

Zusammenfassung

Unternehmensbewertung mit persönlichen Steuern unter Berücksichtigung der Finanzierungs- und Ausschüttungspolitik

Die Ermittlung des Unternehmenswertes ist eines der Themen, das Bewertungstheoretiker wie -praktiker seit jeher intensiv beschäftigt. Bei der Bewertung von Unternehmen werden im Allgemeinen Discounted Cash Flow (DCF) Verfahren verwendet, welche durch die Diskontierung erwarteter zukünftiger Cash Flows mit kapitalmarktorientierten Kapitalkostensätzen charakterisiert sind. Eine wesentliche Einflussgröße ist die vom Unternehmen verfolgte Finanzierungspolitik, da der Risikogehalt der Tax Shields von der Wahl der Finanzierung beeinflusst wird (Modigliani & Miller 1958, 1963). Während bei autonomer Finanzierung die Fremdkapitalbestände deterministisch festgelegt werden, erfolgt bei wertabhängiger Finanzierung eine deterministische Festlegung der Verschuldungsgrade bzw. Fremdkapitalquoten (Miles & Ezzell, 1980, 1985; Harris & Pringle, 1985). Neben der Berücksichtigung der Unternehmensteuer werden ebenfalls die persönlichen Steuern der Kapitalgeber grundsätzlich als bewertungsrelevant eingestuft, da der Kursgewinnsteuersatz bei der Bewertung von Unternehmen niedriger angesetzt wird als der Dividendensteuersatz. Aus der unterschiedlichen persönlichen Besteuerung folgt, dass die Ausschüttungspolitik, neben der Finanzierungspolitik, ebenfalls einen Werteffekt hat. Dabei ist die Ausschüttungspolitik definiert als die Entscheidung des Unternehmens, wie viel vom für Ausschüttungen zur Verfügung stehenden Cash Flow an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet wird und welcher Anteil im Unternehmen verbleibt. Der ausgeschüttete Teil des Cash Flows unterliegt der Dividendenbesteuerung, wohingegen der einbehaltene Teil der Kursgewinnbesteuerung unterliegt, so dass der Marktwert des Unternehmens umso höher ist, je höher der Anteil des Cash Flows ist, der im Unternehmen einbehalten wird (bspw. Miller & Modigliani, 1961; Rashid & Amoako-Adu, 1987, 1995). Bislang besteht sowohl in Theorie als auch in der Praxis Unklarheit darüber, wie Bewertungskalküle auszugestalten sind, die die Ausschüttungspolitik, die Finanzierungspolitik und die persönlichen Steuern der Kapitalgeber in konsistenter Art und Weise berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund leitet die Dissertation neue Bewertungskalküle her, die eine Reihe von neuen Einblicken in die Bewertung von Unternehmen unter Berücksichtigung der Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik liefern.