

Marco Fabian

Wertbeitrag der Kapitalstruktur im Rahmen der Unternehmensbewertung

Der Tax Shield

Diplomarbeit

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 2008 Diplom.de
ISBN: 9783836611800

Marco Fabian

Wertbeitrag der Kapitalstruktur im Rahmen der Unternehmensbewertung

Der Tax Shield

Marco Fabian

Wertbeitrag der Kapitalstruktur im Rahmen der Unternehmensbewertung

Das Tax Shield

Diplomarbeit
Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften I - Fachbereich 3,
Betriebswirtschaft
Januar 2008



Diplom.de

Diplomica GmbH _____
Hermannstal 119k _____
22119 Hamburg _____

Fon: 040 / 655 99 20 _____
Fax: 040 / 655 99 222 _____

agentur@diplom.de _____
www.diplom.de _____

Marco Fabian

Wertbeitrag der Kapitalstruktur im Rahmen der Unternehmensbewertung

Das Tax Shield

ISBN: 978-3-8366-1180-0

Druck Diplomica® Verlag GmbH, Hamburg, 2008

Zugl. Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin, Berlin, Deutschland,

Diplomarbeit, 2008

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und der Verlag, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

© Diplomica Verlag GmbH

<http://www.diplomica.de>, Hamburg 2008

Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	III
Tabellenverzeichnis.....	IV
Abkürzungsverzeichnis	VI
Symbolverzeichnis	VIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung/Zielsetzung.....	1
1.2 Gang der Untersuchung	2
2 Die Bedeutung der Kapitalstruktur in der Unternehmensbewertung.....	3
2.1 Theoretische Ansätze zur Funktion der Kapitalstruktur	3
2.1.1 Klassische Theorien zur optimalen Kapitalstruktur.....	3
2.1.1.1 Neoklassische Finanzierungstheorie.....	4
2.1.1.2 Traditionelle Theorie.....	7
2.1.1.3 Neoinstitutionelle Finanzierungstheorie	8
2.1.2 Einflussfaktoren auf den Wertbeitrag der Kapitalstruktur	9
2.1.3 Trade-Off- und Pecking-Order-Theorie.....	16
2.1.4 Moderne dynamische Theorieansätze.....	21
2.1.5 Fazit über die behandelten Kapitalstrukturtheorien	22
2.2 Quantifizierung des Verschuldungspotenzials	23
2.3 Der Einfluss von Ausschüttungspolitik.....	25
2.3.1 Dividendenauszahlungen und Aktienrückkäufe.....	25
2.3.2 Fazit zur Bedeutung der Ausschüttungspolitik.....	29
3 Steuerliche Belastungen für Unternehmen und Eigentümer	31
3.1 Ertragsteuern auf Unternehmensebene	31
3.2 Persönliche Steuern auf Anteilseignerebene.....	35
3.3 Interdependenzen und Abhängigkeiten der Steuerarten	38
3.3.1 Probleme bei der Anwendung von Steuern in Bewertungskalkülen ..	38
3.4 Herleitung des Tax Shield.....	39
4 Der Tax Shield in der Unternehmensbewertung	44
4.1 Die Bedeutung der Sichtweise – Bewertungsanlässe und Bewertungsfunktionen	44
4.2 Verfahren der DCF-Methodik im Fokus der Berücksichtigung von Steuern ..	47
4.3 Zukünftige Cashflows als Diskontierungsgröße.....	49
4.4 Steuern im Kapitalisierungszins (Alternativanlage)	54
4.4.1 Ermittlung der Fremdkapitalkosten.....	56
4.4.2 Ermittlung der Eigenkapitalkosten	57

4.5	Besteuerungsfolgen des Ausschüttungsverhaltens von Unternehmen	62
4.6	DCF-Methoden im Halbeinkünfteverfahren	65
4.6.1	Prämissen der Modellwelt	65
4.6.2	Festlegung der Risikopräferenz.....	68
4.6.3	APV-Verfahren des angepassten Barwerts	70
4.6.3.1	Steuerbedingte Effekte.....	71
4.6.4	Der WACC-Ansatz.....	75
4.6.5	Kritische Würdigung der DCF-Verfahren	77
4.7	Bewertungsbeispiel im Halbeinkünfteverfahren (HEV).....	79
4.7.1	Herleitung der relevanten Kostensätze.....	83
4.7.2	Anwendung der APV-Methode	85
4.7.3	Anwendung der WACC-Methode	88
5	Der Tax Shield im neuen Steuersystem ab 2008/2009	90
5.1	Die wichtigsten Änderungen der Unternehmensteuerreform 2008/2009.....	91
5.1.1	Neue steuerliche Belastungen auf Unternehmensebene	91
5.1.2	Neue Besteuerung auf Kapitalgeberebene.....	96
5.1.3	Weitere Neuerungen der Steuerreform	99
5.1.4	Kritische Würdigung der Steuerreform	100
5.2	Herleitung des neuen Tax Shield.....	101
6	Auswirkungen der Steuerreform auf die DCF-Verfahren.....	108
6.1.1	Zukünftige Cashflows nach der Reform.....	108
6.1.2	Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes.....	109
6.1.3	Ausschüttungsverhalten nach Reform.....	114
6.1.4	Anpassung der Prämissen	114
6.1.5	Risikopräferenz des Investors	118
6.1.6	Modifizierung der DCF-Bewertungskalküle	118
6.2	Bewertungsbeispiel im Abgeltungssteuersystem (ABS).....	121
6.2.1	Herleitung der relevanten Kostensätze.....	125
6.2.2	Anwendung der APV-Methode	127
6.2.3	Anwendung der WACC-Methode	128
6.3	Ergebnisvergleich der beiden Bewertungsbeispiele	130
6.4	Ausblick zu den Auswirkungen der Steuerreform auf die Unternehmensbewertung	131
7	Fazit	132
	Literaturverzeichnis.....	XI

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung der Kapitalgeberforderungen in traditioneller und MM-Theorie..	7
Abb. 2: Kapitalkostenverläufe des steueradjustierten WACC nach MM.....	11
Abb. 3: Trade-Off zwischen Steuervorteil des Fremdkapitals und der Konkursgefahrkosten.....	17
Abb. 4: Praxisnahe Kostenverläufe	18
Abb. 5: Vereinfachte Darstellung der Abhängigkeiten zwischen Ertrags- und Einkommensteuern in der Unternehmensbewertung im Halbeinkünfteverfahren.....	38
Abb. 6: Tax-Shield-Effekte im Halbeinkünfteverfahren	43
Abb. 7: Unterschiede und Gemeinsamkeiten der DCF-Verfahren.....	48

Tabellenverzeichnis

Die Tabellen der Beispielbewertung in Kapitel 4.7 zum Halbeinkünfteverfahren sind mit dem Zusatz HEV und die Tabellen der Beispielbewertung in Kapitel 6.2 zum Abgeltungssteuersystem sind mit dem Zusatz ABS gekennzeichnet.

Tabelle 1: Tarifstaffelung bei Personengesellschaften	34
Tabelle 2: Einkunftsarten der Einkommensteuer	35
Tabelle 3: Tarifzonen und Berechnungsfunktionen der Einkommensteuer	36
Tabelle 4: Vergleich des Nettoeinkommens der Anteilseigner bei reiner Eigenfinanzierung und anteiliger Fremdfinanzierung.....	40
Tabelle 5: Indirekte Ermittlung des Free Cashflow	50
Tabelle 6: Free-Cashflow-Ermittlung ausgehend vom EBIT.....	51
Tabelle 7: Bezüge der Cashflows in den DCF-Verfahren aus direkter Ermittlung ...	52
Tabelle 8: Bilanz ewige Rente (HEV)	80
Tabelle 9: Basiszins und Steuersätze Beispielrechnung (HEV)	80
Tabelle 10: Gewinn- und Verlustrechnung ewige Rente (HEV).....	80
Tabelle 11: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow nach persönlichen Steuern für die ewige Rente (HEV)	81
Tabelle 12: Plan-Bilanz (HEV)	82
Tabelle 13: Plan-GuV (HEV).....	82
Tabelle 14: Plan-Finanzrechnung (HEV)	83
Tabelle 15: Jährliche FCF-Ermittlung nach persönlichen Steuern (HEV).....	83
Tabelle 16: Kostensätze Beispielunternehmen (HEV)	85
Tabelle 17: Unternehmenswert nach APV (HEV).....	86
Tabelle 18: Steuereffekte wegen Fremdfinanzierung (HEV)	87
Tabelle 19: Unternehmenswert nach WACC (HEV)	89
Tabelle 20: Übersicht Besteuerungsfolgen für Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber nach der Reform	98
Tabelle 21: Vergleich des Nettoeinkommens bei reiner Eigenfinanzierung und anteiliger Fremdfinanzierung im neuen Steuersystem.....	102
Tabelle 22: Free-Cashflow-Ermittlung ausgehend vom EBITDA.....	108

Tabelle 23: Bilanz ewige Rente (ABS).....	121
Tabelle 24: Basiszins und Steuersätze Beispielrechnung (ABS).....	122
Tabelle 25: Gewinn- und Verlustrechnung ewige Rente (ABS).....	122
Tabelle 26: Indirekte Ermittlung des Free Cash Flow nach persönlichen Steuern für die ewige Rente (ABS)	123
Tabelle 27: Plan-Bilanz (ABS)	124
Tabelle 28: Plan-GuV (ABS).....	124
Tabelle 29: Plan-Finanzrechnung (ABS)	125
Tabelle 30: Jährliche FCF-Ermittlung nach persönlichen Steuern (ABS).....	125
Tabelle 31: Kostensätze Beispielunternehmen (ABS).....	127
Tabelle 32: Unternehmenswert nach APV (ABS)	128
Tabelle 33: Unternehmenswert nach WACC (ABS)	129
Tabelle 34: Unternehmenswert Halbeinkünfteverfahren	130
Tabelle 35: Unternehmenswert im Abgeltungssteuersystem.....	130

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Abgeltungssteuersystem
AfA	Absetzung für Abnutzung
a. F.	alte Fassung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
AV	Anlagevermögen
BMG	Bemessungsgrundlage
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
DCF	Discounted Cashflow
E(A)	Abgeltungssteuersatz
EK	Eigenkapital
Est	Einkommensteuer (E)
FTD	Flow-to-Debt
FTE	Flow-to-Equity
f./ff.	folgende/fortfolgende
FK	Fremdkapital
GewSt	Gewerbsteuer (G)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HEV	Halbeinkünfteverfahren
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
i. d. R.	in der Regel
i. H. v.	in Höhe von
i. R. d.	im Rahmen des/der
JÜ	Jahresüberschuss
KSt	Körperschaftsteuer (K)
KiSt	Kirchensteuer
MM	Franco Modigliani und Merton Howard Miller
NEK	Nettoeinkommen
n. F.	neue Fassung
Peer Group	Gruppe der vergleichbaren Unternehmen
RP	Risikopräferenz des Investors
SolZ	Solidaritätszuschlag (SZ)
TS	Tax Shield
TCF	Total Cashflow

U.	Unternehmen
u. a.	unter anderem
usw.	und so weiter
UV	Umlaufvermögen
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital
z. B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

Symbolverzeichnis

β_{EK}	Betafaktor der risikoadäquaten Alternativinvestition
β^U	Betawert des unverschuldeten Unternehmens
β^V	Betawert des verschuldeten Unternehmens
BW^{TS}	Barwert des Steuervorteils durch Fremdfinanzierung
BW^{KK}	Barwert (indirekter) Konkurskosten bzw. Kosten der finanziellen Notlage
CF	Erwartungswert des Cashflows des zu bewertenden Unternehmens
d_M	Dividendenrendite vor ESt
EK^{MW}	Marktwert des Eigenkapitals
FA_P	Wert der privaten Finanzanlage
FCF^S	Free Cashflow nach ESt
FK^{MW}	Marktwert des Fremdkapitals
FK_S	Wert der Fremdkapitalzinsen
GE	Gewerbeertrag
GE^{vor}	Gewerbeertrag vor Abzug der GewSt
GK^{MW}	Marktwert des Gesamtkapitals
h	Hebesatz
i_f	Rendite der risikolosen Anlage vor ESt
i_{FK}	Fremdkapitalkostensatz
i_{FK}^{nESt}	risikoloser Basiszinssatz nach ESt
i_{FK}^S	Fremdkapitalkosten nach Steuern
k	Diskontierungssatz der Alternativenanlage
m	Gewerbesteuermesszahl
NEK^{UV}	Nettoeinkommen rein eigenfinanziertes Unternehmen
NEK^V	Nettoeinkommen anteilig verschuldetes Unternehmen
r_{EK}	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
r_{KG}	annahmegemäß steuerfreie Kapitalgewinnrendite
r_{EK}^S	Rendite der Alternativinvestition nach ESt
$r_{EK}^{U,S}$	Eigenkapitalgeberrendite eines rein eigenfinanzierten Unternehmens nach Steuern

$r_{EK}^{V,S}$	Eigenkapitalgeberrendite eines verschuldeten Unternehmens nach Steuern
r_M^S	Rendite des Marktportfolios nach ESt
r_{WACC}	mit gewogenen Kapitalkosten gewichteter Kapitalisierungszinssatz
r_{WACC}^S	steueradjustierter WACC
$r_{EK}^{S,08}$	Rendite der Alternativinvestition nach ESt 08
RW	Residualwert
s_E	typisierter Einkommensteuersatz (inkl. Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag)
s_G	Gewerbesteuersatz
s_K	Körperschaftsteuersatz (inkl. Solidaritätszuschlag)
s_E	Einkommensteuerschuld
s_{Gw}	Grenzgewinnsteuersatz
s_G	Gewerbesteuerschuld
$s_{E(A)/SZ}^{08}$	neuer Einkommensteuersatz für Einkünfte aus Zinsen, Dividenden und Kursgewinnen (Abgeltungssteuersatz 25 %) zzgl. Solidaritätszuschlag i. H. v. 5,5%
$s_{E(Ind.)}^{08}$	individueller Grenzsteuersatz der Einkommensteuer 08
$s_{K/SZ}^{08}$	neuer Körperschaftsteuersatz inklusive SolZ 08
s_G^{08}	neuer Gewerbesteuersatz 08
$s_{Ges}^{08,B}$	kombinierter Steuersatz der Gesamtsteuerbelastung von Eigentümereinkünften im Betriebsvermögen 08
$s_{Ges}^{08,P}$	kombinierter Steuersatz der Gesamtsteuerbelastung von Eigentümereinkünften im Privatvermögen 08
s_U^{08}	kombinierter Unternehmenssteuersatz aus neuer KSt und GewSt 08
tsm^{HEV}	Tax-Shield-Multiplikator im Halbeinkünfteverfahren
$TS^{<ZS}$	Steuervorteil ohne Einwirken durch die Zinsschranke
$TS^{>ZS}$	Steuervorteil bei Einwirken der Zinsschranke
ΔT_t	Veränderung des Fremdkapitalbestandes
UW^{GK}	Unternehmensgesamtwert
UW^{EK}	Unternehmenswert bei unterstellter reiner Eigenkapitalfinanzierung
$V^{Est_Eff.}$	Wert des negativen Einkommensteuereffektes

V_{FK}^{TS}	Fremdfinanzierungseffekt
$V_{\Delta Aus}^{TS}$	Ausschüttungsdifferenzeffekt
V^U	Marktwert des Eigenkapitals des als schuldenfrei an genommenen Unternehmens
$V^{USt_Eff.}$	Wert des Unternehmensteuereffektes zu versteuerndes Einkommen
Z^{FK}	Fremdkapitalzinsen
Z	Zinsaufwendungen
ZA	abzugsfähiger Zinsaufwand
ZE	Zinserträge
ZS	Zinssaldo aus Zinserträgen ./ Zinsaufwendungen