

Stöckl, Matthias

**Working Paper**

## Fremdkapitalquoten in Europa: Ein Ländervergleich

Working Papers in Economics and Finance, No. 2010-04

**Provided in Cooperation with:**

Department of Social Sciences and Economics, University of Salzburg

*Suggested Citation:* Stöckl, Matthias (2010) : Fremdkapitalquoten in Europa: Ein Ländervergleich, Working Papers in Economics and Finance, No. 2010-04, University of Salzburg, Department of Social Sciences and Economics, Salzburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/71861>

**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.*



# FREMDKAPITALQUOTEN IN EUROPA: EIN LÄNDERVERGLEICH

MATTHIAS STÖCKL

WORKING PAPER No. 2010-04



**WORKING PAPERS** IN  
ECONOMICS AND FINANCE

# **Fremdkapitalquoten in Europa:**

## **Ein Ländervergleich**

*MMag. Matthias Stöckl<sup>1</sup>*

*Dezember 2009*

Die Eigenkapitalausstattung von österreichischen Unternehmen wird in der wirtschaftspolitischen Diskussion als zu gering eingestuft. Die daraus resultierende übermäßige Verwendung von Fremdkapital wird in Krisenzeiten als schädlich für die finanzielle Stabilität von Unternehmen angesehen. Dieser Beitrag untersucht, ob die Verwendung von Fremdkapital in Österreich im Vergleich zu anderen europäischen Ländern als überhöht einzustufen ist. Zusätzlich soll gezeigt werden, dass die in den letzten Jahren durchgeführten Körperschaftsteuersenkungen in den Mitgliedstaaten der EU überwiegend eine Reduktion der Fremdkapitalquoten mit sich gebracht haben. Beide Fragestellungen werden mithilfe der AMADEUS Datenbank analysiert. Die hierbei verwendete Stichprobe enthält Bilanzinformationen von rund 457.000 Unternehmen aus 24 europäischen Ländern. Die Ergebnisse zeigen, dass das Finanzierungsverhalten österreichischer Unternehmen dem europäischen Durchschnitt entspricht. Nach einer Reduktion der Körperschaftsteuer konnte mehrheitlich ein Anstieg des Eigenkapitalanteils beobachtet werden.

---

<sup>1</sup> MMag. Matthias Stöckl ist Universitätsassistent am Fachbereich für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften an der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Salzburg. Der Autor bedankt sich beim Jubiläumsfond der Österreichischen Nationalbank (Projekt Nr. 12459) für die finanzielle Unterstützung.  
Kontakt: Matthias.Stoeckl@sbg.ac.at

## 1. Einleitung

Die Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen war in den letzten Jahren regelmäßig Gegenstand der wirtschaftspolitischen Diskussion. Besondere Aufmerksamkeit in der Debatte erhält die Tatsache, dass einheimische Unternehmen einen beträchtlichen Anteil ihrer Investitionen mit Fremdkapital finanzieren. Diese Dominanz der Fremdfinanzierung wird besonders in Krisenzeiten als negativ bewertet, da mit steigendem Fremdkapitalanteil die Abhängigkeit von Fremdkapitalgebern (in Österreich meist Banken) steigt. Ein wesentlicher Nachteil von Fremdkapital liegt dabei in den vertraglich fixierten Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen. In Krisenzeiten werden die knappen Reserven an liquiden Mittel dadurch zusätzlich belastet. Eigenkapital bietet demgegenüber den Vorteil, dass ähnlich rigide Verpflichtungen nicht bestehen. Zusätzlich haftet Eigenkapital bei Verlusten oder im Konkursfall.

Zahlreiche wissenschaftliche Beiträge identifizieren zwei mögliche Hauptgründe für die als übermäßig und schädlich empfundene Verwendung von Fremdkapital in Österreich (vgl. etwa Dirschmid und Waschiczek, 2005). Erstens ist das Körperschaftsteuersystem nicht finanzierungsneutral ausgestaltet,<sup>2</sup> da es für Unternehmen einen Anreiz schafft, vermehrt Fremdkapital einzusetzen. Dieser Vorteil entsteht durch die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen von der Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer (vgl. Modigliani und Miller, 1958, 1963). Eine äquivalente Regelung für Eigenkapitalzinsen fehlt. Diese Asymmetrie gewährt Fremdkapital einen steuerlichen Vorteil. Die Folge ist eine verstärkte Verwendung von Fremdkapital.<sup>3</sup>

Zweitens wird das in Österreich sehr stark ausgeprägte Hausbankenprinzip für die beschriebene Problematik verantwortlich gemacht (vgl. Dirschmid und Waschiczek, 2005). Dieses auch in Deutschland stark ausgeprägte System ist gekennzeichnet durch regen Informationsaustausch zwischen Banken und Unternehmen und eine teilweise über Jahre hinweggehende exklusive Beziehung zwischen Kapitalgeber und -nehmer. Diese enge Verbindung garantiert der Hausbank den Zugang zu privater Information (z.B. mögliche private Grundstücke, die zur Besicherung zur Verfügung stehen können). Dadurch wird eine

---

<sup>2</sup> Ein finanzierungsneutrales Körperschaftsteuersystem diskriminiert nicht zwischen den zur Verfügung stehenden Finanzierungsmitteln (d.h. Eigen- oder Fremdkapital). Das bedeutet, dass der Firmenwert nicht davon beeinflusst wird, ob Investitionen mit Fremd- oder mit Eigenkapital finanziert werden.

<sup>3</sup> Eine Übersicht über die empirische Diskussion gibt Graham (2003).

exaktere Risikoeinschätzung des Unternehmens möglich. Durch die enge Verbindung von Kapitalgeber und –nehmer werden die Kosten, die durch asymmetrische Information entstehen, gesenkt. Der so garantierte Informationsaustausch ermöglicht Unternehmen den Zugang zu höheren und/oder günstigeren Krediten. Zusätzlich kann in Krisenzeiten die Hausbank als letzter Rettungsanker fungieren und kurzfristig liquide Mittel zur Verfügung stellen. Fremdkapital übernimmt in diesem Fall Sicherungsfunktionen, die üblicherweise Eigenkapital zugedacht sind. Eine erhöhte Fremdkapitalquote ist die Folge.

Um beurteilen zu können, ob Unternehmen in Österreich in einem überhöhten Ausmaß Fremdkapital verwenden, kann ein Vergleich von Fremdkapitalquoten in verschiedenen Ländern hilfreich sein. Zu dieser Fragestellung existieren bereits Untersuchungen, deren Ergebnisse aber aufgrund der oft geringen Anzahl von Beobachtungen mit Vorsicht zu interpretieren sind. So untersuchen beispielsweise Rajan und Zingales (1995) ausschließlich die Fremdfinanzierungsstrukturen von börsennotierten Unternehmen in den G7 Staaten.<sup>4</sup> Dirschmid und Waschiczek (2005) analysieren die Determinanten der Eigenkapitalausstattung europäischer Unternehmen mithilfe der BACH Datenbank (vgl. auch Peneder und Pfaffermayr, 1999).<sup>5</sup> In dieser Datenbank sind aggregierte Jahresabschlussdaten von 12 europäischen Ländern in 23 Sektoren (10 davon in der Sachgütererzeugung) enthalten,<sup>6</sup> unterteilt in 3 Größenklassen nach jährlichen Umsätzen.<sup>7</sup> Ein Vorteil der BACH Datenbank liegt in der internationalen Vergleichbarkeit von Finanzierungsstrukturen. Der Nachteil besteht darin, dass nur aggregierte Daten (d.h. es stehen keine firmenspezifischen Bilanzinformationen zur Verfügung) für eine kleine Anzahl von Ländern zur Verfügung stehen.

Aufgrund der beschriebenen Datenprobleme erlauben diese Ländervergleiche ausschließlich Aussagen über die Finanzierungsstruktur der in der Stichprobe enthaltenen Firmen (z.B. börsennotierte Unternehmen). Rückschlüsse auf das Finanzierungsverhalten anderer

---

<sup>4</sup> In der G7 sind die sieben führenden Industrieländer organisiert. Diese umfassen die Vereinigten Staaten von Amerika, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Großbritannien und Kanada.

<sup>5</sup> Die BACH (Bank of Accounts of Companies Harmonised) Datenbank wird von der Europäischen Kommission (GD-ECFIN) in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss der Bilanzzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt.

<sup>6</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Finnland, Italien, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden und Spanien.

<sup>7</sup> Kleine Unternehmen weisen Umsätze bis zu 7 Mio. Euro aus. Große Unternehmen erwirtschaften Umsätze größer 40 Mio. Euro. Dazwischen liegen die mittelgroßen Unternehmen.

Unternehmensgruppen (z.B. Kleinunternehmen) sind somit nicht möglich. Der vorliegende Beitrag versucht durch die Verwendung der AMADEUS Datenbank diese Nachteile zu vermeiden.<sup>8</sup> In dieser Datenbank sind die Jahresabschlussdaten von rund 8 Millionen Unternehmen in über 40 europäischen Ländern erfasst. Für die Aufnahme in die Datenbank bestehen keine Größen- oder Rechtsformkriterien (z.B. Mindestumsatz, ausschließlich Kapitalgesellschaft o.ä.). Dadurch werden zusätzliche Einsichten in das Finanzierungsverhalten europäischer Unternehmen aller Größenklassen möglich. Die Anwendung eines harmonisierten Bilanzschemas stellt zudem sicher, dass die Jahresabschlussinformationen auch über alle Rechnungslegungssysteme hinweg vergleichbar sind. Die Vorteile dieser Datenbank liegen daher in der großen Anzahl der zur Verfügung stehenden Beobachtungen und in der Vergleichbarkeit der enthaltenen Daten.

Aufbauend auf den verfügbaren Bilanzdaten wird für jedes Unternehmen dessen Finanzierungsstruktur berechnet. Als Kennzahl für das Finanzierungsverhalten verwenden wir die Fremdkapitalquote, definiert als Quote aus kurz- und langfristigem Fremdkapital zu Gesamtkapital (in Prozent). In einem weiteren Schritt wird diese Information auf Landesebene aggregiert und so die durchschnittliche Fremdkapitalquote der Unternehmen eines Landes berechnet. Um sicher zu stellen, dass diese Fremdkapitalquoten valide Aussagen über das Finanzierungsverhalten der Unternehmen eines Landes ermöglichen, werden in der Stichprobe nur Länder, die mehr als 500 Unternehmen enthalten, betrachtet. Dadurch wird die Vergleichbarkeit auf Länderebene sichergestellt. Aufbauend auf dieser Stichprobe wird ein Vergleich von Finanzierungsstrukturen europäischer Unternehmen in unterschiedlichen Größenklassen durchgeführt.

Anschließend widmet sich der Beitrag der Frage, ob die Körperschaftsteuersenkungen, die in der Mehrzahl der Mitgliedsstaaten der EU in den vergangenen Jahren durchgeführt wurden, das Steuersystem dahingehend finanzierungsneutraler gestaltet haben, als dass durch die Senkung der statutarischen Körperschaftsteuersätze der Anreiz für die Verwendung von Fremdkapital reduziert wurde. Aufbauend auf den Hypothesen der Trade-off Theorie

---

<sup>8</sup> AMADEUS Datenbank (Update 170, November 2008) bereitgestellt vom Bureau van Dijk Electronic Publishing.

(Modigliani und Miller 1958, 1963)<sup>9</sup> ist zu erwarten, dass die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten verringert werden. Dies würde implizit einer Stärkung der Eigenkapitalposition entsprechen.

Der verbleibende Teil der Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Abschnitt 2 beschreibt die in der empirischen Analyse verwendete Stichprobe. Darauf folgend vergleichen wir die Fremdkapitalquoten von Unternehmen in drei Größenklassen in 24 europäischen Ländern. Abschnitt 4 schließlich versucht zu zeigen, dass die Senkung der Körperschaftsteuer einen positiven Einfluss auf die Verwendung von Eigenkapital hat. Abschnitt 5 fasst zusammen.

## **2. Daten**

Die AMADEUS Datenbank enthält Bilanzdaten von rund 8 Millionen Unternehmen aller Größenklassen in 40 europäischen Ländern für die Jahre 1994 bis 2008. Aufgrund von Datenlücken, die vor allem in den Anfangsjahren gravierend sind, kommt ein Querschnitt Datensatz für die Jahre 1999 bis 2007 zur Anwendung. Des Weiteren enthält der hier verwendete Datensatz ausschließlich Daten von aktiven Kapitalgesellschaften in der verarbeitenden Industrie (Industrieklassifikation NACE 15 - 37). Um die Vergleichbarkeit der im Datensatz enthaltenen Unternehmen sicherzustellen, verwenden wir nur Daten aus unkonsolidierten Jahresabschlüssen. Der Fokus der Untersuchung liegt somit auf den Jahresabschlussdaten von Einzelunternehmen. Folglich nehmen wir Unternehmensgruppen von der Untersuchung aus, da diesen zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. interne Kredite der Muttergesellschaft an das Tochterunternehmen) zur Verfügung stehen. Dadurch kann sich das Finanzierungsverhalten systematisch von alleinstehenden Unternehmen unterscheiden.

Des Weiteren schließen wir a priori Nicht-EU Länder von der Untersuchung aus. Diese Vorgehensweise stellt sicher, dass sich die betrachteten Unternehmen in einem homogenen Wirtschaftsraum befinden und somit vergleichbar sind. Für drei der 27 EU Länder (Luxemburg, Malta und Zypern) enthält der Datensatz weniger als 500 Beobachtungen. Wie bereits weiter oben ausgeführt, werden diese Länder von der Analyse ausgeschlossen. In

---

<sup>9</sup> Gemäß dieser Sichtweise wägen die Unternehmen Grenznutzen und Grenzkosten der Verschuldung gegeneinander ab und ermitteln auf diese Weise ihren optimalen Verschuldungsgrad. Nähere Ausführungen dazu finden sich in Abschnitt 4.

einem letzten Schritt führen wir einige Plausibilitätstests durch, um die Qualität der Daten weiter zu erhöhen und um fehlerhafte Einträge aus der Datenbank zu eliminieren. Unternehmen mit negativen Umsätzen werden ebenso entfernt wie Unternehmen mit negativem Gesamtkapital. Unternehmen verbleiben nur im Datensatz, wenn sie Fremdkapitalquoten größer gleich null oder kleiner gleich 100 Prozent ausweisen.

Der hier verwendete Datensatz enthält Jahresabschlussdaten von rund 457.000 Unternehmen in 24 Ländern der EU. Diese Stichprobe unterteilen wir weiter in zwei Untergruppen. Die erste Untergruppe enthält die Länder der EU 15. In der zweiten sind die Länder, die im Zuge der Osterweiterung in die EU aufgenommen wurden, enthalten. In Tabelle 1 findet sich eine Zusammenstellung der Länder inklusive der in den folgenden Abbildungen verwendeten internationalen Abkürzungen und der Anzahl der Beobachtungen (Firmen).

Alle Länder in der Stichprobe verfügen über eine ausreichende Anzahl Beobachtungen, um einen validen Vergleich der Finanzierungsstruktur auf Länderebene anzustellen. Die Ergebnisse der statistischen Auswertung werden im nächsten Abschnitt diskutiert.

### **3. Fremdkapitalquoten in Europa**

Um ein möglichst differenziertes Bild der Finanzierungsaktivitäten in Europa zu erhalten, untersuchen wir die Fremdkapitalquote von Unternehmen in drei Größenklassen. Als Größenindikator wird die Anzahl der Beschäftigten gewählt.<sup>10</sup>

Wir teilen alle im Datensatz enthaltenen Firmen anhand der Anzahl der Beschäftigten in drei Größenklassen ein. Kleine Unternehmen beschäftigen 1 bis 4 Angestellte. In diese Gruppe fallen ca. 114.000 Unternehmen. Das entspricht 25 Prozent der gesamten im Datensatz enthaltenen Unternehmen. Die zweite Größenklasse (d.h. mittelgroße Unternehmen) umfasst rund 229.000 Unternehmen mit 5 bis 26 Beschäftigten (d.h. 50 Prozent der gesamten Unternehmen). In der letzten Klasse befinden sich die 114.000 größten Unternehmen (d.h. 25 Prozent der gesamten Unternehmen) mit 27 oder mehr Beschäftigten.

---

<sup>10</sup> Die Ergebnisse ändern sich nur geringfügig, wenn Umsatz bzw. Gesamtkapital als Größenindikator verwendet werden.

**Tabelle 1:** Stichprobenzusammensetzung auf Länderebene

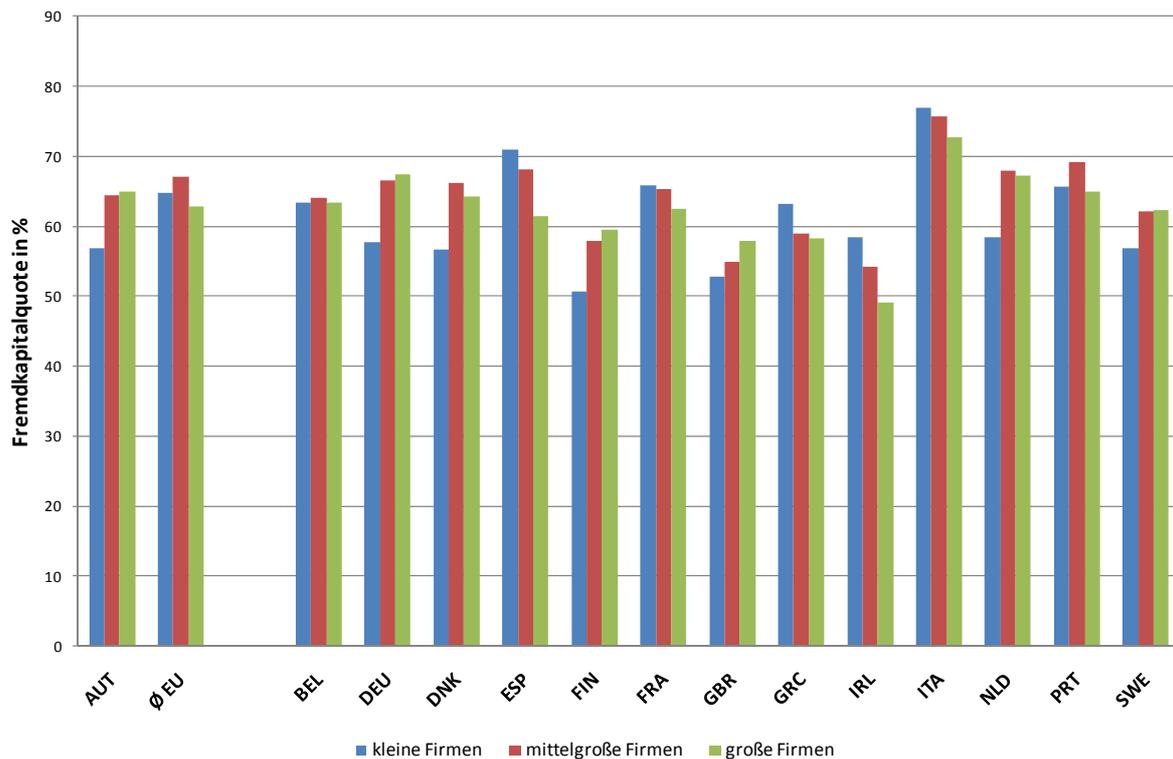
Land	Anzahl d. Beob.		Land	Anzahl d. Beob.	
<b>EU 15<sup>1</sup></b>			<b>Osteuropäische Beitrittsländer<sup>2</sup></b>		
Österreich	AUT	5.696	Bulgarien	BGR	9.875
Belgien	BEL	14.823	Tschechien	CZE	8.552
Deutschland	DEU	11.144	Estland	EST	5.067
Dänemark	DNK	7.276	Ungarn	HUN	7.880
Spanien	ESP	76.723	Litauen	LTU	1.489
Finnland	FIN	8.829	Lettland	LVA	860
Frankreich	FRA	81.724	Polen	POL	9.552
Großbritannien	GBR	14.760	Rumänien	ROM	33.437
Griechenland	GRC	5.132	Slowakei	SVK	1.954
Irland	IRL	3.816	Slowenien	SVN	2.399
Italien	ITA	86.163			
Niederlande	NLD	12.724	<b>Gesamt</b>		457.145
Portugal	PRT	26.878			
Schweden	SWE	20.392			

**Anmerkungen:**<sup>1)</sup> ohne Luxemburg<sup>2)</sup> ohne Malta und Zypern

In Abbildung 1a und 1b finden sich die Ergebnisse der statistischen Auswertung. In Abbildung 1a sind die Länder der EU 15 (ohne Luxemburg) abgetragen. Abbildung 1b enthält die Länder, die im Zuge der zwei Osterweiterungen als Mitglieder in die EU aufgenommen wurden (ohne Malta und Zypern). Um den Vergleich mit Österreich und der EU zu vereinfachen sind die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten Österreichs und der EU jeweils links abgetragen.

Die durchschnittliche Fremdkapitalquote für kleine Unternehmen liegt bei ca. 65 Prozent. Mittelgroße Unternehmen finanzieren sich zu rund 67 Prozent mit Fremdkapital. Große Unternehmen hingegen verringern die Verwendung von Fremdkapital auf durchschnittlich 63 Prozent. Die Unterschiede zwischen den drei Größenklassen sind statistisch signifikant. Demnach finanzieren große Unternehmen im Vergleich zu kleinen und mittelgroßen Firmen einen geringeren Anteil ihrer Investitionen mit Fremdkapital. Diese Entwicklung kann dadurch erklärt werden, dass große Unternehmen über höhere Gewinnrücklagen verfügen, welche die Eigenkapitalposition stärken (vgl. Graham, 1999). Es ist auch denkbar, dass diese Unternehmen besseren Zugang zum Eigenkapitalmarkt haben, beispielsweise aufgrund

geringerer Informationsasymmetrien im Vergleich zu kleinen und mittelgroßen Unternehmen, und daher mehr Eigenkapital verwenden (vgl. Gordon und Lee, 2001). Insgesamt weisen in 15 der 24 EU-Länder große Unternehmen geringere Fremdkapitalquoten auf als kleine und mittelgroße Firmen, wobei die Reduktion mit knapp 10 Prozent in Irland und Spanien am stärksten ausfällt.



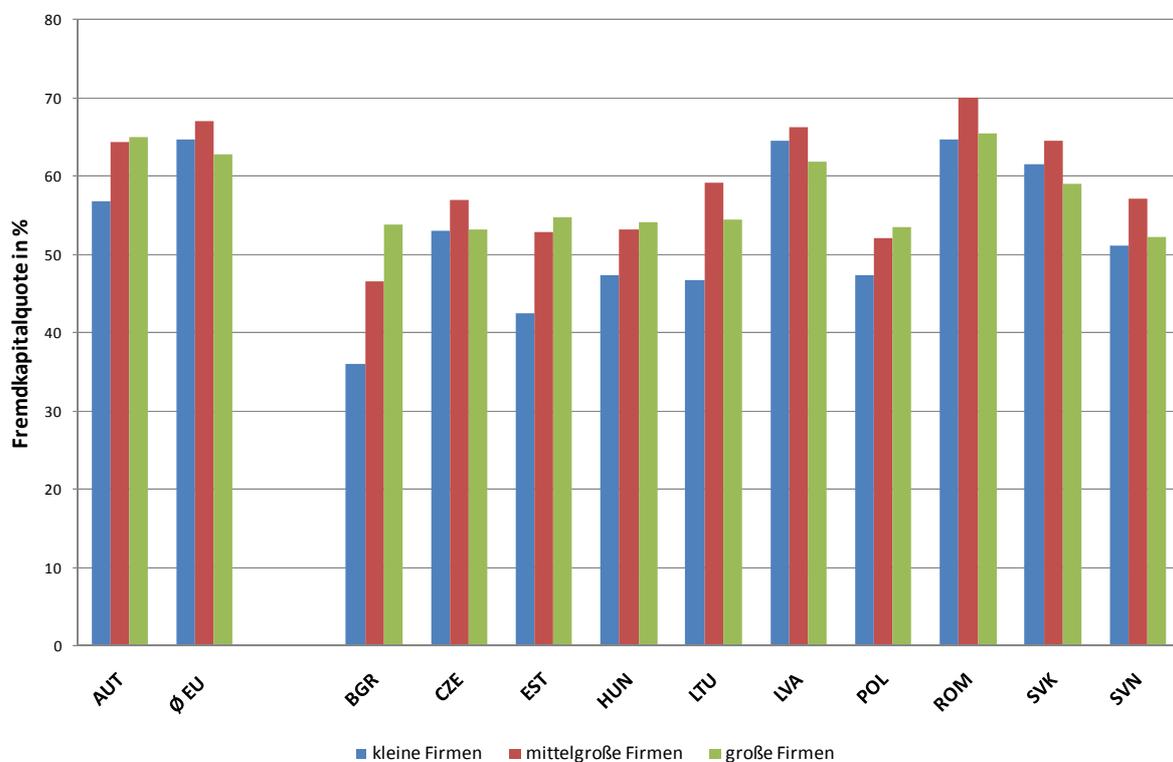
**Anmerkungen:**

Durchschnittliche Fremdkapitalquoten (in Prozent). EU 15 ohne Luxemburg. Kleine Firmen: 1-4 Angestellte. Mittelgroße Firmen: 5-26 Angestellte. Große Firmen: ab 27 Angestellte. Quelle: AMADEUS Datenbank, eigene Berechnungen.

**Abbildung 1a:** Fremdkapitalquoten und Firmengröße EU 15

Die Fremdkapitalquote kleiner Unternehmen schwankt zwischen 77 (Italien) und 36 Prozent (Bulgarien). Große Unternehmen in Italien weisen eine durchschnittliche Fremdkapitalquote von 73 Prozent aus, Unternehmen gleicher Größe in Irland hingegen nur 49 Prozent. Der Schwankungsbereich der Fremdfinanzierung verringert sich dementsprechend bei großen Unternehmen um rund 17 Prozent, d.h. das Finanzierungsverhalten von großen Unternehmen scheint homogener zu sein als bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen.

Zusätzlich ist zu bemerken, dass es klare Unterschiede in den Finanzierungsstrukturen zwischen Ost- und Westeuropa gibt. Dieser Umstand lässt sich am besten durch einen Vergleich mit dem EU Durchschnitt erkennen. Litauen und Rumänien liegen als einzige osteuropäische Länder im EU-Schnitt. Im Gegensatz dazu finanzieren sich die Unternehmen dieser Ländergruppe im Durchschnitt mit weniger Fremdkapital als ihre westeuropäischen Pendanten. Diese Aussagen werden durch einen Vergleich der Schwankungsbereiche in den beiden Ländergruppen bestätigt. In Osteuropa schwankt die durchschnittliche Fremdkapitalquote zwischen 36 und 70 Prozent. Dieser Bereich ist für Westeuropa um rund 10 Prozent nach oben verschoben.



#### Anmerkungen:

Durchschnittliche Fremdkapitalquoten (in Prozent). EU Osterweiterung I und II ohne Malta und Zypern. Kleine Firmen: 1-4 Angestellte. Mittelgroße Firmen: 5-26 Angestellte. Große Firmen: ab 27 Angestellte. Quelle: AMADEUS Datenbank, eigene Berechnungen.

#### Abbildung 1b: Fremdkapitalquoten und Firmengröße EU Osterweiterung I und II

Wie ist aber die Position Österreichs auf europäischer Ebene zu bewerten? Im Vergleich zum EU Durchschnitt scheint es keine auffälligen Abweichungen im Finanzierungsverhalten österreichischer Firmen aller Größenklassen zu geben. Kleine und mittelgroße Unternehmen in Österreich verwenden weniger Fremdkapital als der EU-Durchschnitt, hingegen ist der

Anteil an Fremdkapital bei großen Unternehmen höher als der der europäischen Vergleichsgruppe. Auch auf Länderebene liegt Österreich im westeuropäischen Mittelfeld.

Werden die Länder der osteuropäischen Beitrittsländer in den Vergleich miteinbezogen, zeigt sich der bereits beschriebene Umstand bestätigt, dass Österreich ebenso wie andere westeuropäische Länder durchschnittlich höhere Fremdkapitalquoten ausweisen als osteuropäische Länder. Die Ergebnisse dieser Analyse zeigen, dass das Finanzierungsverhalten von österreichischen Unternehmen durchaus dem europäischen Durchschnitt entspricht. Es kann somit keine besondere Position in Bezug auf eine vermehrte Verwendung von Fremdkapital auf europäischer Ebene bestätigt werden. Trotzdem bleibt anzumerken, dass im EU-Schnitt Unternehmen über 60 Prozent ihrer Investitionen mit Fremdkapital finanzieren. Eine vermehrte Verwendung von Fremdkapital scheint also ein gesamteuropäisches Phänomen zu sein.

#### **4. Unternehmensbesteuerung und Finanzierungsstruktur**

Durch die Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen von der Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer entsteht für Unternehmen bei der Verwendung von Fremdkapital ein Steuervorteil, der für Eigenkapitalzinsen nicht besteht. Dementsprechend erhöhen Unternehmen die Verwendung von Fremdkapital bis zu dem Punkt, an dem sich die marginalen Steuervorteile der Fremdfinanzierung mit den marginalen Kosten, die durch die übermäßige Verwendung von Fremdkapital entstehen (z.B. Konkurskosten), ausgleichen. Dadurch bestimmen Firmen ihren optimalen Verschuldungsgrad. Diese Ergebnisse gehen auf die Beiträge von Modigliani und Miller (1958, 1963) zurück.

Die Höhe des Steuervorteils wird durch zwei Faktoren determiniert. Erstens durch die zur Anrechnung gebrachten Fremdkapitalzinsen und zweitens durch den statutarischen Körperschaftsteuersatz. Je höher der Körperschaftsteuersatz ist, desto wertvoller wird für Unternehmen dieses Steuerschild. Damit steigt der Anreiz, Fremdkapital einzusetzen. Aufbauend auf diesen Überlegungen kann ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe des Körperschaftsteuersatzes und der Fremdkapitalquote erwartet werden.

Dieser Abschnitt untersucht, ob die Verwendung von Fremdkapital in Ländern mit einer höheren Körperschaftsteuerbelastung wie erwartet höher ist. Zusätzlich wird untersucht, ob die Körperschaftsteuersenkungen, die in den vergangenen Jahren in der Mehrzahl der EU-Mitgliedsstaaten durchgeführt wurden, auch zu einer Reduktion der Fremdkapitalanteile geführt haben.

Diese Fragen werden wie folgt beantwortet. In einem ersten Schritt soll gezeigt werden, dass mit zunehmenden KSt Satz auch die Verwendung von Fremdkapital steigt. Anschließend werden die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten der Jahre 2002 und 2006 gegenüber gestellt. Dabei beschränken wir die Stichprobe auf Länder, die im Beobachtungszeitraum ihren nominellen Körperschaftsteuersatz gesenkt haben. Dieser Vergleich soll zeigen, dass gemäß den Hypothesen der Trade-off Theorie, die Verwendung von Fremdkapital zurückgeht, wenn der Wert des Steuerschildes reduziert wird.

Abbildungen 2a und 2b zeigen die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten und statutarischen Steuersätze für die 24 im Sample enthaltenen Länder für die Jahre 1999-2007, aufsteigend sortiert nach dem Körperschaftsteuersatz. Der durchschnittliche statutarische Steuersatz liegt bei 32,6 Prozent, die durchschnittliche Fremdkapitalquote bei rund 65 Prozent. Beachtenswert sind dabei die enormen Schwankungsbreiten der beiden Variablen. Diese liegt bei den Körperschaftsteuersätzen bei knapp 30 Prozent. Irland bringt den geringsten Körperschaftsteuersatz mit 11,4 Prozent zur Anwendung. Im Gegensatz dazu werden Unternehmensgewinne in Deutschland mit einem Körperschaftsteuersatz von ca. 40 Prozent versteuert. Ebenso beachtlich ist die Schwankungsbreite der Fremdkapitalquoten. Diese liegt zwischen 46 Prozent (Bulgarien) und knapp unter 75 Prozent (Italien). Österreich bewegt sich auch bei diesen beiden Kennzahlen im Mittelfeld der EU Mitgliedsstaaten.

Große Unterschiede in den Körperschaftsteuersätzen lassen sich bei einem Vergleich von west- und osteuropäischen Ländern finden. Abgesehen von Finnland, Irland und Schweden, verwenden alle Staaten der EU 15 Steuersätze, die über jenen der osteuropäischen Beitrittsländer liegen. Des Weiteren ist zu bemerken, dass osteuropäische Länder einen geringeren Anteil ihrer Investitionen über Fremdkapital finanzieren. In Verbindung mit den geringen Körperschaftsteuersätzen in den osteuropäischen Ländern kann hier ein erster

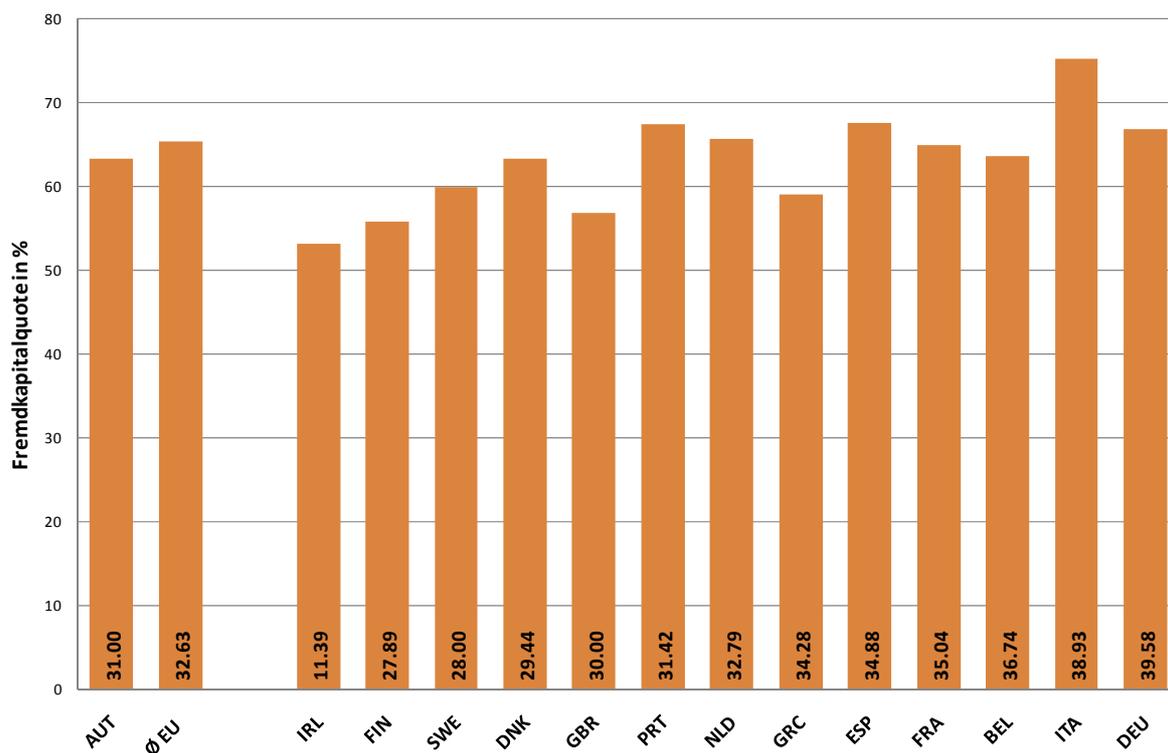
Hinweis auf den positiven Zusammenhang zwischen Fremdkapital und Körperschaftsteuer attestiert werden. Besonders augenscheinlich wird das bei einem Vergleich der beiden Ländergruppen mit dem EU Durchschnitt. Hierbei ist zu erkennen, dass in den osteuropäischen Beitrittsländern einzig Rumänien eine Fremdkapitalquote über dem EU Schnitt ausweist. Dennoch zeigt eine Gegenüberstellung von Ländern mit vergleichbaren Körperschaftsteuersätzen (z.B. Schweden, Finnland, Großbritannien und Tschechien), dass diese vergleichbare Fremdkapitalquoten aufweisen.

Ausgehend von den zuvor angestellten theoretischen Überlegungen kann erwartet werden, dass mit steigendem Körperschaftsteuersatz auch die Verwendung von Fremdkapital zunimmt. Diese Vermutung lässt sich durch Abbildung 2a und 2b nicht eindeutig bestätigen.

Für die Länder der EU 15 ist ein positiver Zusammenhang zwischen der Höhe des statutarischen Körperschaftsteuersatzes und der Fremdkapitalquote zu erkennen. Die einzigen Ausnahmen bilden Belgien und Griechenland, die trotz hoher Körperschaftsteuersätze Fremdkapitalquoten unter dem EU Durchschnitt aufweisen. Der insgesamt leichte Aufwärtstrend entspricht den theoretischen Erwartungen. Dementsprechend weisen Länder mit den höchsten Körperschaftsteuersätzen auch die höchsten Fremdkapitalquoten aus (z.B. Italien und Deutschland).

Anders stellt sich die Lage für die osteuropäischen Beitrittsländer dar. Trotz einer ähnlich hohen Schwankungsbreite der Körperschaftsteuersätze, weisen diese nur relativ geringe Schwankungsbreiten in den Fremdkapitalquoten aus (ausgenommen Bulgarien und Rumänien). Eine positive Verbindung zwischen Körperschaftsteuersatz und Fremdkapitalquote lässt sich für diese Ländergruppe nicht so klar ausmachen wie für die Gruppe der EU 15.

Obwohl es erste Anzeichen für den erwarteten positiven Zusammenhang zwischen Fremdkapitalquote und Unternehmensbesteuerung gibt, lassen sich aus dieser grafischen Analyse noch keine eindeutigen Rückschlüsse ziehen.



**Anmerkungen:**

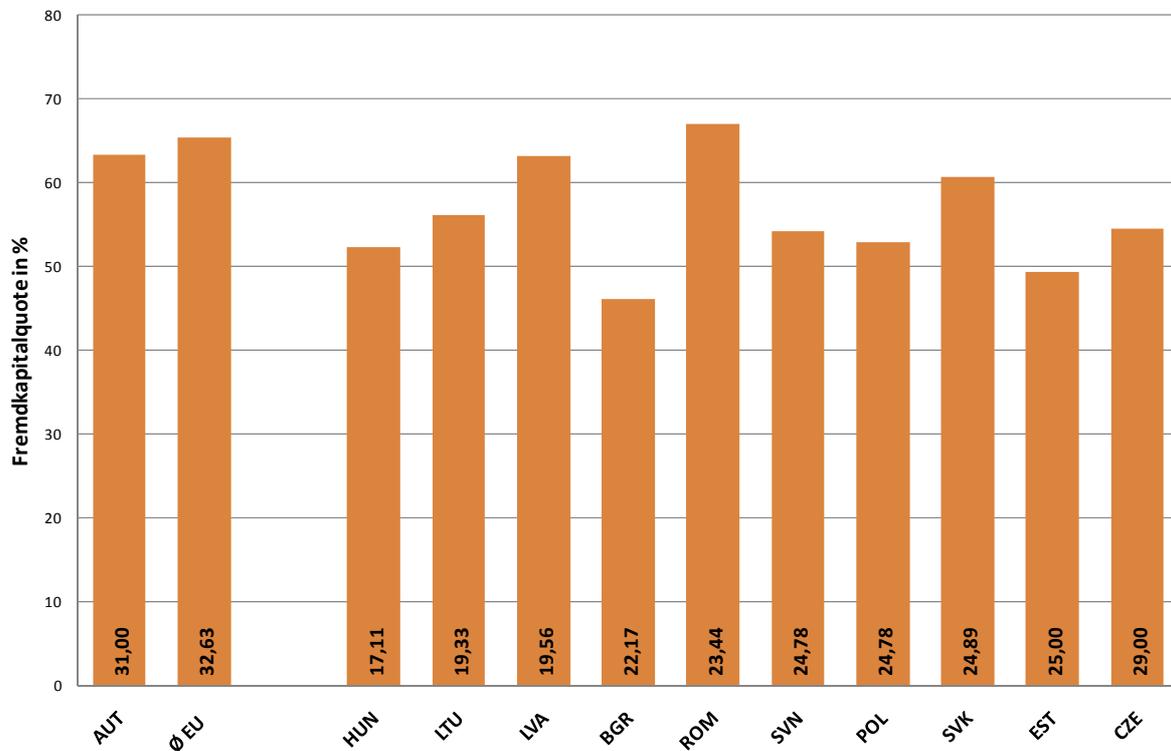
Durchschnittliche Fremdkapitalquoten (in Prozent). EU 15 ohne Luxemburg. Die Werte in den Säulen entsprechen den durchschnittlichen statutarischen Körperschaftsteuersätzen (in Prozent) für die Jahre 1999-2007. Quelle: AMADEUS Datenbank, eigene Berechnungen.

**Abbildung 2a:** Fremdkapitalquoten und statutarische Steuersätze (1999-2007)

Um zusätzliche Hinweise für den erwarteten Zusammenhang zwischen Fremdkapital und Körperschaftsteuer zu erhalten, werden wir im nächsten Schritt untersuchen, ob Unternehmen bei Änderungen der nominellen Körperschaftsteuersätze ihre Finanzierungsstruktur wie erwartet anpassen. Dazu vergleichen wir die statutarischen Körperschaftsteuersätze und durchschnittlichen Fremdkapitalquoten in den Jahren 2002 und 2006.

Dabei wird der Fokus auf Länder gelegt, die die Unternehmenssteuerbelastung verringert haben (d.h. den statutarischen Steuersatz reduziert haben), da in diesem Zeitraum lediglich sieben Länder ihre Körperschaftsteuersätze konstant gehalten bzw. erhöht haben. In dieser Ländergruppe haben nur Irland und Lettland ihre Unternehmenssteuersätze um mehr als einen

Prozentpunkt erhöht (um 2,5 respektive 4 Prozent).<sup>11</sup> In Deutschland, Großbritannien, Schweden, Slowenien und Spanien blieben die Körperschaftsteuersätze konstant (i.e. Änderung <0,3 Prozent).<sup>12</sup> In den verbleibenden 17 EU Mitgliedsstaaten wurde eine Senkung der Steuersätze um mindestens 1 Prozentpunkt durchgeführt.<sup>13</sup>



#### Anmerkungen:

Durchschnittliche Fremdkapitalquoten (in Prozent). EU Osterweiterung I und II ohne Malta und Zypern. Die Werte in den Säulen entsprechen den durchschnittlichen statutarischen Körperschaftsteuersätzen (in Prozent) für die Jahre 1999-2007. Quelle: AMADEUS Datenbank, eigene Berechnungen.

#### Abbildung 2b: Fremdkapitalquoten und statutarische Steuersätze (1999-2007)

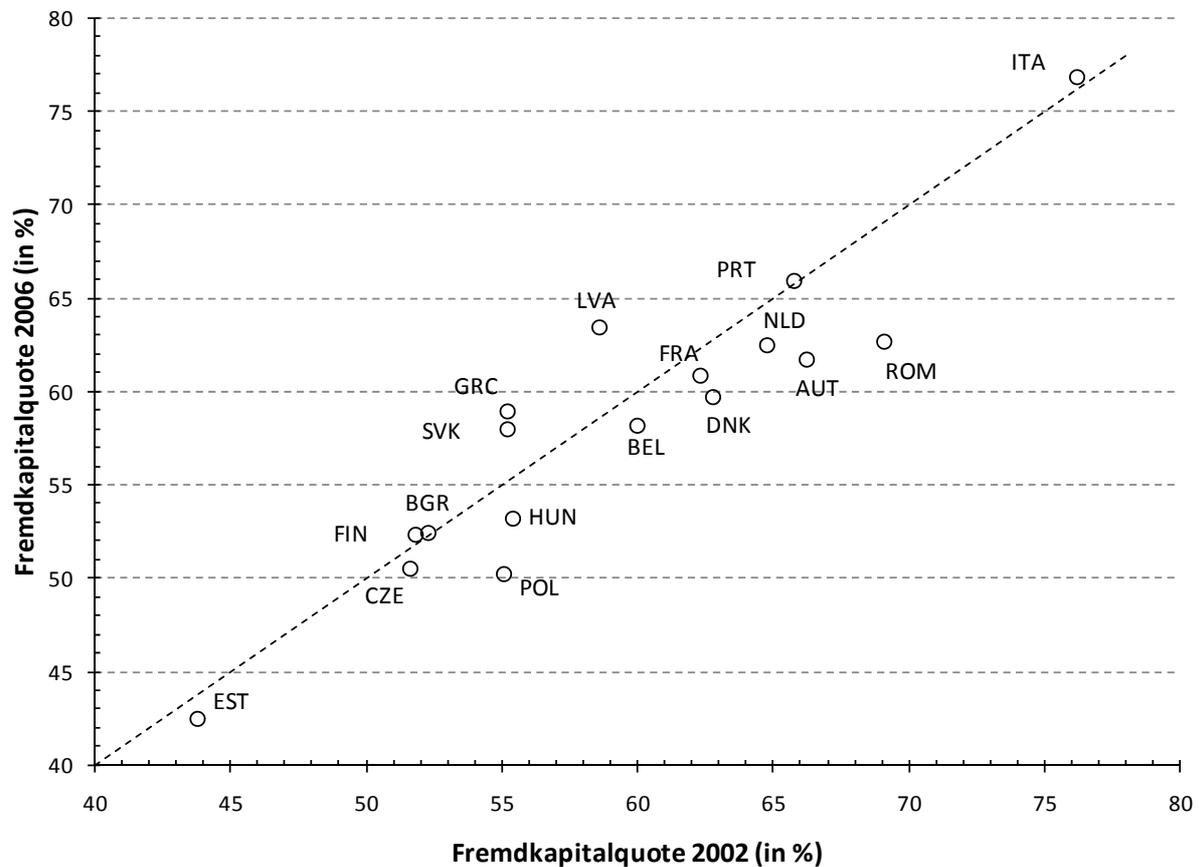
Aufbauend auf den theoretischen Erwartungen sollten Unternehmen in diesen Ländern die Verwendung von Fremdkapital reduzieren, da die Bedeutung von Fremdkapitalzinsen als Steuerschild durch die Steuersatzsenkung reduziert wurde. Um diese Erwartung zu überprüfen

<sup>11</sup> Die durchschnittliche Fremdkapitalquote ging in Irland um 4 Prozent zurück, wohingegen Lettland einen Anstieg von ca. 8 Prozent zu verzeichnen hatte.

<sup>12</sup> Mit Ausnahme von Deutschland, das einen Rückgang der durchschnittlichen Fremdkapitalquote um rund 5 Prozent ausweist, veränderte sich erwartungsgemäß das Finanzierungsverhalten in dieser Ländergruppe nicht (d.h. die Änderung der Fremdkapitalquote ist betragsmäßig kleiner 1 Prozent).

<sup>13</sup> In diese Gruppe fallen neben Österreich auch Belgien, Bulgarien, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Lettland, Italien, die Niederlande, Polen, Portugal, Rumänien, die Slowakei, Tschechien und Ungarn.

vergleichen wir die Fremdkapitalquoten dieser Länder in den Jahren 2002 und 2006. In Abbildung 3 werden die Ergebnisse dieses Vergleichs grafisch dargestellt.



**Anmerkungen:**

Durchschnittliche Fremdkapitalquoten (in Prozent) in den Jahren 2002 und 2006. Quelle: AMADEUS Datenbank, eigene Berechnungen.

**Abbildung 3:** Fremdkapitalquoten in den Jahren 2002 und 2006

In der Abbildung befinden sich die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten jener 17 Länder abgetragen, die ihren Körperschaftsteuersatz zwischen den Jahren 2002 und 2006 reduziert haben. Aus der Grafik kann der folgende Schluss gezogen werden. In Ländern, die sich links bzw. auf der 45 Grad Linie befinden sind die durchschnittlichen Fremdkapitalquoten trotz einer Senkung der Körperschaftsteuer konstant geblieben oder sogar gestiegen. Dazu zählen Bulgarien, Finnland, Griechenland, Italien, Lettland, Portugal und die Slowakei. Bemerkenswert ist dieser Befund, da diese Ländergruppe relative starke Körperschaftsteuersenkungen zwischen 3 und 8,5 Prozent durchgeführt haben. Dieses Ergebnis widerspricht den theoretischen Erwartungen.

Die übrigen 10 Länder, in denen eine Senkung der Körperschaftsteuer stattgefunden hat, verzeichnen aber wie erwartet eine Reduktion der durchschnittlichen Fremdkapitalquote. In dieser Ländergruppe befinden sich neben Österreich auch Belgien, Dänemark, Estland, Frankreich, die Niederlande, Polen, Rumänien, Tschechien und Ungarn. Für diese Länder beträgt die durchschnittliche Steuersatzsenkung 5,3 Prozent und ist verbunden mit einer durchschnittlichen Reduktion der Fremdkapitalquote von 2,9 Prozent. Für Österreich lässt sich festhalten, dass die Reduktion der Körperschaftsteuer von 34 auf 25 Prozent im Jahr 2005 zu einer durchschnittlichen Reduktion der Fremdkapitalquote von 4,5 Prozent führte. Bemerkenswert ist, dass Länder mit einem ähnlichen Rückgang in der Körperschaftsteuerbelastung (z.B. Polen und Rumänien) ähnlich starke Rückgänge in der Verwendung von Fremdkapital verzeichnen.

## **5. Zusammenfassung**

Die Eigenkapitalausstattung österreichischer Unternehmen wird als unzureichend eingestuft. Dieser Umstand kann sich möglicherweise in Krisenzeiten als Nachteil für österreichische Unternehmen erweisen. Ein Vergleich mit Unternehmen in anderen europäischen Ländern kann helfen, Rückschlüsse darüber zu erhalten, ob österreichische Unternehmen tatsächlich überschuldet sind. Diese Fragestellung wurde bereits in zahlreichen Beiträgen behandelt, wobei aufgrund von Datenproblemen die Ergebnisse mit Vorbehalt zu interpretieren sind. Durch die Verwendung der AMADEUS Datenbank, die Bilanzinformationen von europäischen Unternehmen aller Größenklassen enthält, kann ein valider Vergleich auf Länderebene durchgeführt werden.

Die Ergebnisse der statistischen Analyse zeigen, dass die Finanzierungsstruktur österreichischer Unternehmen aller Größenklassen weitgehend dem europäischen Durchschnitt entspricht und keine Alleinstellungsposition Österreichs in der Verwendung von Fremdkapital ausgemacht werden kann.

Zusätzlich wurde gezeigt, dass bei einer Reduktion der Körperschaftsteuer Unternehmen in den meisten Fällen auch mit einer Reduktion des verwendeten Fremdkapitals reagieren. In

diesem Zusammenhang muss festgehalten werden, dass die Reduktion in Österreich eine merkliche Stärkung der Eigenkapitalposition von hier ansässigen Unternehmen gebracht hat.

## Literaturverzeichnis

**Dirschmid, W.; Waschiczek, W., 2005.** Institutionelle Determinanten der Eigenkapitalbildung in Österreich. *Finanzmarktstabilitätsbericht der OeNB* 9, 81-98.

**Gordon, R.H.; Lee, Y., 2001.** Do Taxes affect corporate debt policy? Evidence from U.S. corporate tax return data. *Journal of Public Economics* 82, 195-224.

**Graham, J.R., 1999.** Do personal taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Public Economics* 73, 147-185.

**Graham, J.R., 2003.** Taxes and Corporate Finance: A Review. *The Review of Financial Studies* 16, 1075-1129.

**Modigliani, F.; Miller, M.H., 1958.** The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48, 261-297.

**Modigliani, F.; Miller, M.H., 1963.** Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53, 433-443.

**Peneder, M.; Pfaffermayr, M., 2005.** Selbstfinanzierungskraft und Kapitalausstattung im internationalen Vergleich. *WIFO Monatsbericht* 3/1999, 177-186.

**Rajan, R. G.; Zingales, L. 1995.** What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421-1460.

**Debt to Asset Ratios in Europe:****A Cross-Country Comparison based on Firm Level Data**

The equity capitalization of Austrian companies is often criticized for being insufficient to guarantee financial security especially in times of financial distress. This paper contributes to this debate by comparing debt to asset ratios in 24 European countries. Additionally, we examine if the reductions in the nominal corporate tax rates implemented over the last years in 17 European countries were accompanied by an increase in the share of equity financed investments as hypothesized by trade-off theory. The empirical analysis builds on a sample of 457.000 European firms as compiled by the AMADUES database. The results can be summarized as follows. Capital structures of Austrian firms are broadly in line with other European countries contradicting the notion of Austrian firms relying excessively on debt to finance investment. Furthermore, we find that the majority of countries which lowered the corporate tax rate saw also a reduction in the average debt to asset ratio backing theoretical expectations.