

Diamant, Olga

Article

Leasing und bilanzpolitische Motive

Leasing - Wissenschaft & Praxis

Provided in Cooperation with:

Universität zu Köln, Forschungsinstitut für Leasing

Suggested Citation: Diamant, Olga (2010) : Leasing und bilanzpolitische Motive, Leasing - Wissenschaft & Praxis, ISSN 1611-4558, Forschungsinstitut für Leasing an der Universität zu Köln, Köln, Vol. 8, Iss. 2, pp. 7-32

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/60318>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Leasing und bilanzpolitische Motive

Olga Diamant[#]

Gliederung	Seite
1. Einleitung	8
2. Historische Entwicklung der Bilanzierungsvorschriften	9
2.1 Einführung des SFAS 13 und die Auswirkungen auf die Leasingvolumina	9
2.2 Folgen des Zusammenbruchs von Enron	12
3. Auswirkungen der Aktivierung von Leasingobjekten und -verbindlichkeiten	13
3.1 Methode der „Constructive Lease Capitalization“	13
3.2 Auswirkungen auf die Bilanz	15
3.3 Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung	21
3.4 Auswirkungen auf die Unternehmenskennzahlen	22
4. Bilanzpolitische Motive: treibender Faktor oder ein Nebeneffekt?	26
5. Zusammenfassung	29
6. Literaturverzeichnis	30

[#] Studierende der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln im Diplom-Studiengang.

1. Einleitung

Leasing stellt für viele Unternehmen weltweit eine wichtige Finanzierungsquelle dar, wobei nach internationalen Leasingstandards primär zwischen zwei Formen des Leasings unterschieden wird, nämlich den Operating Leases und den Finance Leases (nach IFRS) oder Capital Leases (nach US-GAAP). Dabei ist anzumerken, dass Operating Leases stärker verbreitet sind als Finance Leases. Die Unternehmen bevorzugen Leasing aus unterschiedlichen Gründen wie kostengünstiger Finanzierung, kein bzw. beschränkter Zugang zu konventionellen Finanzierungsquellen sowie Möglichkeiten zu einer häufigen Erneuerung der Vermögensgegenstände. Der Beweggrund für die immer häufigere Wahl von Operating Leases liegt dabei in der bilanzneutralen Erfassung der aus dem Leasing resultierenden Verbindlichkeiten und Vermögensgegenständen. Dies ermöglicht den Firmen die Verbesserung wichtiger Kennzahlen, die beispielsweise für die Erstellung der Kreditratings oder auch als Richtwerte für die Managerentlohnung eingesetzt werden.

Die Verbreitung der Operating Leases geht auf die internationale Einführung neuer Bilanzierungsregeln zurück, die eine Aktivierung von Leasingverträgen mit sich brachte, falls eine Klassifizierung als Finance Lease erfolgte. Dies bewegte einige Wissenschaftler, den Einfluss dieser Vorschriftenänderungen auf die Finanzierungsstruktur der Unternehmen zu untersuchen. So analysieren zum Beispiel Imhoff / Thomas (1988) die Auswirkung des SFAS 13 auf die Leasingvolumina amerikanischer Unternehmen, wobei sie schließen, dass die Firmen die bilanzneutrale Finanzierung beizubehalten versuchen, um mögliche negative Einflüsse der Leasingaktivierung zu vermeiden.¹

Viele Wissenschaftler untersuchen außerdem die Vorteile der bilanzneutralen Finanzierung, indem sie die Aktivierung der Operating Leases simulieren. So analysieren Beattie / Edwards / Goodacre (1998) und Bennet / Bradbury (2003) den Einfluss dieser Aktivierung auf diverse Unternehmenskennzahlen. Wie auch andere Wissenschaftler untersuchen Duke / Hsieh / Su (2009) zusätzlich

¹ Vgl. Imhoff / Thomas (1988).

die Auswirkungen der Leasingaktivierung auf die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.²

Trotz zahlreicher Hinweise auf die Vorteilhaftigkeit des bilanzneutralen Charakters der Operating Leases stellt sich jedoch die Frage, inwiefern es für die Bewertung der Firmen durch Unternehmensexterne tatsächlich eine Rolle spielt, ob die Leasingverbindlichkeiten und -objekte in der Bilanz ausgewiesen werden oder nicht. So behauptet z.B. Ely (1995), dass der Kapitalmarkt auch die bilanzneutralen Positionen bei der Schätzung des Eigenkapitalrisikos eines Unternehmens berücksichtigt.³ Es gibt jedoch auch Hinweise darauf, dass einzelne Investoren nur die in der Bilanz ausgewiesenen Zahlen für ihre Analysen verwenden.

Somit wird deutlich, dass die Beantwortung der Frage, ob und inwieweit die bilanzpolitischen Motive maßgebend für die Wahl des Leasings sind, nicht trivial ist und einen genauen Einblick in diverse Studien zu dieser Thematik erfordert.

2. Historische Entwicklung der Bilanzierungsvorschriften

2.1 Einführung des SFAS 13 und die Auswirkung auf die Leasingvolumina

Im Folgenden wird der Einfluss der im Laufe der Zeit strenger gewordenen Bilanzierungsvorschriften auf die von den Unternehmen gewählten Leasingvolumina am Beispiel von Studien mit Bezug auf den US-Markt diskutiert. Dabei war ein klarer Anstieg der Operating Leases bzw. ein Rückgang an Finance Leases als Reaktion auf die neue, nicht mehr bilanzneutrale Bilanzierung von Finance Leases zu beobachten. Die Verschärfung der Bilanzierungsregeln in den USA liefert also ein Indiz dafür, dass Manager versuchen, die Unternehmenskennzahlen mithilfe des Leasings zu verbessern.

Vor der Einführung des SFAS 13 „Accounting for Leases“ wurden weder Operating Leases noch Finance Leases in die Bilanz des Leasingnehmers aufge-

² Vgl. Beattie / Edwards / Goodacre (1998); Bennet / Bradbury (2003); Duke / Hsieh / Su (2009).

³ Vgl. Ely (1995).

nommen, stattdessen mussten Angaben im Anhang des Jahresabschlusses gemacht werden. Allein die im laufenden Jahr zu zahlende Leasingrate wurde als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Die Einführung des SFAS 13 verpflichtete die Unternehmen, den Gegenwartswert der Finance Lease Verbindlichkeiten und Objekte ggf. auch rückwirkend zu aktivieren, was zu einer drastischen Verschlechterung essentieller Unternehmenskennzahlen führte. Außerdem trat eine neue Definition der Finance Leases in Kraft, so dass ein Teil der Operating Leases nun den Finance Leases zugeordnet werden musste.⁴

Mit der Frage, welche Reaktionen der neue Standard bei den Unternehmen hervorrief, beschäftigen sich viele Wissenschaftler. Auch Imhoff / Thomas (1988) untersuchen dies in ihrer Studie, wobei sie behaupten, dass die möglichen Folgen der Umsetzung dieses Standards, wie zum Beispiel die dadurch entstehenden Kosten der Covenant-Brüche, die Manager zum Ergreifen mildernder Maßnahmen veranlassen könnten.⁵

Die Wissenschaftler analysieren folgende mögliche Reaktionen der Unternehmen auf die Einführung des SFAS 13: Änderung der Volumina an Finance und Operating Leases, eine mögliche Veränderung des gesamten Leasingportfolios sowie Veränderungen in der konventionellen Schuldenstruktur und im Eigenkapital. Da für die Umsetzung des neuen Standards ein gewisser zeitlicher Spielraum vorgesehen war, nehmen Imhoff / Thomas (1988) zunächst eine einheitliche Übergangsperiode für alle Unternehmen an. Desweiteren werden zwei Kontrollperioden, jeweils ein Jahr vor und ein Jahr nach der Übergangsperiode, in die Regressionsanalyse einbezogen, um die unerwarteten Änderungen in den Finance-Lease-Volumina mit einzubeziehen. Im zweiten Schritt reduzieren die Wissenschaftler ihre Stichprobe, indem sie Paare von gleich großen Unternehmen aus derselben Branche und gleichem Verschuldungsgrad mit jeweils hohen und niedrigen Leasingvolumina gegenüberstellen sowie zusätzlich das Modell für firmenspezifische Übergangsperioden adjustieren. Die Analyse lieferte ähnliche Ergebnisse für beide Stichproben. Die Wissenschaftler stellen fest, dass die Finance-Lease-Volumina insgesamt zurückgingen, wobei die Fir-

⁴ Vgl. die neue Definition des Finanzierungsleasings in SFAS 13: Accounting for Leases (1976), S. 8.

⁵ Vgl. Imhoff / Thomas (1988).

men mit hohen Leasingvolumina umso größere Reduktionen aufweisen, je höher der ursprüngliche Finance-Lease-Bestand war. Die Firmen mit niedrigen Leasingvolumina hingegen weisen sogar steigende Volumina auf. Gleichzeitig stellen die Wissenschaftler einen Anstieg der Volumina der Operating Leases beider Firmengruppen fest, wobei die Firmen mit anfangs hohem Leasingbestand wiederum einen höheren Zuwachs verzeichnen.

Die Vermutung, dass die Finance Leases durch Operating Leases vollkommen ersetzt werden, können Imhoff / Thomas (1988) jedoch nicht bestätigen, da dieser Effekt gleichzeitig von einem Rückgang des gesamten Leasingportfolios begleitet wird. Die Hypothese, dass die Manager Änderungen in der Eigenkapital- und konventionellen Schuldenstruktur vornehmen, um die negativen Effekte des neuen Standards auszugleichen, trifft nur für die Firmen mit hohen Leasingvolumina zu, kann aber für die gesamte Stichprobe nicht bestätigt werden.

Diese Ergebnisse sind auch mit der Studie von El-Gazzar / Jaggi (1997) konsistent, die ebenfalls die Firmenreaktionen auf die Einführung von SFAS 13 untersuchen, dabei jedoch zwischen Unternehmen unterscheiden, die den neuen Standard früher bzw. später angenommen haben.⁶ Es ist jedoch anzumerken, dass eine spätere Umstellung auf die neue Bilanzierungsregel nur für die rückwirkende Aktivierung des Leasings, d.h. für die bereits existierenden Leasingverträge, gestattet war, so dass die Stichprobe aus Unternehmen besteht, die ihre Jahresabschlüsse im Zuge der Umstellung revidieren mussten. Die Wissenschaftler behaupten, dass der vom Gesetzgeber eingeräumte Übergangszeitraum für die rückwirkende Neubilanzierung von Leasing vor allem von den Firmen genutzt wurde, die durch die neuen Vorschriften vertraglich festgelegte Kennzahlen wie beispielsweise Verschuldungsgrad oder Zinsdeckungsgrad verletzt würden und somit einem kreditvertraglichen Default nahe kämen. Die Wissenschaftler stellen fest, dass das Management dieser Firmen eine spätere Umstellung auf SFAS 13 bevorzugte, um eine Verschlechterung der Schuldenstruktur sowie mögliche Gewinnrückgänge zu antizipieren und dagegen steuern zu können. El-Gazzar / Jaggi (1997) kommen zu dem Schluss,

⁶ Vgl. El-Gazzar / Jaggi (1997).

dass je mehr bilanzunwirksame Leasingvolumina die Unternehmen vor der Standardeinführung hatten und je restriktiver die Kreditvereinbarungsklauseln waren, desto später wurde die neue Bilanzierungsregel angenommen.

Diese Ergebnisse zeigen deutlich, dass sich die Unternehmen bewusst waren, welche negativen Folgen die Aktivierung von Leasing auf die bilanziellen Kennzahlen hatte, so dass sie versuchten, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Dieses Verhalten kann als ein Zeichen dafür aufgefasst werden, dass bilanzpolitische Motive, wie von vielen Wissenschaftlern behauptet, die Wahl des Leasings beeinflussen.

2.2 Folgen des Zusammenbruchs von Enron

Vergleichbare Definitionen und Bilanzierungsvorschriften für Operating und Finance Leases lassen sich nicht nur in US-GAAP wiederfinden. Auch IAS 17 (IFRS) und SSAP 21 (UK-GAAP) basieren auf ähnlichen Konzepten zur Unterscheidung zwischen den beiden Leasingarten. So gewinnen Operating Leases nicht nur auf dem US-Markt, sondern auch international immer mehr an Bedeutung. Zum Beispiel stiegen die Volumina der Operating Leases nach der Einführung von SSAP 21 innerhalb von zehn Jahren deutlich an, wobei die Volumina der Finance Leases einen Rückgang verzeichneten.⁷ Dabei überstiegen die jährlichen Verbindlichkeiten aus dem Operating Leases die aus den Finance Leases im Jahr 1994 um das Achtzehnfache.⁸ Dies deutet wiederum darauf hin, dass die Unternehmen die Vorzüge der bilanzneutralen Erfassung des Leasings für sich nutzten. Jedoch wurden Finance Leases nicht vollkommen ersetzt, da es als aktivierungspflichtige Finanzierungsart unter anderem einen steuerlichen Vorteil für die Leasingnehmer liefert.

Der Wunsch, die Vorteile beider Leasingarten zu nutzen, führte dazu, dass eine neue Form des Leasings, das synthetische Leasing, entstand. Es bietet den Leasingnehmern die Möglichkeit einer steuerlichen Aufwandsabschreibung bei gleichzeitiger Befreiung von der Aktivierungspflicht. Dabei werden Zweckgesellschaften gegründet, an welche die Unternehmen die zu finanzierenden Objekte

⁷ Vgl. Goodacre (2002), S. 49.

⁸ Vgl. Beattie / Edwards / Goodacre (1998), S. 233.

verkaufen. Direkt im Anschluss an den Verkauf werden diese Objekte von den Zweckgesellschaften an die Unternehmen verleast. Die Leasingnehmer genießen in diesem Fall mehr Rechte als bei „normalen“ Formen des Leasings. Zudem behaupten einige Wissenschaftler, dass synthetisches Leasing positiven Einfluss nicht nur auf den Verschuldungsgrad des Unternehmens hat, sondern auch auf aktienkursbezogene Kennzahlen wie zum Beispiel dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).⁹

Aufgrund der oben beschriebenen Vorteile weitete sich der Einsatz des synthetischen Leasings immer mehr aus. Dies führte jedoch auch dazu, dass die bilanzneutrale Finanzierung und die Zweckgesellschaften missbraucht wurden, was im Jahr 2001 den Zusammenbruch von Enron und eine Reihe anderer Skandale auslöste. Zur Folge hatte dies eine Verschärfung einiger Bilanzierungsvorschriften, so dass die Volumina des synthetischen Leasings sanken. Trotz dieser Entwicklung stellen die nicht aktivierungspflichtigen Leasingverbindlichkeiten und -objekte nach wie vor einen großen Anteil der Finanzierungsstruktur vieler Unternehmen dar, was als Indikator dafür dient, dass die Unternehmen nicht bereit sind, auf die durch die bilanzneutrale Erfassung des Leasings entstehenden Vorteile zu verzichten. Die quantitativen Aspekte dieser Vorteile, d.h. die Auswirkung der Aktivierung von Leasingverbindlichkeiten und -objekten auf finanzielle Kennzahlen, Gewinne und Gewinnrücklagen, werden im Folgenden anhand der Studien aus unterschiedlichen Ländern detailliert dargestellt.

3. Auswirkungen der Aktivierung von Leasingobjekten und -verbindlichkeiten

3.1 Methode der „Constructive Lease Capitalization“

Um den genauen Einfluss der Erfassung der Operating Leases in der Bilanz zu untersuchen, bedarf es eines besonderen Verfahrens, welches die Aktivierung der Leasingobjekte und -verbindlichkeiten simuliert. Viele Wissenschaftler ver-

⁹ Vgl. Weidner (2000), S. 7.

wenden in ihrer Studien die von Imhoff / Lipe / Wright (1991) vorgestellte Methode der „Constructive Lease Capitalization“.¹⁰

Zwecks Bestimmung der Höhe des Fremdkapitals, das durch die Aktivierung von Leasingverbindlichkeiten entstünde, ermitteln Imhoff / Lipe / Wright (1991) den Barwert der im Anhang der Jahresabschlüsse für die nächsten fünf Jahre ausgewiesenen Mindestzahlungen aus den Operating Lease Verträgen. Da im Anhang der Unternehmen bei Operating Leases nur die Summe der Mindestleasingzahlungen ausgewiesen werden muss und damit weder der Diskontierungszinssatz noch die Restlaufzeit der Verträge bekannt ist, müssen diese Parameter geschätzt werden. Die Autoren erläutern ihren Ansatz am Beispiel von McDonald's. Sie nehmen einen Diskontierungssatz von 10% an. Außerdem unterstellen die Wissenschaftler, dass die restliche Laufzeit der Leasingverträge 15 Jahre beträgt.

Die Höhe der durch die Leasingaktivierung entstehenden Aktiva drücken Imhoff / Lipe / Wright (1991) als Prozentsatz des Barwerts der Leasingverbindlichkeiten, gewichtet mit der verbleibenden Nutzungsdauer der Leasingobjekte aus.¹¹ Aufgrund der angenommenen linearen Abschreibungsmethode und der Tatsache, dass sich die Leasingverbindlichkeiten am Anfang um kleinere Beträge reduzieren als die linearen Abschreibungsraten der Leasingobjekte, liegt der Anteil der Aktiva an den Verbindlichkeiten für alle untersuchten Fälle unter 100%. Imhoff / Lipe / Wright (1991) gehen bei der weiteren Analyse von einem Anteil in Höhe von 70% aus. Weiterhin nehmen die Wissenschaftler an, dass die Werte für die Leasingverbindlichkeit und das Leasingobjekt gleich dem Barwert der zukünftigen Leasingzahlungen am Anfang der Leasinglaufzeit und gleich Null am Ende der Laufzeit sind, sowie dass der Steuersatz einheitlich 40% beträgt.

¹⁰ Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1991).

¹¹ Die angenommene verbleibende Nutzungsdauer der Leasingobjekte betrug 30 Jahre. Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1991).

Imhoff / Lipe / Wright (1991) behaupten außerdem, dass die Aktivierung der bilanzneutralen Positionen keinen bzw. nur geringen Einfluss auf die Gewinne hat. Jedoch revidieren sie dies in ihrer späteren Studie.¹²

Die Methode der „Constructive Lease Capitalization“ kann laut Imhoff / Lipe / Wright (1991) sowohl für die Analyse einzelner Unternehmen, als auch für den Vergleich mehrerer Unternehmen untereinander herangezogen werden. Zudem erlaubt diese Methode eine leichte Anpassung an unterschiedliche Rahmenbedingungen. Aus diesen Gründen wird sie in einer Vielzahl jüngerer wissenschaftlicher Arbeiten für deren Analyse verwendet. So greifen sowohl Duke / Hsieh / Su (2009) in ihrer Studie, die im Folgenden detailliert dargestellt wird, als auch andere zum Vergleich herangezogene Arbeiten auf diese Methode zurück.¹³

3.2 Auswirkungen auf die Bilanz

Duke / Hsieh / Su (2009) untersuchen 366 Firmen, die im Jahr 2003 im S&P 500-Index aufgelistet waren, wobei

- 180 Firmen der verarbeitenden Industrie,
- 39 dem Finanzsektor,
- 38 der Informationstechnologie,
- 34 dem Einzelhandel,
- 72 sonstigen Industrien angehören und
- 3 Firmen keiner Industrie zugeordnet werden.

Dabei verwenden die Wissenschaftler folgende einheitliche Annahmen:

- ein Diskontierungssatz in Höhe von 10%;
- die gesamte Laufzeit der Leasingverträge, die zum Zeitpunkt der Analyse zur Hälfte abgelaufen ist, beträgt 30 Jahre;
- das Verhältnis der Leasingaktiva zu den Leasingverbindlichkeiten sei 70%;

¹² Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1997).

¹³ Vgl. Duke / Hsieh / Su (2009).

- lineare Abschreibungsmethode.

Es werden jedoch im Gegensatz zu Imhoff / Lipe / Wright (1991) firmenspezifische Steuersätze verwendet. Weiterhin unterteilen Duke / Hsieh / Su (2009) die Stichprobe in zwei Gruppen, abhängig vom Effekt der Leasingaktivierung auf den Gewinn.

Dabei stützen sich die Wissenschaftler auf die Studie von Imhoff / Lipe / Wright (1997), indem sie behaupten, dass obwohl die kumulierten Leasingzahlungen aus dem aktivierten und nicht aktivierten Leasing gleich sind, sich diese dennoch während der Leasinglaufzeit unterscheiden.¹⁴ Denn die Zahlungen aus den Finance Leases sind am Anfang höher, da sie Zins- und Abschreibungsaufwendungen beinhalten, während die Zahlungen aus den Operating Leases nur aus der eigentlichen Leasingrate bestehen. Am Ende der Laufzeit tritt jedoch ein umgekehrter Effekt auf. Die Zahlungen gleichen sich in einem Break-Even-Punkt an, in welchem das Leasingobjekt zu ungefähr 53-63% bereits abgeschrieben ist, was dazu führt, dass in den ersten zwei Dritteln der Laufzeit Operating Leases einen negativen Effekt auf den Gewinn haben.¹⁵ Dementsprechend tritt ein positiver Effekt ein, wenn Operating Leases zu mehr als 63% abgeschrieben sind. Somit stellen Duke / Hsieh / Su (2009) fest, dass die Firmen, die kontinuierlich neue Leasingverträge eingehen, das gesamte Leasingvolumen auf dem Niveau vor dem Break-Even-Punkt halten, so dass bei der Aktivierung von Leasing der Gewinn negativ beeinflusst wird. Solche Firmen stellen einen großen Anteil an der Stichprobe dar.

In einem ersten Schritt untersuchen Duke / Hsieh / Su (2009) für die gesamte Stichprobe, in welchem Maße sich die Bilanzsumme nach der Aktivierung von Leasingobjekten und den korrespondierende Verbindlichkeiten verändert, wobei sie die Nettoleasingverbindlichkeiten, d.h. Leasingverbindlichkeiten abzüglich einer eventuellen Steuerersparnis, betrachten. Die Wissenschaftler definieren die Steuerersparnis als das Produkt von Steuersatz und der Differenz zwischen den bilanzneutralen Verbindlichkeiten und den Aktiva. Dabei kommen Duke / Hsieh / Su (2009) zu dem Ergebnis, dass das Verhältnis der nicht in der Bilanz

¹⁴ Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1997).

¹⁵ Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1997), S. 25.

ausgewiesenen Nettoverbindlichkeiten zu den gesamten ausgewiesenen Verbindlichkeiten im Durchschnitt 11,13% und das entsprechende Verhältnis der Leasingobjekte zu den Aktiva 3,97% beträgt. Die Wissenschaftler analysieren zudem das oberste Quartil der Stichprobe, welches die Firmen mit dem höchsten Verhältnis von bilanzneutralen zu ausgewiesenen Verbindlichkeiten beinhaltet. Die Analyse ergibt, dass bilanzneutrale Leasingpositionen durchschnittlich 34,24% der Gesamtverbindlichkeiten und 11,01% der Aktiva betragen (vgl. Tab. 1 und 2).

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Beattie / Edwards / Goodacre (1998) bei der Analyse von 232 britischer Firmen, wobei sie einen durchschnittlichen Anteil der bilanzneutralen Verbindlichkeiten (Aktiva) an den gesamten langfristigen Verbindlichkeiten (Aktiva) von 39% (6%) sowie starke industriespezifische Unterschiede feststellten. So fallen die entsprechenden Prozentsätze für den Dienstleistungssektor mit 69% (13%) sehr hoch aus, während die Industrie der Gewinnung von Bodenschätzen lediglich 3% (0,8%) verzeichnet.¹⁶

Auch die Ergebnisse der Studie von Bennett / Bradbury (2003), die 29 an der Börse von Neuseeland notierten Unternehmen untersuchen, zeigen, dass die gesamten Verbindlichkeiten im Durchschnitt um 22,9% und die Aktiva um 8,8% durch die Leasingaktivierung gestiegen wären.¹⁷ Der gleiche Trend in den internationalen Studien deutet darauf hin, dass trotz der Unterschiede in den Bilanzierungsvorschriften und Rahmenbedingungen für Leasing die meisten Unternehmen dazu neigen, die aus dem Leasing resultierenden Verpflichtungen nicht in die Bilanz aufzunehmen.

¹⁶ Vgl. Beattie / Edwards / Goodacre (1998).

¹⁷ Vgl. Bennett / Bradbury (2003).

	Anzahl Firmen (N)	Mittelwert (\bar{x})	Standard- abweichung (σ)
A. Gesamte Stichprobe (\$ in Mio.)			
Bilanzneutrale Aktiva (BA)	366	\$ 450,25	\$ 789,56
BA / Gesamte Aktiva	366	3,97%	6,89%
Bilanzneutrale Nettoverbindl. (BNV)	366	\$ 582,04	\$ 1.017,74
BNV / Gesamte Verbindlichkeiten	366	11,13%	23,25%
Veränderung der Gewinnrücklagen (Δ GR)	366	\$ 139,79	\$ 228,90
Δ GR / GR	319*	7,14%	24,37%
Kumulierte Steuerersparnis (KS)	366	\$ 61,17	\$ 112,32
KS / Kassenbestand	366	18,55%	96,28%
B. Oberstes Quartil (basierend auf dem Verhältnis BNV / Gesamte Verbindlichkeiten, \$ in Mio.)			
Bilanzneutrale Aktiva (BA)	91	\$ 808,11	\$ 1.199,30
BA / Gesamte Aktiva	91	11,01%	10,89%
Bilanzneutrale Nettoverbindl. (BNV)	91	\$ 1.035,36	\$ 1.532,88
BNV / Gesamte Verbindlichkeiten	91	34,24%	38,11%
Veränderung der Gewinnrücklagen (Δ GR)	91	\$ 227,25	\$ 333,61
Δ GR / GR	79*	12,99%	23,25%
Kumulierte Steuerersparnis (KS)	91	\$ 119,09	\$ 180,49
KS / Kassenbestand	91	53,43%	187,81%

Tabelle 1: Einfluss der Leasingaktivierung auf die Aktiva, Verbindlichkeiten, Gewinnrücklagen und Steuern.¹⁸

$BNV = (1 - s) * \text{bilanzneutrale Verbindlichkeiten}$

$\Delta GR = (1 - s) * (BNV_t - BA_t)$

$KS = s * (BNV_t - BA_t)$.

*Exklusive Firmen mit ausgewiesenen Defiziten.

¹⁸ Vgl. Duke / Hsieh / Su (2009), S. 35.

	Negative Gewinnveränderungen			Positive Gewinnveränderungen		
	N	\bar{x}	σ	N	\bar{x}	σ
Bilanzneutrale Aktiva (BA)	215	\$ 514,24	\$ 916,29	151	\$ 359,12	\$ 552,18
BA / Gesamte Aktiva	215	4,71%	8,33%	151	2,91%	3,82%
Bilanzneutrale Nettover- bindlichkeiten (BNV)	215	\$ 665,43	\$ 1.181,72	151	\$ 463,29	\$ 709,93
BNV / Gesamte Ver- bindlichkeiten	215	13,36%	28,25%	151	7,97%	12,70%
Δ GR	215	\$ 151,19	\$ 266,40	151	\$ 104,17	\$ 157,92
Δ GR / GR*	196	9,23%	30,69%	123	3,81%	4,86%
Kumulierte Steuerer- sparnis (KS)	215	\$ 69,20	\$ 130,17	151	\$ 49,74	\$ 79,39
KS / Kassenbestand	215	16,88%	53,55%	151	20,92%	135,86%
Gewinnveränderung (Δ G)	215	\$ 21,99	\$ 54,24	151	- \$ 18,66	\$ 53,18
Δ G / G**	193	3,59%	6,43%	124	- 5,12%	20,11%
Steuerersparnis (S)	215	\$ 9,98	\$ 22,69	151	- \$ 8,87	\$ 26,40
S /operativer CF***	207	1,18%	3,97%	142	- 4,69%	37,18%
Oberstes Quartil (basierend auf dem Verhältnis ΔG/G, \$ in Mio.)						
Gewinnveränderung (Δ G)	49	\$ 58,88	\$ 97,36	31	- \$ 30,21	\$ 27,84
Δ G / G	49	11,08%	9,29%	31	- 18,11%	37,73%
Steuerersparnis (S)	49	\$ 26,48	\$ 37,93	31	- \$ 13,27	\$ 13,50
S/operativer CF	49	2,62%	3,23%	29	- 16,30%	81,38%

Tabelle 2: Einfluss der Leasingaktivierung auf Gewinne.¹⁹¹⁹ Vgl. Duke / Hsieh / Su (2009), S. 36.

$BNV = (1 - s) * \text{bilanzneutrale Verbindlichkeiten}$

$\Delta GR = (1 - s) * (BNV_t - BA_t)$

$KS = s * (BNV_t - BA_t)$

$\Delta G = (1 - s) * 30\% * (BNV_t - BNV_{t-1})$.

*exklusive Unternehmen mit ausgewiesenen Defiziten.

**exklusive Unternehmen mit ausgewiesenen Verlusten.

***exklusive Unternehmen mit negativen Cash Flows aus operativer Tätigkeit.

Im zweiten Schritt untersuchen Duke / Hsieh / Su (2009) den Einfluss der Leasingaktivierung auf die Gewinnrücklagen und die Steuerersparnis. Dabei definieren die Wissenschaftler diesen Einfluss als die Differenz zwischen den kumulierten Finance Lease Aufwendungen und den kumulierten Aufwendungen aus den Operating Leases:

(Abschreibungen + Zinsaufwendungen) - (Leasingrate) (1)

Da die bilanzneutralen Aktiva um die Höhe der Abschreibungsraten und die bilanzneutralen Verbindlichkeiten um die Leasingraten abzüglich Zinsaufwendungen reduziert werden, lässt sich der Ausdruck (1) als die Differenz zwischen den jährlichen kumulierten bilanzneutralen Verbindlichkeiten und der Aktiva darstellen, welche wiederum den gesuchten Einfluss auf die Gewinnrücklagen ohne Berücksichtigung von Steuern widerspiegelt. Den Nettoeinfluss, d.h. den Einfluss abzüglich der Steuerersparnis, der Leasingaktivierung auf die Gewinnrücklagen definieren Duke / Hsieh / Su (2009) wie folgt:

$(1 - s) * (\text{Bilanzneutrale Verbindlichkeiten}_t - \text{Bilanzneutrale Aktiva}_t) = \Delta GR_t$ (2)

Dabei wird s als Steuersatz und ΔGR_t als Veränderung der Gewinnrücklagen in der Periode t definiert.

Die Analyse von Duke / Hsieh / Su (2009) ergibt, dass die Gewinnrücklagen durch die Leasingaktivierung durchschnittlich um 7,14% reduziert werden, wobei die Wissenschaftler feststellen, dass der Rückgang in vier Fällen sogar zu einem Ausweisen negativer Gewinnrücklagen führt. Gleichzeitig resultieren aus der Erfassung des Leasings in der Bilanz jedoch Steuerersparnisse in durchschnittlicher Höhe von 18,55% des Kassenbestandes. Auch hier analysieren

Duke / Hsieh / Su (2009) das oberste Quartil der Firmen, die die höchsten Volumina an Operating Leases aufweisen, wobei sie zu den Ergebnissen kommen, dass der durchschnittliche Rückgang der Gewinnrücklagen dieser Firmen 12,99% beträgt, während die Steuerersparnis mit 53,43% des Kassenbestandes sehr hoch ausfällt.

Die oben aufgeführten Ergebnisse zeigen, dass die bilanzneutrale Finanzierung weltweit einen großen Anteil an der Gesamtfinanzierung der Unternehmen hat, was zu einer Unterbewertung der bilanziellen Verbindlichkeiten und Aktiva führt. In welchem Maße sich dies auf die Profitabilitätskennzahlen und die Entscheidungsfindung der Manager bezüglich der Wahl des Leasings auswirkt, hängt auch von dem Einfluss der Leasingaktivierung auf die Gewinne ab.

3.3 Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung

Entsprechend den im Abschnitt 3.2 bereits beschriebenen Effekten der Leasingaktivierung auf den Gewinn, unterteilen Duke / Hsieh / Su (2009) ihre Stichprobe in zwei Gruppen mit positiven und negativen Gewinnveränderungen, wobei die Gruppen aus entsprechend 151 bzw. 215 Firmen bestehen. Die Analyse ergibt, dass Firmen mit negativen Gewinnveränderungen einen durchschnittlichen Rückgang um lediglich 3,59% des ausgewiesenen Gewinns verzeichnen, was gleichzeitig zu einer geringen Steuerersparnis (1,18% des Netto-Cash Flows aus operativer Geschäftstätigkeit) führt. Unternehmen mit positiven Gewinnveränderungen weisen im Durchschnitt einen Anstieg von 5,12% auf, was dementsprechend zusätzliche Steuerzahlungen (4,69%) erfordert. Duke / Hsieh / Su (2009) folgern daraus, dass die Manager der Firmen aus der Gruppe mit positiven Gewinnveränderungen auf die höheren Gewinne verzichten, um den Cash Flow nicht zu schmälern, während die Manager der Firmen aus der anderen Gruppe höhere Gewinne der Steuerersparnis bevorzugen.

Bei der Analyse des obersten Quartils der beiden Gruppen, geordnet nach dem Verhältnis von Gewinnveränderungen zu ausgewiesenen Gewinnen, kommen Duke / Hsieh / Su (2009) zu dem Ergebnis, dass der durchschnittliche Gewinnrückgang in der Gruppe der Unternehmen mit negativen Gewinnveränderungen

nun 11,08% und der Gewinnanstieg in der zweiten Gruppe 18,11% betragen (vgl. Tab. 2).

3.4 Auswirkungen auf die Unternehmenskennzahlen

Viele Unternehmenskennzahlen werden von Ratingagenturen, Analysten und Investoren als Indikatoren des finanziellen Risikos und der Profitabilität der Unternehmen verwendet. Der positive Einfluss der bilanzneutralen Finanzierung auf diese Kennzahlen könnte daher ein Motiv für die Manager darstellen, Operating Leases einzusetzen. Aus diesem Grund gab es bereits mehrere wissenschaftliche Untersuchungen über den Einfluss der Leasingaktivierung auf bestimmte Kennzahlen.

Duke / Hsieh / Su (2009) wählen für ihre Analyse fünf im Folgenden aufgeführten Kennzahlen aus, um die Vergleichbarkeit ihrer Ergebnisse mit früheren Studien zu gewährleisten (vgl. Tab. 3). Sie nutzen

- den Verschuldungsgrad,
- die Fremdkapitalquote,
- die Liquidität 3.Grades,
- die Gesamtkapitalrendite und
- den Zinsdeckungsgrad.

Da die Höhe der beiden letzten Kennzahlen auch vom Gewinn abhängt, führen die Wissenschaftler ihre Berechnungen nur für die unterteilte Stichprobe durch, um mögliche Ausgleichseffekte der positiven und negativen Gewinnveränderungen zu vermeiden.

Kennzahlen	Negative Gewinnveränderungen				Positive Gewinnveränderungen			
	N	\bar{x} (Bilanz)	\bar{x} (gesamt)	Δ %	N	\bar{x} (Bilanz)	\bar{x} (gesamt)	Δ %
Verschuldungsgrad	212	2,98	3,38	13,40%	147	3,35	3,76	12,20%
Fremdkapitalquote	214	0,58	0,61	5,20%	151	0,61	0,63	3,30%
Gesamtkapitalrendite (in %)	215	5,69%	5,22%	- 8,30%	151	3,15%	3,27%	3,80%
Zinsdeckungsgrad	193	6,56	6,48	- 1,20%	131	6,59	6,69	1,50%
Liquidität 3. Grades	186	2,03	1,90	- 6,40%	134	1,93	1,83	-5,20%

Tabelle 3: Einfluss der Leasingaktivierung auf die Kennzahlen.²⁰

Duke / Hsieh / Su (2009) kommen zu dem Ergebnis, dass sich der Verschuldungsgrad und die Fremdkapitalquote für beide Teile der Stichprobe durch die Aktivierung von Leasing signifikant erhöhen würden. So steigt der durchschnittliche Verschuldungsgrad in der Gruppe mit positiven Gewinnveränderungen um 12,2% und in der Gruppe mit negativen um 13,4% an. Diese Ergebnisse sind mit denen früherer Studien konsistent. So stellen Beattie / Edwards / Goodacre (1998) einen durchschnittlichen Anstieg des Verschuldungsgrades durch die Leasingaktivierung um 48,7% fest, wobei die branchenspezifische Analyse ergibt, dass diese Kennzahl am stärksten im Dienstleistungssektor (97,8%) und am geringsten in der Industrie der Gewinnung von Bodenschätzen (4,7%) steigt. Beattie / Edwards / Goodacre (1998) führen diese Unterschiede darauf zurück, dass im Dienstleistungssektor viel höhere Volumina an Operating Leases eingesetzt werden als in anderen Industrien.²¹ Zu vergleichbaren Ergebnissen kommen auch Imhoff / Lipe / Wright (1991), die bei ihrer Analyse zwischen Firmen mit großen und geringen Leasingvolumina unterscheiden.²² Dabei stellen die Wissenschaftler fest, dass sich der Verschuldungsgrad der Firmen mit hohen Leasingvolumina im Durchschnitt um beträchtliche 191% und der Firmen mit geringen Leasingvolumina um lediglich 47% erhöht. Einen An-

²⁰ Vgl. Duke / Hsieh / Su (2009), S. 3.

²¹ Vgl. Beattie / Edwards / Goodacre (1998).

²² Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1991).

stieg des Verschuldungsgrades beobachten auch Fülbier / Silva / Pferdehirt (2008), die 90 Unternehmen aus Deutschland untersuchen (vgl. Tab. 4).²³

	Studie						
	Duke / Hsieh / Su. (2009)		Beattie / Edwards / Goodacre (1998)	Imhoff / Lipe / Wright (1991)		Bennett / Bradbury (2003)	Fülbier / Silva / Pferdehirt (2008)
Stichpro- bengröße	366		232	14		29	90
Land	US		UK	US		NZL	DE
Kennzahl	Durchschnittliche Veränderung der Kennzahl nach der Leasingaktivierung (in %)						
	Negative Gewinn- verän- derungen	Positive Gewinn- verän- derungen		Hohe Lea- sing- volumina	Niedrige Leasing- volumina		
Verschul- dungsgrad	+ 13,40%	+ 12,20%	+ 48,70%	+ 191,00%	+ 47,00%	n.a.	+ 22,00%
Fremdka- pitalquote	+ 5,20%	+ 3,30%	n.a.	n.a.	n.a.	+ 10,70%	n.a.
Liquidität 3.Grades	- 6,40%	- 5,20%	n.a.	n.a.	n.a.	- 14,40%	n.a.
Zinsde- ckungsgrad	- 1,20%	+ 1,50%	- 25,90%*	n.a.	n.a.	n.a.	- 13,80%*
Gesamt- kapitalren- dite (RoA)	- 8,30%	+ 3,80%	- 10,80%	- 34,00%	- 10,00%	- 8,70%	+ 0,10%

Tabelle 4: Vergleich mit Ergebnissen früherer Studien.²⁴

Verschuldungsgrad = gesamte Verbindlichkeiten / Buchwert des Eigenkapitals.

Fremdkapitalquote = gesamte Verbindlichkeiten / Bilanzsumme.

Liquidität 3. Grades = kurzfristige Aktiva / kurzfristige Verbindlichkeiten.

Zinsdeckungsgrad = (EBT + Zins- und Mietaufwendungen) / (Zins- und Mietaufwendungen).

RoA = Gewinn / Bilanzsumme.

*Berechnung ohne Einbeziehung der Mietaufwendungen.

²³ Vgl. Fülbier / Silva / Pferdehirt (2008).

²⁴ Vgl. Beattie / Edwards / Goodacre (1998); Bennett / Bradbury (2003); Duke / Hsieh / Su (2009); Fülbier / Silva / Pferdehirt (2008); Imhoff / Lipe / Wright (1991).

Duke / Hsieh / Su (2009) stellen eine Erhöhung der Fremdkapitalquote um 3,3% in der Gruppe mit positiven und um 5,2% in der Gruppe mit negativen Gewinnveränderungen fest. Der geringere Anstieg im Vergleich zum Verschuldungsgrad könnte dadurch erklärt werden, dass die Aktivierung des Leasings nicht nur die Erhöhung des Fremdkapitals hervorruft, sondern auch zu einem Anstieg der Bilanzsumme und einer Verringerung des Eigenkapitals führt, was jeweils die Fremdkapitalquote verringert bzw. den Verschuldungsgrad erhöht.

Eine einheitliche Entwicklung für beide Teile der Stichprobe erkennen Duke / Hsieh / Su (2009) auch bei der Liquidität 3. Grades, die sich im Wesentlichen aufgrund der höheren Steuerlast verschlechtert. So verringert sich diese Kennzahl um 5,2% (6,4%) in der Gruppe mit positiven (negativen) Gewinnveränderungen. Dies ist konsistent mit dem Ergebnis der Studie von Bennett / Bradbury (2003), die einen Rückgang der Liquidität 3. Grades um 14,4% für ihre Stichprobe feststellen.

Die Ergebnisse bezüglich des Zinsdeckungsgrades fallen in den betrachteten Studien unterschiedlich aus. Während Beattie / Edwards / Goodacre (1998) und Fülbier / Silva / Pferdehirt (2008) zu einem vergleichbar hohen Rückgang dieser Kennzahl um entsprechend 25,9% und 13,8% kommen, stellen Duke / Hsieh / Su (2009) bei der Gruppe mit negativen Gewinnveränderungen eine Verschlechterung um 1,2% und bei der Gruppe mit positiven Gewinnveränderungen sogar eine Verbesserung um 1,5 % fest. Diese Unterschiede lassen sich im Wesentlichen darauf zurückführen, dass keine der hier zum Vergleich aufgeführten Studien den Einfluss der Aktivierung von Leasing auf den Gewinn explizit untersucht, so dass keine Unterteilung der Stichproben in entsprechende Gruppen vorgenommen wird. Dies könnte laut Duke / Hsieh / Su (2009) zu den Verzerrungen in den Berechnungen führen. Dementsprechend unterschiedlich fallen auch die Ergebnisse der Wissenschaftler bezüglich der Gesamtkapitalrendite aus. Duke / Hsieh / Su (2009) stellen bei der Gruppe mit positiven Gewinnveränderungen eine Verbesserung dieser Kennzahl um 3,8% und bei der zweiten Gruppe eine Verschlechterung um 8,3% fest, wohingegen die Mehrheit anderer Wissenschaftler eine negative Entwicklung beobachtet.

Die oben aufgeführten Ergebnisse zeigen, dass unabhängig von den Unterschieden in den Bilanzierungsvorschriften die Aktivierung der in Operating Leases enthaltenen Zahlungsverpflichtungen und Objekten zu einer starken Verschlechterung essenzieller Kennzahlen führt, die für die Bewertung der Unternehmen herangezogen werden. Dies kann als Indiz dafür aufgefasst werden, dass sich die Manager bei dem Einsatz des Leasings nach bilanzpolitischen Motiven richten. Dennoch stellt sich die Frage, ob die Investoren und Analysten diese Effekte anhand der Anhangangaben in einer Bilanzbereinigung berücksichtigen, denn falls dies zuträfe, erschienen die Vorteile der bilanzneutralen Finanzierung alleine für die Wahl des Leasings unzureichend.

4. Bilanzpolitische Motive: treibender Faktor oder ein Nebeneffekt?

Die Frage, ob Analysten ihre Bewertungen für die bilanzneutralen Positionen der Firmen hinreichend adjustieren, wird in mehreren wissenschaftlichen Studien aufgegriffen. Bereits in den 1970er Jahren deuten viele Untersuchungen darauf hin, dass die bilanzneutralen Verbindlichkeiten und Vermögensgegenstände aus den Operating Leases als zusätzliche Fremdkapitalquelle angesehen werden sollten, da die Berücksichtigung dieser Positionen beispielsweise dazu beitragen könnte, eine mögliche Insolvenz besser vorherzusehen.²⁵

Goodacre (2002) stellt klar, dass die Aktivierung von Leasingobjekten und -verbindlichkeiten nur im Falle der Informationsineffizienz der Märkte die Entscheidungen der Investoren und Analysten beeinflussen können.²⁶ Wenn hingegen die Märkte effizient sind, berücksichtigen sie die im Anhang der Jahresabschlüsse vorhandenen Informationen.

Die Ergebnisse der Studien zum Thema der Informationseffizienz in Bezug auf die Erfassung bilanzneutraler Positionen sind jedoch widersprüchlich. So untersuchen Breton / Taffler (1995), ob die britischen Wertpapieranalysten ihre Unternehmensbewertungen für die neun Arten der so genannten kreativen Buchführung, u.a. den Operating Leases, adjustieren.²⁷ Dabei wählen die Wissenschaftler zwei Unternehmen aus, die keinerlei Maßnahmen zur Verschönerung

²⁵ Vgl. Elam (1975), S. 25.

²⁶ Vgl. Goodacre (2002), S. 61.

²⁷ Vgl. Breton / Taffler (1995).

ihrer Jahresabschlüsse ergreifen. Diese Jahresabschlüsse werden auf unterschiedliche Art modifiziert, so dass sie nun verschiedene Kombinationen der definierten Arten der kreativen Bilanzierung aufweisen, und den Testpersonen zur Analyse vorgelegt. Breton / Taffler (1995) kommen zu dem Ergebnis, dass die Analysten ihre Bewertungen nicht bzw. nur geringfügig in Hinblick auf die Maßnahmen zur Bilanzverschönerung anpassen, was jedoch nicht auf die Unfähigkeit der Analysten, diese Maßnahmen zu erkennen, zurückzuführen ist. Vielmehr finden die Wissenschaftler mögliche Erklärungsansätze darin, dass die Analysten auf Bullenmärkten am Verkauf der Aktien interessiert sind, so dass sie keine Anreize haben, ihre Bewertungen durch entsprechende Adjustierungen zu verschlechtern. Für Bärenmärkte sind hingegen detaillierte Analysen von großer Bedeutung. Da aber die Analysten häufig anhand der Genauigkeit ihrer Prognosen der ausgewiesenen Gewinne entlohnt werden, kommen Breton / Taffler (1995) zu dem Schluss, dass diese dementsprechend nicht immer genug Anreize finden, die tatsächliche wirtschaftliche Lage der Unternehmen vorherzusagen.

Diese Ergebnisse sind teilweise konsistent mit den Erkenntnissen der Studie von Lim / Mann / Mikov (2003), in der die Berücksichtigung der bilanzneutralen Finanzierung durch den Kapitalmarkt untersucht wird.²⁸ Die Wissenschaftler kommen zu dem Schluss, dass während Operating Leases für die Erstellung eines Kreditratings im Vergleich zum konventionellen Fremdkapital eine eher untergeordnete Rolle spielen, sie durch den Kapitalmarkt bei der Festlegung der Anleihenrenditen vollständig berücksichtigt werden. Lim / Mann / Mikov (2003) stellen somit fest, dass zwar einzelne Analysten den Einfluss von Operating Leases auf den Verschuldungsgrad der Unternehmen in ihre Bewertungen nicht einkalkulieren. Allerdings wird die Verzinsung der Anleihen auf dem Kapitalmarkt durch den tatsächlichen Leverage, der auch die bilanzneutralen Positionen berücksichtigt, bestimmt.

Auch Imhoff / Lipe / Wright (1993) behaupten, dass die Berücksichtigung der bilanzneutralen Finanzierung vom Verwendungszweck des Jahresabschlusses

²⁸ Vgl. Lim / Mann / Mikov (2003).

abhängt.²⁹ So stellen die Wissenschaftler fest, dass der Kapitalmarkt die nur im Anhang aufgeführten Leasingverbindlichkeiten in die Bewertung des Aktienrisikos einkalkuliert. Die Berechnung der Entlohnung der Manager erfolgt hingegen anhand der in der Bilanz ausgewiesenen Zahlen, so dass die möglichen Verzerrungen der Profitabilitätskennzahlen, die häufig zur Bestimmung der Kompensationshöhe verwendet werden, nicht berücksichtigt werden.

Ely (1995) baut auf der Studie von Imhoff / Lipe / Wright (1993) auf und führt eine industrieübergreifende Analyse durch, wobei sie untersucht, ob die Investoren bei der Schätzung des Eigenkapitalrisikos Korrekturen für die bilanzneutralen Leasingverbindlichkeiten und -objekte vornehmen.³⁰ Dabei bewertet die Wissenschaftlerin das Eigenkapitalrisiko mit Hilfe des Verschuldungsgrades und der Gesamtkapitalrendite. Sie verwendet außerdem zwei Methoden zur Adjustierung der Operating Leases, um testen zu können, welche von diesen Methoden die Analysten einsetzen.

Die erste Methode stellt eine Aktivierung der bilanzneutralen Positionen mithilfe von Barwerten der Mindestleasingzahlungen dar. Die zweite ist eine Heuristik, welche zuzüglich zu den Mindestleasingzahlungen auch die in den Leasingraten enthaltenen Eventualzahlungen berücksichtigt, in dem sie die laufenden Leasingraten mit einer Konstante multipliziert. Ely (1995) stellt fest, dass die Investoren den Verschuldungsgrad und die Gesamtkapitalrendite entsprechend der bilanzneutralen Leasingverbindlichkeiten und -objekte adjustieren, indem sie die erste Methode verwenden. Die Wissenschaftlerin kommt außerdem zu dem Schluss, dass die Investoren das Eigentumsrisiko vernachlässigen und das Leasing aus der Perspektive des Besitzerrechts betrachten. Zu diesem Ergebnis kommen auch Beattie / Goodacre / Thomson (2000) in ihrer Analyse britischer Firmen.³¹ Konsistent mit den Schlussfolgerungen von Imhoff / Lipe / Wright (1993) und Ely (1995) stellen die Wissenschaftler fest, dass der Kapitalmarkt bei der Bewertung des Eigenkapitalrisikos die Adjustierungen für Operating Leases vornimmt. Jedoch kommen Beattie / Goodacre / Thomson (2000) zu dem Schluss, dass die Risiken aus der bilanzneutralen Finanzierung durch

²⁹ Vgl. Imhoff / Lipe / Wright (1993).

³⁰ Vgl. Ely (1995).

³¹ Vgl. Beattie / Goodacre / Thomson (2000).

den Markt wesentlich niedriger eingestuft werden als solche aus dem konventionellen Fremdkapital. So stellen die Wissenschaftler zwar fest, dass der Kapitalmarkt Operating Leases in die Bewertung des Eigenkapitalrisikos mit einbezieht, die Genauigkeit dieser Adjustierungen wird jedoch in keiner der Studien untersucht.

Die hier zitierten Wissenschaftler kommen demnach zu dem Schluss, dass die Märkte effizient sind und die bilanzneutralen Positionen berücksichtigen, einzelne Analysten und Investoren dies jedoch nicht tun. Es könnte also sein, dass die Manager einen Anreiz haben, die Vorteile der bilanzneutralen Finanzierung durch den Einsatz der Operating Leases zu nutzen und somit ihren Unternehmen bessere Bewertungen seitens einzelner Kapitalmarktteilnehmer zu sichern.

5. Zusammenfassung

Die Ergebnisse der oben aufgeführten Studien bestätigen die Vermutung, dass sich die Aktivierung von Leasingverbindlichkeiten und -objekten oft negativ auf wichtige Kennzahlen auswirkt, zur Verschlechterung des Ratings sowie zum Bruch der Kreditvereinbarungsklauseln (Covenants) und damit verbunden zu hohen Kosten führt. Die Untersuchungen zur Reaktion der Unternehmen auf die Einführung des SFAS 13, der zur Aktivierung der Finance Leases verpflichtet, zeigen außerdem, dass sich die Unternehmen der möglichen negativen Folgen bewusst sind. So stellen Imhoff / Thomas (1988) u.a. fest, dass der Übergang zu den neuen Bilanzierungsstandards in den USA eine Erhöhung der Volumina der Operating Leases mit sich brachte.³² Eine gleiche Tendenz wurde auch auf dem britischen Markt beobachtet. Dies kann als Hinweis dazu dienen, dass Unternehmen das Leasing mit dem Ziel einsetzen, einen Teil ihrer Verpflichtungen nicht in die Bilanz aufzunehmen.

Diese Schlussfolgerung wird auch durch die Konsistenz der Ergebnisse der Studien aus unterschiedlichen Ländern bezüglich der Auswirkung der Leasingaktivierung auf die Kennzahlen gestärkt. Diese Ergebnisse zeigen, dass die Aktivierung der bilanzneutralen Leasingobjekte und -verbindlichkeiten in den meisten Fällen negativen Einfluss auf die Unternehmenskennzahlen hat. So

³² Vgl. Imhoff / Thomas (1988).

kann sich die Bonität der Unternehmen drastisch verschlechtern, was in Zusammenhang damit, dass die Analysten der Ratingagenturen keine bzw. nur geringfügige Korrekturen für die bilanzneutralen Leasingpositionen vornehmen, gravierende Folgen für die Unternehmen haben könnte. In keiner der oben aufgeführten Studien wird jedoch explizit gezeigt, wie genau sich die Leasingaktivierung auf die Kreditratings auswirkt und wie stark die Unternehmen dabei abgestuft werden könnten. Demnach erscheint es sinnvoll zu sein, diese Thematik in zukünftigen Forschungen detaillierter zu untersuchen.

Hinweise darauf, dass der Kapitalmarkt die bilanzneutralen Leasingpositionen bei der Preisfindung berücksichtigt, könnten die Aussage über die Maßgeblichkeit der bilanzpolitischen Motive für die Wahl des Leasings zunächst abschwächen. Jedoch kann es eine Rolle für die Festlegung der Leasingvolumina spielen, dass Entscheidungen einzelner Analysten sowie die Festlegung der Managerentlohnung nur von den in der Bilanz ausgewiesenen Zahlen abhängen. Die Vorteile der bilanzneutralen Finanzierung für die Unternehmen könnte also eine maßgebliche Rolle für die Attraktivität des Leasings spielen.

Die mit dem Zusammenbruch von Enron verbundene und in dieser Arbeit kurz angesprochene Verschärfung der Bilanzierungsregeln für Leasing wird möglicherweise zur Folge haben, dass in der Zukunft alle Leasingarten aktiviert werden müssen. Daher ist es von großem Interesse, ob die Unternehmen den Einsatz des Leasings nach der eventuellen Einführung dieser Vorschrift tatsächlich stark reduzieren würden, da dies einen entscheidenden Beweis für das in dieser Arbeit gezogene Fazit liefern würde.

6. Literaturverzeichnis

Beattie, Vivien / Edwards, Keith / Goodacre, Alan (1998): The Impact of Constructive Operating Lease Capitalisation on Key Accounting Ratios, in: *Accounting and Business Research*, 28. Jg., S. 233-254.

Beattie, Vivien / Goodacre, Alan/ Thomson, Sarah (2000): Recognition versus Disclosure: An Investigation of the Impact on Equity Risk Using UK Ope-

rating Lease Disclosures, in: *Journal of Business, Finance and Accounting*, 27. Jg., S. 1185-1224.

Bennett, Bruce K. / Bradbury, Michael E. (2003): Capitalizing Non-cancelable Operating Leases, in: *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14. Jg., S. 101-114.

Breton, Gaétan / Taffler, Richard J. (1995): Creative Accounting and Investment Analyst Response, in: *Accounting and Business Research*, 25. Jg., S. 81-92.

Duke, Joanne C. / Hsieh, Su-Jane / Su, Yuli (2009): Operating and Synthetic Leases: Exploiting Financial Benefits in the Post-Enron Era, in: *Advances in Accounting*, 25. Jg., S. 28-39.

Elam, Rick (1975): The Effect of Lease Data on the Predictive Ability of Financial Ratios, in: *The Accounting Review*, 50. Jg., S. 25-42.

El-Gazzar, Samir M. / Jaggi, Bikki L. (1997): Transition Period of Mandated Accounting Changes – Timing of Adoption and Economic Consequences: The Case of SFAS No. 13, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 24. Jg., S. 293-307.

Ely, Kirsten M. (1995): Operating Lease Accounting and the Market's Assessment of Equity Risk, in: *Journal of Accounting Research*, 33. Jg., S. 397-415.

Financial Accounting Standards Board (FASB) (1976): Accounting for Leases. Statement of Financial Accounting Standards No. 13.

Fülbier, Rolf Uwe / Silva, Jorge Lirio/ Pferdehirt, Marc Henrik (2008): Impact of Lease Capitalization on Financial Ratios of Listed German Companies, in: *Schmalenbach Business Review*, 60. Jg., S. 122-144.

- Goodacre, Alan (2002): Assessing the Potential Impact of Lease Accounting Reform: A Review of the Empirical Evidence, in: Journal of Property Research, 20. Jg., S. 49-66.
- Imhoff, Jr. Eugene A. / Thomas, Jacob K. (1988): Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change, in: Journal of Accounting and Economics, 10. Jg., S. 277-310.
- Imhoff, Jr. Eugene A. / Lipe, Robert C. / Wright, David W. (1991): Operating Leases: Impact of Constructive Capitalization, in: Accounting Horizons, 5. Jg., Heft 1, S. 51-63.
- Imhoff, Jr. Eugene A. / Lipe, Robert C. / Wright, David W. (1993): The Effects of Recognition Versus Disclosure on Shareholder Risk and Executive Compensation, in: Journal of Accounting, Auditing and Finance, 8. Jg., S. 335-368.
- Imhoff, Jr. Eugene A. / Lipe, Robert C. / Wright, David W. (1997): Operating Leases: Income Effects of Constructive Capitalization, in: Accounting Horizons, 11. Jg., Heft 2, S. 12-32.
- Lim, Steve C. / Mann, Steven C. / Mihov, Vassil T. (2003): Market Evaluation of Off-Balance Sheet Financing: You Can Run but You Can't Hide, Working Paper, Texas Christian University.
- Weidner, Donald J. (2000): Synthetic Leases: Structured Finance, Financial Accounting and Tax Ownership, Working Paper, Florida State University, College of Law.