Editorial

Diese Ausgabe enthält vier Beiträge aus den Gebieten der betrieblichen Steuerlehre, der Finanzierung, der Risikoanalyse sowie des Marketing.

Gewinner und Verlierer der Steuerreform

Gegenstand der analytischen Untersuchungen von *Knirsch* ist die Frage, welche Unternehmungen in Abhängigkeit ihrer Rechtsform und ihrer Branchenzugehörigkeit zu den Gewinnern bzw. Verlierern der Reform der steuerlichen Gewinnermittlung zählen werden, wenn beispielsweise im Hinblick auf die zukünftige Anwendung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften gemäß IAS/IFRS die steuerliche Gewinnermittlung anstatt anhand des Vermögensvergleichs durch eine Einnahmen-Überschuss-Rechnung erfolgt. Um die entsprechenden Steuerbelastungsverschiebungen abschätzen zu können, wird eine Unternehmenssimulation auf Basis empirischer Daten vorgenommen, die aus den nach Branchen aggregierten Jahresabschlüssen der Deutschen Bundesbank stammen. Die mehrperiodige Unternehmenssimulation, der ein Betrachtungszeitraum von 10 Jahren zugrunde gelegt wird, versucht, die Auswirkungen beim Übergang vom Vermögensvergleich zur Einnahmen-Überschuss-Rechnung auf die Steuerbemessungsgrundlagen, Steuerbelastungen sowie deren Konsequenzen für die Vorteilhaftigkeit von Investitionen zu quantifizieren. Für jeweils eine gewählte Kombination aus Rechtsform und Branche werden abweichende Strukturen in den Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen der entsprechenden Unternehmungen durch eine Monte-Carlo-Simulation erzeugt und miteinander verglichen, wobei die zufälligen Wachstumsraten der simulierten Positionen als normalverteilt um die empirischen Mittelwerte unterstellt werden und für beide Formen der Gewinnermittlung im jeweiligen Betrachtungsfall gleich sein sollen. Als Rechtsformen werden Personen- und Kapitalgesellschaften betrachtet; sektoralen Unterschieden wird dadurch Rechnung getragen, dass diese Unternehmungen den Branchen des verarbeitenden Gewerbes, der Energie-/Wasserversorgung, des Baugewerbes, des Verkehrs sowie des Groß- und Einzelhandels angehören. Auf der Grundlage eines finanzplanorientierten Simulationsmodells lassen sich dann tendenziell folgende Auswirkungen erkennen: Die Einnahmen-Überschuss-Rechnung führt zum Teil zu erheblich abweichenden Endvermögen gegenüber den Vermögensvergleichen, wobei die Abweichungsrichtungen nach Branche und Rechtsform sehr uneinheitlich sein können. Bei Kapitalgesellschaften werden die Endvermögen eher weniger ansteigen im Vergleich zu den Personengesellschaften, da sie höhere Rückstellungen und weniger Sachanlagen und Vorräte als die Personengesellschaften aufweisen, die in der Einnahmen-Überschuss-Rechnung im Gegensatz zum Vermögensvergleich nicht mehr so stark ins Gewicht fallen. So werden insbesondere Personengesellschaften im verarbeitenden Gewerbe bei Anstieg ihres Endvermögens eher eine sinkende Steuerbelastung erfahren. Kapitalgesellschaften in den Branchen Energie-/Wasserversorgung sowie Verkehr werden eher zu den steuerlichen Verlierern zählen, da der hohe Bestand von Rückstellungen nicht mehr zulässig ist. Das Baugewerbe wird aufgrund des üblicherweise hohen Bestands nicht abgerechneter Leistungen von der Steuerreform profitieren, da die Vermögen steigen, die Steuerbelastungen jedoch fallen. Ähnlich sieht die Situation im Groß- und Einzelhandelsbereich aus. Als Folge wird man wohl eine höhere Rentabilität und steigende Investitionstätigkeit im Baugewerbe und im Handel voraussagen können; dagegen wird in Unternehmungen der Energie-/Wasserversorgung eher eine Abnahme des Investitionsvolumens zu erwarten sein.

Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis

Drobetz, Pensa und Wöhle untersuchen auf der Grundlage einer Befragungsaktion empirisch, welches die Determinanten der Kapitalstrukturpolitik bzw. der Finanzierungsentscheidungen von deutschen, österreichischen und schweizerischen börsennotierten Unternehmungen sind und inwieweit diese Befunde mit kapitalmarkttheoretischen Erklärungsansätzen im Einklang stehen. Das methodische Spannungsfeld der Untersuchungen reicht von der von *Modigliani* und *Miller* formulierten Position, dass Finanzierungsentscheidungen und dadurch bedingte Veränderungen in der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten und den Marktwert eines Unternehmens irrelevant sind, bis hin zu den als Gegenpositionen formulierten theoretischen Ansätzen des Trade-Off-Modells, der Signalthypothese sowie der Pecking-Order-Theorie. In den letztgenannten methodischen Ansätzen wird sehr wohl unterstellt, dass Finanzierungsentscheidungen in Kapitalgesellschaften im Hinblick auf die Bestimmung einer optimalen Kapitalstruktur so getroffen werden, dass die Kapitalkosten fallen und damit der Unternehmenswert steigt. Dabei sind die behaupteten Zusammenhänge sehr unterschiedlich. Die Trade-Off-Theorie leitet die optimale Kapitalstruktur aus den gegenläufigen Tendenzen von Steuervergünstigungen bei Fremdkapitalaufnahme gegenüber dem dadurch bedingten Risiko des Steigens der Konkurskosten ab und liefert damit eine Erklärung für das Anstreben von Zielverschuldungsgraden durch Finanzierungsentscheidungen in Unternehmungen. Die Signalthypothese und die Pecking-Order-Theorie gehen davon aus, dass eine Kapitalerhöhung den Investoren schlechtere Wachstumschancen des Unternehmens signalisiert als die Aufnahme vom Fremdkapital und damit zu negativen Aktienkursveränderungen führt, die ein Absinken des Unternehmenswerts bedingen. Die Pecking-Order-Theorie ordnet insofern sogar die Finanzierungsinstrumente, wobei die Kapitalerhöhung an letzter Stelle (nach der Aufnahme von Fremdmitteln) rangiert. Inwieweit diese methodischen Ansätze nun zur Erklärung der praktischen Kapitalstrukturgestaltung in börsennotierten Unternehmungen taugen, untersuchen die Autoren auf der Grundlage einer Befragung, in die 931 Unternehmungen einbezogen wurden, von denen schließlich 80 für die empirische Studie verwertbare Fragenbeantwortungen zurücksandten. Dabei sind die Unternehmungen im Hinblick auf ihre Größe, Wachstumschancen, Verschuldungsgrad, Dividendenzahlung sowie Besitzanteile des Managements in Untergruppen strukturiert. Die aus den Aussagen der Unternehmungen ableitbaren Ergebnisse stehen in mehrfachem Widerspruch zum aktuellen Stand der empirischen Kapitalmarktforschung. So finden die theoretischen Ansätze bei den Unternehmungen nur wenig Zustimmung im Hinblick auf die praktische Gestaltung der Kapitalstruktur durch Finanzierungsentscheidungen. Vielmehr erreichen Praktikerformeln und Faustregeln wie z.B. die goldene Bilanzregel bzw. die Fristenkongruenz von Finanzierungs- und Vermögenspositionen oder die bevorzugte Aufnahme von Fremdkapital zur Abwehr von Unternehmensübernahmen sowie die Vermeidung von Refinanzierungsrisiken in ertragsschwachen Zeiten durch die langfristige Fremdkapitalaufnahme in Zeiten günstiger Kreditzinsen einen höheren Grad an Bestätigung. Insgesamt kann man festhalten, dass bei Finanzierungsentscheidungen die finanzielle Flexibilität und das Bonitätsrating einen hohen Stellenwert bei der praktischen Gestaltung der Kapitalstruktur haben. Kapitalerhöhungen werden insbesondere vor dem Hintergrund vorgenommen, einen unternehmenspolitisch festgelegten Zielverschuldungsgrad zu erhalten, sowie Gewinnverbesserungen für Eigenkapitalgeber und dadurch bedingte negative Aktienkursreaktionen zu vermeiden.

Unternehmensbewertung unter Unsicherheit

In den letzten Jahren ist eine Reihe von wissenschaftlichen Artikeln in betriebswirtschaftlichen Zeitschriften zu der Fragestellung erschienen, ob und unter welchen Bedingungen sich die Methode des Sicherheitsäquivalents für eine Unternehmensbewertung unter Unsicherheit eignet. Dabei ging es hauptsächlich um die Frage, inwieweit sich eine solche Bewertungsweise aus einer entscheidungstheoretischen Fundierung der Risikoanalyse begründen lässt. Impliziert die theoretische Legitimation Risikoneutralität des Bewerter, dann erübrigt sich eine Bestimmung des Sicherheitsäquivalents. In diesem Kontext drängt sich aber sehr wohl die weitergehende Frage auf, ob es andere verdichtende Größen statt der Summe diskontierter Sicherheitsäquivalente gibt, die entscheidungstheoretisch fundiert sind und Risikozuschläge plausibel machen. Zur Erhellung dieser entscheidungstheoretischen Hintergründe tragen *Bamberg, Dorfleitner* und *Krapp* durch ihre analytische Arbeit bei. Sie stellen ihre Betrachtungen, unter welchen Bedingungen ein risikobehafteter mehrperiodiger Zahlungsstrom durch die Auswertung des Kapitalwerts auf der Grundlage einer Einperioden-Risikonutzenfunktion bewertet werden kann, in den größer gesteckten methodischen Rahmen, wann Nutzenfunktionen geldmarktinvariant sind und dadurch eventuell das Sicherheitsäquivalent als eine geeignete Größe für die Unternehmensbewertung rechtfertigen. Dabei soll eine Risikonutzenfunktion dann als geldmarktinvariant bezeichnet werden, wenn sie auf Transformationen des stochastischen Zahlungsstroms nicht reagiert. Unter dem Aspekt, dass für geldmarktinvariante Nutzenfunktionen das Sicherheitsäquivalent des stochastischen Kapitalwerts für die Unternehmensbewertung geeignet ist, gehen die Autoren der allgemeineren Frage nach, welche Typen multiattributiver Risikonutzenfunktionen geldmarktinvariant sind. Mit den Ergebnissen dieser methodischen Überlegungen können sie gleichzeitig dazu beitragen zu klären, wie die bisher in der Literatur vertretenen unterschiedlichen Standpunkte beurteilt bzw. erläutert werden können. Drei Sätze stellen die methodischen Erkenntnisse scharf heraus: Eine multiattributive Risikonutzenfunktion ist dann geldmarktinvariant, wenn sich die Bewertung ausschließlich am Kapitalwert orientiert. Nur bei Risikoneutralität des Bewerter kann gewährleistet werden, dass die Methode des Sicherheitsäquivalenz eine Unternehmensbewertung liefert, die mit der Forderung nach Geldmarktinvarianz verträglich ist. Additive multiattributive Nutzenfunktionen sind nur bei Risikoneutralität des Bewerter geldmarktinvariant. Mit diesen Erkenntnissen erfahren die in letzter Zeit im betriebswirtschaftlichen Schrifttum vorgetragenen Erörterungen zu dieser Thematik eine prägnante Klärung.

Individuelles Entscheidungsverhalten bei Variantenvielfalt

Üblicherweise geht man in der Absatzförderung davon aus, dass eine Variantenvielfalt besser die individuellen Bedürfnisse der Nachfrager abzudecken vermag und sich insofern in steigenden Verkäufen auswirken wird. So haben Hersteller von Erfrischungsgetränken und Automobilen sowie Finanzdienstleister, die Spezialfonds des Investments anbieten, und Unternehmen der Telekommunikation in den letzten 20 Jahren ihre Variantenzahl zum Teil drastisch erhöht. Empirische Studien haben jedoch andererseits auch gezeigt, dass Käufer durch ein zu großes Angebot an Varianten eines Produktes in ihren Kaufentscheidungen verunsichert werden. Sie bedienen sich dann entweder einfacher Auswahlheuristiken beim Produktkauf oder sehen sogar ganz vom Kauf des Gutes ab. Um diese gegenläufigen Tendenzen der Auswirkungen einer größeren Auswahl aus Varianten entscheidungstheoretisch analysieren bzw. den Zusammenhang zwischen der Variantenzahl und der Produktkaufentscheidung näher spe-

zifizieren zu können, bedienen sich *Herrmann, Schaffner* und *Heitmann* des theoretischen Ansatzes der „attribute alignability“, der die Abhängigkeit des Käuferverhaltens von der Tatsache der Vergleichbarkeit von Produktattributen entlang einer bestimmten Beurteilungsdimension erklärt. Die Vergleichbarkeit eines Attributs wäre beispielsweise die PS-Stärke eines Pkws, während die Nicht-Vergleichbarkeit dann vorliegt, wenn Pkws in Ausstattungsmerkmalen divergieren (also mit Schiebedach, aber ohne Radio bzw. ohne Schiebedach, aber mit Radio). Die Autoren überprüfen nun auf der Grundlage einer empirischen Studie, inwieweit die „attribute alignability“-Theorie den Zusammenhang zwischen Variantenzahl und Produktwahl erklärt. Zugleich werden die Untersuchungen dahingehend erweitert, ob durch eine höhere Variantenzahl eine größere Entscheidungszufriedenheit erreicht werden kann, inwieweit bei nicht vergleichbaren Attributen eher auf extreme Varianten als auf eine Variante mit einem Eigenschaftsvektor mittlerer Ausprägung zugegriffen wird und welche Auswirkungen Händlerempfehlungen auf die Kaufentscheidung haben, wenn bestimmte Attribute bei einer Variante im Vergleich zur Referenzausstattung nicht vorhanden sind. Die empirische Studie ist fragebogenorientiert für die Konfiguration eines bestimmten Pkws durchgeführt worden. Dabei wurden 1200 Probanden befragt, die unmittelbar vor einer Kaufentscheidung standen und diesen Pkw-Typ in die engste Wahl einbezogen hatten. Die Hypothesentests förderten im Wesentlichen folgende Ergebnisse zu Tage: Kunden weisen eine größere Zufriedenheit mit dem Kauf, eine höhere Zahlungsbereitschaft und eine schnellere Kaufentscheidung auf, wenn das Produkt anhand vergleichbarer Attribute beurteilt werden kann. Bei vergleichbaren Attributen nimmt die Kundenzufriedenheit mit der Steigerung der Produktvarianten zu, bei Nicht-Vergleichbarkeit der Attribute nimmt sie dagegen ab. Die Entscheidungsfindung dauert bei zunehmender Variantenzahl länger, erhöht sich aber sehr viel stärker bei Nicht-Vergleichbarkeit der Attribute. Bei Vergleichbarkeit werden eher Varianten mit Eigenschaftsvektoren mittlerer Ausprägung gewählt; im anderen Fall tendiert der Käufer eher zur Auswahl extremer Varianten. Händlerempfehlungen beeinflussen die Kaufentscheidung eher beim Vorliegen nicht vergleichbarer Attribute. Dass die Wahl in diesem Fall schneller erfolgt und der Käufer mit seiner Entscheidung dann zufriedener ist, konnte dagegen nicht nachgewiesen werden.

Das April-Heft

Das nächste Heft enthält vier Beiträge. Ein Beitrag stammt aus dem Gebiet der Finanzierung, zwei Beiträge beschäftigen sich mit Aspekten der Unternehmensbewertung und eine Arbeit stammt aus dem Bereich des Controlling.

Mahayni und *Suchanecki* befassen sich in Ihrer theoretischen Analyse mit dem Produktdesign und der semi-statischen Absicherung von Turbo-Zertifikaten. Es geht dabei hauptsächlich um die Frage, unter welchen Bedingungen die geeignete Wahl der Ausstattungsmerkmale den Herausgebern der Turbo-Zertifikate eine Überabsicherung ermöglicht.

Laitenberger kommentiert einen Beitrag von *Nietert* zu Ansätzen der Unternehmensbewertung, der im Juni-Heft der ZfB im Jahre 2005 veröffentlicht worden ist. Im Anschluss an den Kommentar von *Laitenberger* befindet sich eine Replik von *Nietert*.

Struktur und Entwicklung der Controllingforschung werden von *Schäffer, Binder* und *Gmür* anhand der Zitationen von Controllingbeiträgen in deutschsprachigen wissenschaftlichen Zeitschriften untersucht.

Günter Fandel
Editor-in-Chief