEFF, Thomas, 2008, “Deskriptive Statistik und moderne Datenanalyse – Eine computergestützte Einführung mit Excel, SPSS und STATA”, 1. Auflage, Gabler GWV Fachverlag, Wiesbaden

DHALIWAL, Dan, KRULL, Linda, ZHEN, Oliver, MOSER, William, 2005, “Dividend Taxes and Implied Cost of Equity Capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 5, 675 – 708.

DYRENG, Scott D., HANLON, Michelle, MAYDEW, Edward, 2010, “The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance”, *The Accounting Review*, Vo. 85, No. 4, 1.163 – 1.189.

FACCIO, Mara, XU, Jin, 2015, „Taxes ans Capital Structure“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 50, No. 3, 277 – 300.

FROMM, S., 2012, “Datenanalyse mit SPSS für Fortgeschrittene 2: Multivariate Verfahren für Querschnittsdaten“, 2. Auflage, Springer Fachmedien VS, Wiesbaden.

GAERTNER, Fabio B., 2014, “CEO After-tax Compensation Incentives and Corporate Tax Avoidance”, *Contemporary Accounting Research* Vol. 31 (4), 1077 – 1102.

GIDDY, Ian H., 1981, „The Cost of Capital in the International Firm“, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 2, No. 4, *Multinational Business*, 263 – 271.

GITMAN, Lawrence J., VANDENBERG, Pieter A., 2000, „Cost of Capital Techniques Used by Major US Firms: 1997 vs. 1980“, Financial Practice and Education - Fall/Winter 2000, 53 – 68.

GIVOLI, Dan, HAYN, Carla, OFER Ahron R., SARIG, Oded, 1992, “Taxes and Capital Structure: Evidence from Firms’ Response to the Tax Reform Act of 1986” The Review of Financial Studies, Vol. 5, No. 2, 331 – 355.

GRAHAM, John R., 1996, “Debt and the marginal tax rate”, Journal of Financial Economics, Volume 41, 41 – 73.

GRAHAM, John R., 1999, “Do Personal Taxes affect Corporate Financing Decisions?”, Journal of Public Economics, Vol. 73, No. 2, 147 – 185.

GRAJAM, John R., HARVEY, Campbell R., 2001, “The theory and practice of corporate finance”, Journal of Financial Economics, Vol. 60, 187 – 243.

GRAHAM, John R., 2006, „A Review of Taxes and Corporate Finance“, Foundations and Trends in Finance Vol. 1, No. 7, 573 – 691.

HANLON, Michelle, HEITZMAN, Shane, (2012), „A review of tax research“, Journal of Accounting and Economics, Vol. 50, 127–178.

HÖLSCHER, Reinhold, 2010, „Investition, Finanzierung und Steuern“, Herausgeber: SCHIERENBECK, Henner, Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München.

JANSSEN, J., LAATZ, W., 2013, „Statistische Datenanalyse mit SPSS – Eine anwendungsorientierte Einführung in das Basissystem und das Modul Exakte Tests“, 8. Auflage, Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

KAMINSKI, Bert, STRUNK, Günther, 2012, „Der Einfluss von Steuern auf unternehmerische Entscheidungen“, 2. Auflage, Springer Gabler Verlag, Wiesbaden.

MACKIE-MASON, Jeffrey K., 1990, “Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?”, The Journal of Finance, Vol. 45, No. 5, 1.471 – 1.493.

MILLER, Merton H., 1977, „Debt and Taxes“, The Journal of Finance, Volume 32, No. 2, 261 – 275.

MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., 1958, „The Cost of Capital, corporation finance and the theory of Investment“, The American Economic Review Volume 48, Nr. 3, 261 – 297.

MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., 1963, „Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction“, The American Economic Review Volume 53, Nr. 3, 433 – 443.

MUCHE, Thomas, 2008, „Unternehmens- und Investitionsbewertung mit durchschnittlichen Kapitalkosten unter Berücksichtigung von persönlichen Steuern und Verlusten“, Die Betriebswirtschaft DBW, Nr. 68, 67 – 84.

MYERS, Stewart C., 2001, „Capital Structure“, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, 81 – 102.

PAIER, Dietmar, 2010, “Quantitative Sozialforschung – Eine Einführung”, Facultas Verlags- und Buchhandels AG, Wien.

PHILLIPS, John D., 2003, „Corporate Tax-Planning Effectiveness: The Role of Compensation-Based Incentives“, The Accounting Review, Vol. 78, No 3, 847 – 874.

POTERBA, James M., SUMMERS, Lawrence H., 1995, “A CEO Survey of U.S. Companies’ Time Horizons and Hurdle Rates”, Sloan Management Review, 43 – 53.

REGO, Sonja O., WILSON, Ryan, 2012, „Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness“, Journal of Accounting Research, Vol. 50, No. 3, 775 – 810.

RIEGER, Sonja, 2011, „Steuerklientelunsicherheit und Investitionsentscheidungen“, Gabler Verlag, Springer Fachmedien, Wiesbaden.

RYAN, Patricia A., 2002, “Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000: How Have Things Changed?, Journal of Business and Management, Vol. 8, No. 4, 355 – 364.

SCHALL, Lawrence D., SUNDEM, Gary L., GEIJSBEEK, William R., (1978), „Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods“, *The Journal of Finance*, Vol. 33, No. 1, 281 - 287.

SHACKELFORD, Douglas A., SHEVLIN, Terry, 2001, „Empirical tax research in accounting“, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 31, 321 – 387.

SIKES, Stephanie A., VERRECCHIA, Robert E., 2012, „Capital Gains Taxes and Expected Rates of Return“, *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 3, 1.067 – 1.086.

STREITFERDT, Felix, 2008, „Die Kapitalkosten von Unternehmen mit wertorientierter Finanzierungspolitik“, Manuskripte zur Betriebswirtschaftslehre des Fachbereichs Wirtschaft der Fachhochschule Trier, No. 6, Fachhochschule Trier.

VOLKART, Rudolf, 2006, „Wertorientierte Steuerpolitik“, 2. Auflage, Versus Verlag AG, Zürich.

## **10.2. Internetquellen**

WKO, Wirtschaftskammer Österreich, Infoblatt: „Die Besteuerung von Kapitalvermögen“, Stand Jänner 2016, abrufbar unter: [https://www.wko.at/Content.Node/Service/Steuern/Einkommensteuer-und-Koerperschaftsteuer/Einkommenssteuer/est-koest\\_DieBesteuerungvonKapitalvermoegen.pdf](https://www.wko.at/Content.Node/Service/Steuern/Einkommensteuer-und-Koerperschaftsteuer/Einkommenssteuer/est-koest_DieBesteuerungvonKapitalvermoegen.pdf) [letzter Zugriff: 03. Juli 2016]

WKO, Wirtschaftskammer Österreich, Infoblatt: „Körperschaftsteuer“, Stand Jänner 2016, abrufbar unter: [https://www.wko.at/Content.Node/Service/Steuern/Einkommensteuer-und-Koerperschaftsteuer/Koerperschaftsteuer/est-koest\\_Koerperschaftsteuer.pdf](https://www.wko.at/Content.Node/Service/Steuern/Einkommensteuer-und-Koerperschaftsteuer/Koerperschaftsteuer/est-koest_Koerperschaftsteuer.pdf) [letzter Zugriff: 03. Juli 2016]

EUROSTAT, European Commission, NACE Rev. 2, Statistical classification of economic activity in the European Community, European Communities, 2008, abrufbar unter: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF> [letzter Zugriff: 03. Juli 2016]

FINANZEN.NET, Entwicklung des Leitzinses, Vergleich historischer Leitzins Euroland, USA sowie UK, abrufbar unter: <http://www.finanzen.net/leitzins/> [letzter Zugriff: 03. Juli 2016]

IFM, Institut für Mittelstandsforschung Bonn; <http://www.ifm-bonn.org/definitionen/mittelstandsdefinition-des-ifm-bonn/>; Mittelstandsdefinition des IfM Bonn sowie KMU-Definition der EU-Kommission; [letzter Zugriff: 26.März 2016].

# 11. Anhang

## 11.1. Fragebogen



Seite 01  
St Allg

**1. Wie stehen Sie persönlich dem Thema Steuern gegenüber? Bitte nehmen Sie zu folgenden Aussagen Stellung.**

	trifft überhaupt nicht zu	trifft voll und ganz zu
Ich versuche mich stets über Neuerungen im Steuerrecht auf dem Laufenden zu halten.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Das Steuersystem ist aufgrund des Umfangs der Vorschriften zu unübersichtlich.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eine tiefergehende Beschäftigung mit Steuern ist aufgrund der laufenden Änderungen im Steuerrecht überflüssig.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Das Steuerrecht bräuchte eine Art „Mindesthaltbarkeitsdatum“, um Planungssicherheit zu garantieren.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ich suche aktiv nach Möglichkeiten, steuerliche Vorteile für mein Unternehmen zu nutzen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Das Steuersystem ist für Steuerlaien nur schwer zu verstehen und umfasst zu viele Vorschriften für einen und denselben Sachverhalt.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**2. Wer kümmert sich um die steuerlichen Pflichten und Fragestellungen Ihres Unternehmens?**

- Im Unternehmen werden sämtliche steuerliche Pflichten (z.B. die Abgabe von Umsatzsteuervoranmeldungen oder die Erstellung von Steuererklärungen) selbst wahrgenommen.
- Das Unternehmen hat einen Steuerberater/Steuerberatungsgesellschaft beauftragt, der/die sich um alle steuerlichen Belange des Unternehmens kümmert.

- Die Mitarbeiter des Unternehmens stehen in regelmäßiger Kontakt mit einem Steuerberater/Steuerberatungsgesellschaft, der/die den Mitarbeitern beratend zur Seite steht.
- Sonstiges

question('SE03')

**3. Wie wichtig sind folgende Ziele bei der Steuerplanung Ihres Unternehmens.**

	überhaupt nicht wichtig	sehr wichtig
Angemessene Berücksichtigung von Steuern auf Gewinnausschüttungen an die Eigentümer	<input type="radio"/>	
Berücksichtigung möglichst aller Steuern, die das Unternehmen betreffen	<input type="radio"/>	
Inanspruchnahme möglichst vieler Steuerbegünstigungen (z.B. Sonderabschreibungen oder Investitionsfreibeträge)	<input type="radio"/>	
Möglichst hohes Ergebnis nach Steuern	<input type="radio"/>	
Minimierung des steuerlichen Risikos	<input type="radio"/>	
Optimierung der Konzernsteuerquote	<input type="radio"/>	
Planungssicherheit	<input type="radio"/>	
Sonstiges: ⇒ SE04_01 ⇌	<input type="radio"/>	

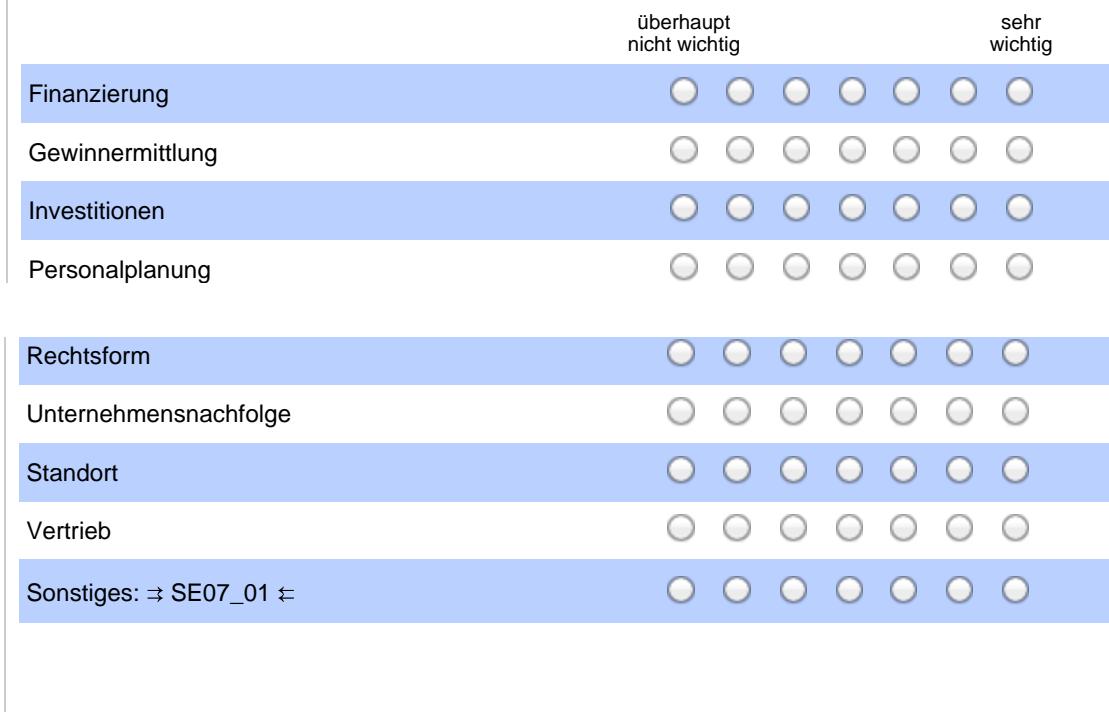
**4. Wie hoch ist die effektive Steuerquote (gesamter Steueraufwand lt. GuV / Jahresüberschuss \* 100) Ihres Unternehmens?**

in %

<input type="radio"/> < 0
<input type="radio"/> 0 – 9
<input type="radio"/> 10 – 14
<input type="radio"/> 15 – 19
<input type="radio"/> 20 – 24
<input type="radio"/> 25 – 29
<input type="radio"/> 30 – 34
<input type="radio"/> 35 – 40
<input type="radio"/> > 40

question('SE06')

**5. Bitte geben Sie an, wie wichtig die Berücksichtigung von Steuern in den folgenden unterschiedlichen Planungsbereichen Ihres Unternehmens ist.**



---

**Seite 02**

Untern Entsch

**6. Welche Arten von Steuern üben Einfluss auf die unternehmerische Entscheidungen in Ihrem Unternehmen aus (bzw. werden in diesem Zusammenhang berücksichtigt)?**

Mehrfachnennungen möglich

- Einkommensteuer der Gesellschafter
- Erbschaftsteuer
- Körperschaftsteuer
- Persönliche Einkommensteuer der Manager
- Steuern auf Ausschüttungen/Dividenden
- Umsatzsteuer
- Quellensteuer
- Im Entscheidungsprozess werden keine Steuern berücksichtigt
- Sonstiges

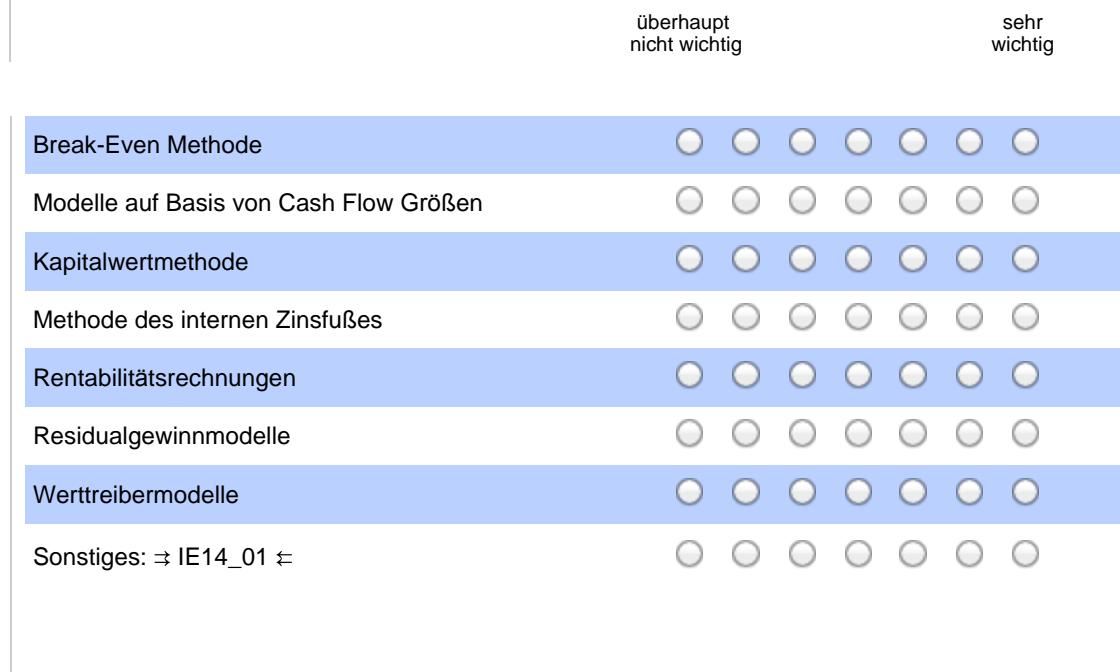
**7. In welchem Planungshorizont werden in Ihrem Unternehmen steuerliche Effekte berücksichtigt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Steuerliche Effekte werden eher bei operativen (kurzfristigen) Entscheidungen berücksichtigt.
- Steuerliche Effekte werden eher bei strategischen (langfristigen) Entscheidungen berücksichtigt.
- Steuerliche Effekte werden sowohl bei operativen als auch bei strategischen Entscheidungen berücksichtigt.
- Steuerliche Effekte werden bei keiner Art von Entscheidungen mit einbezogen.
- Sonstiges

question('IE13')

**8. Welche Rolle spielen folgende Investitionsrechnungsmethoden bzw. Kennzahlen bei der wertorientierten Steuerung Ihres Unternehmens?**



**9. Wie ist in Ihrem Unternehmen das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital?**

- Das Unternehmen finanziert sich überwiegend durch Eigenkapital
- Das Unternehmen finanziert sich überwiegend durch Fremdkapital
- Im Unternehmen besteht ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital
- Keine Angabe

**10. Werden in Ihrem Unternehmen Kapitalkosten ermittelt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Es wird ein gewichteter Kapitalkostensatz ermittelt (WACC-Ansatz)
- Die Bestimmung des Kapitalkostensatzes erfolgt durch die Schätzung des Managements
- Es wird eine Mindestrendite vorgegeben
- Es wird der Opportunitätskostenansatz verwendet
- Es werden keine Kapitalkosten oder Mindestrenditen ermittelt
- Sonstiges

---

**Seite 03**

---

**Seite 04**

---

**Seite 05**

MR1

**11. In welchen Abständen wird die Höhe der vorgegebenen Mindestrendite (bzw. des Kalkulationszinsfußes bei Investitionsentscheidungen) in Ihrem Unternehmen hinterfragt und gegebenenfalls angepasst?**

Mehrfachnennungen möglich

- Monatlich
- Jährlich
- Bei jeder größeren Investitions- oder Finanzierungsentscheidung
- Bei Änderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen
- Überhaupt nicht
- Sonstiges

**12. Wie hoch ist der in Ihrem Unternehmen üblicherweise verwendete Kalkulationszinsfuß bei Investitionsentscheidungen?**

in %

- 0 – 4
- 5 – 9
- 10 – 14
- 15 – 19
- 20 – 24
- > 25
- keine Angabe

**13. Wie wird in Ihrem Unternehmen bei der Berechnung des Kalkulationszinsfußes eine Fremdkapitalkomponente berücksichtigt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Einschätzung des Managements
- Gewichteter Zinssatz der laufenden Kredite
- Langfristiger Kreditzinssatz
- Marktgängige Anleihen
- Staatsanleihen
- Sonstiges

**14. Inwieweit werden in Ihrem Unternehmen bei der Generierung des Kalkulationszinsfußes die Kosten für das zur Verfügung gestellte Eigenkapital berücksichtigt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Arbitrage Pricing Theory (APT)
- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- Discounted Cash Flow Verfahren
- Historische Beobachtung
- keine explizite Bestimmung
- Managementeinschätzung
- Sonstiges

---

**Seite 06**  
MR2

**15. Wie definieren Sie dabei die Höhe des Eigenkapitals?**

- Börsewert
- Buchhalterische Größe
- Discounted Cash Flow Verfahren
- Keine explizite Bestimmung
- Einschätzung des Managements
- Marktwert des Aktiva Vermögens abzüglich dem Wert der Rückstellungen und anderen Verpflichtungen
- Sonstiges

**16. Werden bei der Berechnung der als Vorgabe/Entscheidungskriterium dienende Mindestrendite (bzw. Kalkulationszinsfuß) Ihres Unternehmens steuerliche Effekte berücksichtigt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Ja, bei der Ermittlung werden steuerliche Effekt durch den Eigenkapitalkostensatz mit berücksichtigt.
- Ja, bei der Ermittlung fließen steuerliche Effekte durch eine Berücksichtigung in den Fremdkapitalkosten (z.B. Tax Shield) mit ein.
- Ja, steuerliche Effekte fließen über beiden Komponenten (Eigen- sowie Fremdkapital) mit ein.
- Nein, steuerliche Effekte werden bei der Berechnung überhaupt nicht berücksichtigt
- Sonstiges

question('MR07')

**17. Was sind Ihrer Meinung nach die Gründe dafür, dass bei der Berechnung von Mindestrenditen (bzw. Kalkulationszinsfüße) bei Investitionsentscheidungen keine steuerlichen Effekte berücksichtigt werden? Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.**

	trifft überhaupt nicht zu	trifft voll und ganz zu
Steuerliche Effekte ändern sich schnell und müssen daher laufend angepasst werden.	<input type="radio"/>	
Die Berücksichtigung von Steuern bringt keinen Informationsnutzen.	<input type="radio"/>	
Die Berücksichtigung von Steuern ist zu komplex.	<input type="radio"/>	
Es sind nicht genügend Informationen verfügbar, um die steuerlichen Auswirkungen angemessen darstellen zu können.	<input type="radio"/>	
Die Berücksichtigung von steuerlichen Aspekten hat eine verzerrnde Wirkung und führt zu falschen	<input type="radio"/>	
Investitions- und Finanzierungsentscheidungen.		
Sonstiges: ⇒ MR08_01 ⇐	<input type="radio"/>	

**18. In welchen Abständen wird die Höhe des Kapitalkostensatzes in Ihrem Unternehmen hinterfragt und gegebenenfalls angepasst?**

Mehrfachnennungen möglich

- Monatlich
- Jährlich
- Bei jeder größeren Investitions- oder Finanzierungsentscheidung
- Bei Änderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen
- Überhaupt nicht
- Sonstiges

**19. Wie hoch sind die in Ihrem Unternehmen üblicherweise verwendeten Kapitalkosten?**

in %

- 0 – 4
- 5 – 9
- 10 – 14
- 15 – 19
- 20 – 24
- > 25
- keine Angabe

**20. Wie wird in Ihrem Unternehmen bei der Berechnung der Kapitalkosten der Fremdkapitalzinssatz (risikoloser Zinssatz) bestimmt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Einschätzung des Managements
- Gewichteter Zinssatz der laufenden Kredite
- Langfristiger Kreditzinssatz
- Marktgängige Anleihen
- Staatsanleihen
- Sonstiges

**21. Wie wird bei der Bestimmung der Kapitalkosten Ihres Unternehmens der Kostensatz des Eigenkapitals bestimmt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Arbitrage Pricing Theory (APT)
- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
- Discounted Cash Flow Verfahren
- Historische Beobachtung
- keine explizite Bestimmung
- Managementeinschätzung
- Sonstiges

**22. Werden bei der Berechnung der Kapitalkosten Ihres Unternehmens steuerliche Effekte berücksichtigt?**

Mehrfachnennungen möglich

- Ja, bei der Ermittlung des Kapitalkostensatzes werden steuerliche Effekt durch den Eigenkapitalkostensatz mit berücksichtigt.
- Ja, bei der Ermittlung des Kapitalkostensatzes fließen steuerliche Effekte durch eine Berücksichtigung in den Fremdkapitalkosten (z.B. Tax Shield) mit ein.
- Ja, steuerliche Effekte fließen über beiden Komponenten (Eigen- sowie Fremdkapital) in die Kapitalkosten ein.
- Nein, steuerliche Effekte werden bei der Berechnung der Kapitalkosten überhaupt nicht berücksichtigt
- Sonstiges

**question('KK13')**

**23. Was sind Ihrer Meinung nach die Gründe dafür, dass bei der Berechnung der Kapitalkosten keine steuerlichen Effekte berücksichtigt werden? Bitte geben Sie an, inwieweit Sie den folgenden Aussagen zustimmen.**

	trifft überhaupt nicht zu	trifft voll und ganz zu
Steuerliche Effekte ändern sich schnell und müssen daher laufend angepasst werden.	<input type="radio"/>	
Die Berücksichtigung von Steuern bringt keinen Informationsnutzen.	<input type="radio"/>	
Die Berücksichtigung von Steuern ist zu komplex.	<input type="radio"/>	
Es sind nicht genügend Informationen verfügbar,	<input type="radio"/>	

um die steuerlichen Auswirkungen angemessen darstellen zu können.



Die Berücksichtigung von steuerlichen Aspekten hat eine verzerrende Wirkung und führt zu falschen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen.



Sonstiges: ⇒ KK14\_01 ⇐



Seite 10

MG

question('MG03')

24. Glauben Sie, dass Manager, welche (teilweise) auf Basis von Nach-Steuer-Größen entlohnt werden, eher gewillt sind steuerliche Effekte bei unternehmerischen Entscheidungen mit einzubeziehen? Inwieweit stimmen Sie folgenden Aussagen zu?

stimme  
überhaupt nicht  
zu



stimme  
voll und ganz  
zu

Eine (teilweise) Entlohnung auf Basis von Nach-Steuer-Größen motiviert den Manager sich tiefer gehend mit dem Thema Steuerplanung auseinanderzusetzen.



Eine (teilweise) Entlohnung auf Basis von Nach-Steuer-Größen motiviert den Manager mehr Mittel für eine effiziente Steuerplanung zur Verfügung zu stellen.



Eine (teilweise) Entlohnung auf Basis von Nach-steuer-Größen bewirkt, dass der Manager eine aggressivere Steuerplanung verfolgt.



Eine (teilweise) Entlohnung auf Basis von Nach-steuer-Größen bewirkt, dass der Manager bereit ist, ein höheres (steuerliches) Risiko einzugehen.



Ein Entlohnungssystem, das sich (teilweise) auf Nach-Steuer-Größen bezieht, hat keinen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen des Managers.



Sonstiges: ⇒ MG04\_01 ⇐



question('MG01')

25. Wie sind die Entlohnungssysteme von Managern in Ihrem Unternehmen ausgestaltet? Inwieweit haben steuerliche Effekte Einfluss auf diese? Bitte geben Sie an, inwieweit folgende Aussagen zutreffen.

	trifft überhaupt nicht zu	trifft voll und ganz zu
Managergehälter weisen sowohl feste als auch variable Bestandteile auf.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Managergehälter weisen keine variablen (erfolgsabhängigen) Bestandteile auf.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die variablen Bestandteile beziehen sich auf Performancemaße vor steuerlichen Effekten (z.B. EBIT – Gewinn vor Zinsen und Steuern).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die variablen Bestandteile beziehen sich auf Performancemaße nach steuerlichen Effekten (z.B. Gewinn).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die leistungsbezogenen Bestandteile des Entlohnungssystem beziehen sich auf buchhalterische Größen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Die leistungsbezogenen Bestandteile des Entlohnungssystems beziehen sich auf qualitative Größen.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges: ⇒ MG05_01 ⇐	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**question('MG06')**

**26. Glauben Sie, dass eine Begrenzung der steuerlichen Absetzbarkeit von Managementgehältern in Unternehmen ein sinnvolles Instrument ist, der Überzahlung von Managern entgegenzuwirken? Bitte nehmen Sie zu folgenden Aussagen Stellung.**

	stimme überhaupt nicht zu	stimme voll und ganz zu
Eine solche Deckelung führt in der Praxis zu einer niedrigeren Entlohnung von Managern.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eine solche Begrenzung wirkt sich demotivierend auf das Management aus.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eine solche Begrenzung hat negative Auswirkungen auf die Performance des Unternehmens.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Eine Begrenzung wirkt sich positiv auf Unternehmen aus (geringere Personalkosten).	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sonstiges: ⇒ MG07_01 ⇐	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**27. In welcher Branche ist Ihr Unternehmen tätig?**

Mehrfachnennungen möglich

<input type="checkbox"/> Bau/Handwerk	
<input type="checkbox"/> Dienstleistungen	
<input type="checkbox"/> Chemie/Pharma	
<input type="checkbox"/> Handel/E-Commerce	
<input type="checkbox"/> Elektronik/Fahrzeugbauer und -zubehör	
<input type="checkbox"/> IT/Telekommunikation	
<input type="checkbox"/> Energie/Umwelt	
<input type="checkbox"/> Maschinen- und Anlagenbau	
<input type="checkbox"/> Lebensmittel/Textil	
<input type="checkbox"/> Transport/Logistik	
<input type="checkbox"/> Sonstiges	<input type="text"/>

**28. In welchem Land hat ihr Unternehmen seinen Hauptsitz?**

<input type="radio"/> Deutschland	
<input type="radio"/> Österreich	
<input type="radio"/> Schweiz	
<input type="radio"/> Sonstiges	<input type="text"/>

**29. In welcher Rechtsform wird Ihr Unternehmen geführt?**

<input type="radio"/> Einzelunternehmung	
<input type="radio"/> OHG	
<input type="radio"/> KG	
<input type="radio"/> GmbH	
<input type="radio"/> GbR	
<input type="radio"/> AG	
<input type="radio"/> Sonstiges	<input type="text"/>

**30. Wird Ihr Unternehmen eigen tümer- oder fremd geführts (dh. liegen unternehmerische Entscheidungen und unternehmerisches Risiko in einer Hand)?**

<input type="radio"/> Eigentümergeführtes Unternehmen	
<input type="radio"/> Fremd geführtes Unternehmen	
<input type="radio"/> Sowohl eigen- als auch fremd geführtes Unternehmen	

**31. Welche Position im Unternehmen obliegt Ihnen?**

Mehrfachnennungen möglich

- Eigentümer/Gesellschafter
- Geschäftsführer
- Abteilungsleiter
- Sonstiges

**32. Wieviele Mitarbeiter sind in Ihrem Unternehmen tätig?**

- 1 – 9
- 10 – 49
- 50 – 99
- 100 – 249
- 250 – 499
- > 500

---

**Seite 12**

Kontakt

**33. Sollten Sie an den Ergebnissen unserer Studie interessiert sein, senden wir Ihnen nach erfolgreicher Durchführung gerne eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse zu.**

**Ihre Kontaktdaten werden hierbei getrennt von Ihren Antworten erhoben, sodass keine Rückschlüsse auf Sie oder Ihr Unternehmen möglich sind.**

- Ich interessiere mich für die **Ergebnisse dieser Studie** und hätte gerne eine Zusammenfassung per E-Mail.

---

**Letzte Seite**

**Vielen Dank für Ihre Teilnahme!**

Wir möchten uns ganz herzlich für Ihre Mithilfe bedanken.

Ihre Antworten wurden gespeichert, Sie können das Browser-Fenster nun schließen.

## **11.2. Abstract (deutsch)**

Diese Arbeit erhebt im Rahmen einer empirischen Untersuchung den Einfluss von Unternehmenssteuern sowie von persönlichen Steuern auf Ebene der Eigentümer auf unternehmerische Entscheidungen. Beurteilungskriterium stellen dabei die von Unternehmen ermittelten Kapitalkosten sowie die herrschende Kapitalstruktur dar. Einflüsse beider Arten von Steuern auf Kapitalkosten sowie die Kapitalstruktur von Unternehmen können dabei bestätigt werden. Werden Manager und auch Eigentümer jedoch danach gefragt wie steuerliche Effekte konkret bei der Ermittlung von Kapitalkosten berücksichtigt werden, wird deutlich, dass Steuern überwiegend nicht aktiv in den Prozess der Entscheidungsfindung einbezogen werden. An dieser Stelle stellt sich die Frage, ob die Wirkungen steuerlicher Effekte den Entscheidungsträgern im Unternehmen überhaupt bewusst sind. Insbesondere bei der Ermittlung von Kapitalkosten ist in Bezug auf die Berücksichtigung steuerlicher Effekte eine deutliche Diskrepanz zwischen in der Theorie etablierten Modellen und der praktischen Anwendung zu beobachten. So gibt die Mehrheit der befragten Unternehmen an, überhaupt keine steuerlichen Effekte bei der Berechnung von Kapitalkosten zu berücksichtigen. Als Gründe hierfür wird angegeben, dass die Involvierung steuerlicher Effekte bei der Ermittlung von Kapitalkosten als nicht nutzenbringend angesehen wird, eine Berücksichtigung zu komplex ist und darüber hinaus nicht genügend Informationen zur Verfügung stehen, um steuerliche Effekte adäquat darstellen zu können.

### **11.3. Abstract (english)**

This study examines the influence of corporate and personal income taxes on business decisions as part of an empirical analysis. The focus lies in assessing the influence of taxation on the firm's cost of capital as well as its capital structure. In line with conventional wisdom, this study confirms influences of corporate taxes as well as personal taxes on capital budgeting and capital structure decisions. However, when asked how taxes are accounted for when applying theoretical models like the cost of capital, managers mostly neglect integrating taxation into the decision-making process. Consequently, the question arises whether managers willingly neglect tax effects or are simply not aware of the potential tax influences. This is especially the case for the firm's cost of capital where significant discrepancies between theoretical models and their practical application can be observed. The majority of surveyed firms ignores taxes in the process of determining the firm's cost of capital. Firms attribute this circumstance to the complexity of taxes, a lack of information and the inability to integrate taxes adequately into theoretical cost of capital models.