

Klaus Friesenbichler, Werner Hölzl (WIFO), Kerstin Hölzl (KMU Forschung Austria)

Cash-Flow-Quote 2015 unverändert

Die Ertragskraft der österreichischen Sachgütererzeugung

Cash-Flow-Quote 2015 unverändert. Die Ertragskraft der österreichischen Sachgütererzeugung

Im Jahresdurchschnitt 2015 entsprach die Cash-Flow-Umsatz-Relation in der österreichischen Sachgütererzeugung mit 8,5% weitgehend dem Vorjahreswert von 8,6%. Die geringfügige Abnahme ging mit der verhaltenen Entwicklung der realen Bruttowertschöpfung der Sachgütererzeugung einher (2013 und 2014 jeweils +1,3%). Die Cash-Flow-Quote dürfte sich gemäß der Schätzung mit einem dynamischen panelökonometrischen Modell für die Branchen der Sachgütererzeugung im Jahr 2016 weiterhin kaum verändern.

Cash-Flow-to-Sales Ratio Unchanged in 2015. Profitability of Austrian Manufacturing

In 2015, the cash-flow-to-sales ratio of the Austrian manufacturing sector reached an estimated 8.5 percent, a value which is slightly below the previous year's ratio of 8.6 percent. This marginal decrease of the profitability of manufacturing reflects the moderate growth performance of the manufacturing sector, which attained by a mere +1.3 percent in both 2014 and 2015. According to further estimates of a dynamic, panel-econometric model at the industry level, the cash-flow-to-sales ratio in manufacturing continued its sideward movement in 2016.

Kontakt:

Mag. Dr. Klaus S. Friesenbichler: WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, Klaus.Friesenbichler@wifo.ac.at

Dr. Werner Hölzl: WIFO, 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20, Werner.Hoelzl@wifo.ac.at

Mag. (FH) Kerstin Hölzl: KMU Forschung Austria, 1040 Wien, Gußhausstraße 8, K.Hoelzl@kmuforschung.ac.at

JEL-Codes: L22, L25, M21 • **Keywords:** Cash-Flow, Ertragskraft, Eigenkapital, Österreich

Die Autoren danken Gerhard Fiam (OeNB) und Arash Robubi (KMU Forschung Austria) für ihre Unterstützung.

Begutachtung: Michael Peneder (WIFO), Peter Voithofer (KMU Forschung Austria) • **Wissenschaftliche Assistenz:** Gerhard Schwarz (WIFO, Gerhard.Schwarz@wifo.ac.at), Anna Strauss (WIFO, Anna.Strauss@wifo.ac.at)

Im Zuge der Rezession 2008/09 sank die reale Wertschöpfung der Sachgütererzeugung 2009 um beinahe 15%. In den Jahren 2010 und 2011 wurde dieser Einbruch rasch wieder aufgeholt. Seither ist das Konjunkturbild von verhaltenem Wachstum geprägt. Mit einer kurzen Unterbrechung im Jahr 2013 nahm der Nettoproduktionswert beständig, aber sehr mäßig zu. 2015 betrug der Zuwachs 1,3%, wobei der Anstieg der Warenexporte um 3,2% eine wesentliche Rolle spielte. Die Sachgütererzeugung wuchs damit 2015 etwas stärker als die Gesamtwirtschaft (+0,9%, 2014 +0,4%, 2013 +0,3%). Die Nachfrage der privaten Haushalte nahm 2015 nur verhalten zu, lieferte jedoch aufgrund ihres beträchtlichen Anteils (53,3% des BIP) einen wichtigen Wachstumsbeitrag. Die Investitionen erholten sich langsam, und wegen des hohen Importgehaltes der Ausrüstungsinvestitionen stiegen die Importe ebenfalls (Bilek-Steindl et al., 2016).

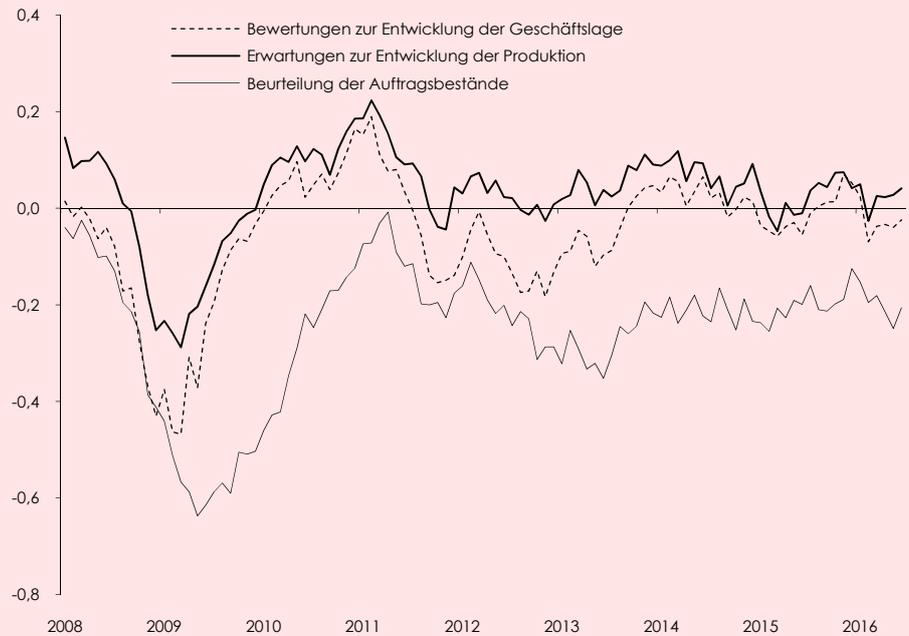
Das mäßige Wachstum der Herstellung von Waren insgesamt beruhte 2015 auf sehr unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Industriezweigen. Am stärksten stieg der Produktionswert in vergleichsweise kleinen Branchen wie der Herstellung von sonstigen Waren (+21,0%), während die große Branche "sonstiger Fahrzeugbau" erhebliche Einbußen verzeichnete (-14,3%). Je größer die Branchen sind, desto mehr entsprach ihre Wertschöpfungsentwicklung der verhaltenen Dynamik der Gesamtwirtschaft (Bilek-Steindl et al., 2016).

Dies spiegeln auch die Indikatoren des WIFO-Konjunkturtests wider. So entwickelte sich die Kapazitätsauslastung der Sachgütererzeugung 2015 ruhig. Wie 2014 lag sie mit 81,8% geringfügig über dem langjährigen Durchschnitt (81,0%), schwächte sich aber gegen Jahresmitte in allen Branchen ab und zog erst Ende 2015 wieder an, insbesondere in den Vorprodukt- und Konsumgüterbranchen. In der Investitionsgü-

terindustrie entwickelte sie sich gegen Jahresende etwas schwächer, der Jahresdurchschnitt war aber deutlich höher als in den anderen Branchen (Bilek-Steindl et al., 2016). Für die Einschätzung der Ertragsentwicklung der österreichischen Sachgütererzeugung im Jahr 2015 wurde auf ebendiese Indikatoren des WIFO-Konjunkturtests zurückgegriffen (Abbildung 1). Der Vertrauensindikator für Österreich verlief ähnlich wie jener für Deutschland oder die EU insgesamt (Abbildung 2).

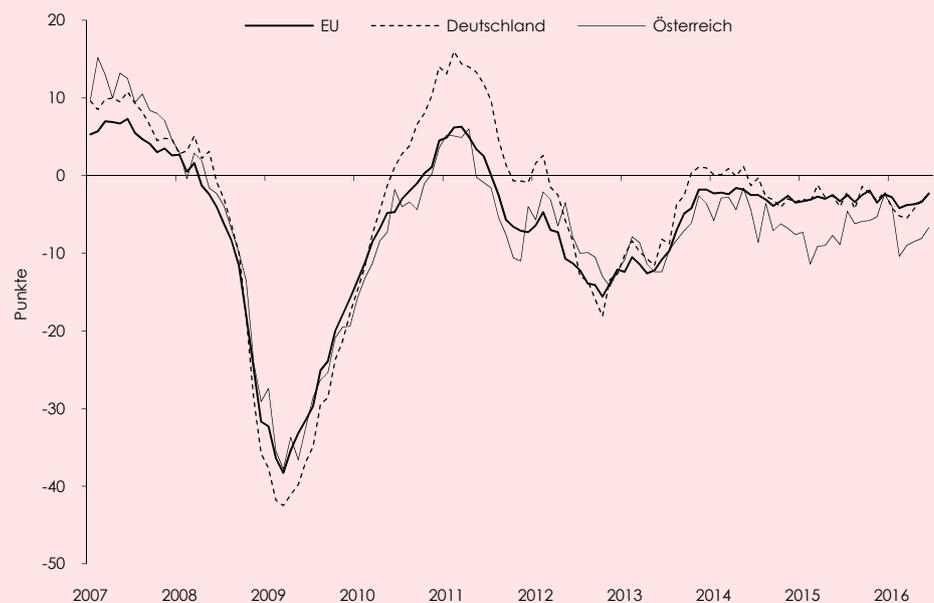
Abbildung 1: Konjunkturbeurteilung durch die Unternehmen in der Sachgütererzeugung

Salden aus positiven und negativen Einschätzungen in % aller Meldungen



Q: WIFO-Konjunkturtest.

Abbildung 2: Der Vertrauensindikator für die EU, Deutschland und Österreich



Q: Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys.

Daten und Definitionen

Die Cash-Flow-Quote ist ein Indikator für die Fähigkeit von Unternehmen, aus den eigenen Umsatzerlösen *Investitionen zu finanzieren, Schulden zu tilgen, Ertragssteuern zu entrichten* oder *Gewinne auszuschütten*. Sie spiegelt die *Selbstfinanzierungskraft* eines Unternehmens wider. Die Eigenkapitalausstattung ist über die reine Haftungsfunktion hinaus vor allem wegen ihrer Vertrauenswirkung bei Kunden und Lieferanten in Bezug auf die künftige Zahlungsfähigkeit sowie die Autonomie der Unternehmen in der Abwicklung risikoreicher Finanzierungsvorhaben von Bedeutung.

Der Cash-Flow eines Unternehmens entspricht dem in einer Periode aus eigener Kraft erwirtschafteten Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben. In Abgrenzung zur *Außenfinanzierung* (durch Beteiligungskapital, Fremdkapital oder Subventionen) sowie zur Finanzierung aus Vermögensumschichtungen (Veräußerungen, Lagerabbau usw.) als weiterem Bestandteil der Innenfinanzierung beruht die *Selbstfinanzierung* i. w. S. auf drei Elementen: zurückbehaltenen erwirtschafteten Gewinnen (Selbstfinanzierung i. e. S.), erwirtschafteten Gegenwerten von *Abschreibungen* und erwirtschafteten *Rückstellungsgegenwerten* mit Verpflichtungscharakter gegenüber Dritten (Schäfer, 2005, Gabler Wirtschaftslexikon, 2013).

Die Cash-Flow-Umsatz-Relation (Cash-Flow-Quote) wird als Anteil des Cash-Flows an den Umsatzerlösen gemessen. Der Cash-Flow wird dafür folgendermaßen definiert:

$$\begin{aligned}
 & \text{Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit} \\
 + & \text{ Normalabschreibungen auf das Anlagevermögen} \\
 + & \text{ Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens} \\
 & [\pm \text{ Dotierung und Auflösung von langfristigen Rückstellungen}] \\
 & [\pm \text{ Dotierung und Auflösung von Sozialkapital}] \\
 = & \text{ Cash-Flow}
 \end{aligned}$$

Die Bilanzdatenbank der KMU Forschung Austria

Als Datenbasis dient die Bilanzdatenbank der KMU Forschung Austria, die aus einem Pool von jährlich mehr als 100.000 Bilanzen österreichischer Unternehmen besteht. Die Branchenzuordnung erfolgt primär nach ÖNACE 2008. Diese statistische Gliederung bietet die Vorteile eines hohen Detaillierungsgrades sowie der internationalen Vergleichbarkeit. Durch die Analyse von Bilanzen (Vermögens- und Kapitalstruktur) sowie Gewinn- und Verlustrechnungen (Leistungs-, Kosten- und Ergebnisstruktur) wird die Auswertung zahlreicher Kennzahlen ermöglicht (Voithofer – Hölzl – Eidenberger, 2011).

Korrigierter Cash-Flow

Im vorliegenden Beitrag wird die Ertragskraft als "korrigierter Cash-Flow" definiert und in Relation zur Betriebsleistung gesetzt. Der buchmäßige Cash-Flow ergibt sich aus der Summe des Ergebnisses der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit und der Abschreibungen. "Korrigiert" wird die Quote durch die Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerentgeltes, das die Kennzahl zwischen Unternehmen unterschiedlicher Rechtsformen vergleichbar machen soll: In Personengesellschaften und Einzelunternehmen wird für die Mitarbeit der Unternehmer kein als Aufwand abzugsfähiges Gehalt verbucht, Kapitalgesellschaften verbuchen hingegen entsprechende Beträge als Aufwand. Als kalkulatorischer Unternehmerlohn wird hier für Personengesellschaften und Einzelunternehmen das Mindestgehalt leitender Angestellter angesetzt, die gleichwertige Tätigkeiten ausüben.

Für die Berechnung sowohl des Medians als auch des arithmetischen Mittels und der Standardabweichung werden größengewichtete und ungewichtete Cash-Flow-Quoten verwendet.

Die für die Sachgütererzeuger relevanten Kosten entwickelten sich 2015 günstig (Übersicht 1). So sanken die Industrierohstoffpreise erneut deutlich (2015 –5,1%), sie waren damit das vierte Jahr in Folge rückläufig. Die Lohnstückkosten stiegen 2015 um nur 1% (2014 +1,2%), und der Zinssatz für Unternehmenskredite verharrte weiterhin auf niedrigem Niveau (2015: 2,2%, 2014: 2,4%). Der real-effektive Wechselkursindex sank im Vergleich zum Vorjahr um 2,6% (2014 +1,5%).

Zur Entwicklung der Ertragslage der Sachgütererzeugung liegen keine Frühindikatoren vor, Bilanzdaten sind erst mit Verzögerung verfügbar. Die Cash-Flow-Quote für 2015 wird deshalb "prognostiziert" und mit Indikatoren verglichen, die auf vorläufigen Daten basieren. Die Schätzung beruht auf der Bilanzdatenbank der KMU Forschung Austria, welche sich sehr gut zur Auswertung von Bilanzdaten österreichischer Unternehmen eignet. Anhand der vorläufigen Daten für 2015 wird zudem eine Schätzung für 2016 erstellt.

Übersicht 1: Die Kostenentwicklung in der Sachgütererzeugung

	Industrierohstoffpreise auf Euro-Basis		Lohnstückkosten		Kredite an nichtfinanzielle Unter- nehmen Zinssatz in %	Real-effektiver Wechselkursindex	
	2010 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %	2010 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %		I. Quartal 1999 = 100	Veränderung gegen das Vorjahr in %
2004	62,0	+ 7,4	98,7	- 3,0	4,0	98,7	+ 0,9
2005	69,5	+ 7,6	97,6	- 1,1	3,8	97,5	- 1,2
2006	92,9	+23,4	94,1	- 3,5	4,1	96,8	- 0,7
2007	96,8	+ 3,9	92,5	- 1,6	4,9	97,3	+ 0,5
2008	88,4	- 8,4	96,9	+ 4,4	5,4	97,5	+ 0,2
2009	68,2	-20,2	107,5	+10,6	3,3	97,9	+ 0,5
2010	99,9	+31,7	100,0	- 7,5	2,7	95,1	- 2,9
2011	108,7	+ 8,8	98,8	- 1,2	3,1	95,8	+ 0,7
2012	99,1	- 9,7	101,5	+ 2,7	2,7	94,3	- 1,5
2013	93,3	- 5,7	104,0	+ 2,5	2,4	96,2	+ 1,9
2014	88,7	- 4,6	105,2	+ 1,2	2,4	97,7	+ 1,5
2015	83,6	- 5,1	106,2	+ 1,0	2,2	95,1	- 2,6

Q: WDS – WIFO-Daten-System, Macrobond, OeNB.

1. Die Prognose der Cash-Flow-Umsatz-Relation auf Branchenebene

Schätzungen für das Jahr 2015 zeigen einen geringfügigen Rückgang der durchschnittlichen Cash-Flow-Umsatz-Relation der österreichischen Sachgütererzeuger auf 8,5% (2014: 8,6%).

Die jährliche Berichterstattung des WIFO zur Ertragskraft der Sachgütererzeugung verwendet seit 2014 Indikatoren aus der Bilanzdatenbank der KMU Forschung Austria. Ein Vergleich der Ergebnisse mit den WIFO-Monatsberichten vor 2014 ist daher nicht möglich (Hölzl – Friesenbichler – Hölzl, 2014).

Wegen der Umstellung von NACE Rev. 1.1 auf NACE Rev. 2 basiert die Prognose zudem auf relativ kurzen Zeitreihen, da die verwendeten Kennzahlen erst ab 2000 vorliegen. Im Datensatz sind die Werte für die Branchen Tabakverarbeitung (NACE 12), Kokerei und Mineralölverarbeitung (NACE 19) und Sonstiger Fahrzeugbau (NACE 30) nicht besetzt, sodass für die ökonometrischen Schätzungen nur 21 der 24 Branchen berücksichtigt werden konnten. Die ökonometrische Schätzung für das Jahr 2015 stützt sich auf Daten der Periode 2000 bis 2014.

Gemessen an der durchschnittlichen Ertragsquote der Jahre 2008 bis 2014 waren die Getränkeherstellung (NACE 11), die Herstellung von chemischen Erzeugnissen (NACE 20) und von pharmazeutischen Erzeugnissen (NACE 21) besonders ertragsreich. Relativ niedrig war die Cash-Flow-Umsatz-Relation in der Herstellung von Möbeln (NACE 31), von Textilien (NACE 13) und von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren ohne Möbel (NACE 16).

Übersicht 2: Schätzgleichungen zur Prognose der Cash-Flow-Umsatz-Relation

	$\log \pi_{it-1}$	I_{it}	I_{it}^2	$\log SD(\pi_{it-1})$
Koeffizient	0,30***	- 0,05	0,01	0,33***
z-Wert	9,17	- 0,37	0,61	5,95

Q: WIFO-Berechnungen. Zahl der Beobachtungen: 273. π ... Cash-Flow-Quote, I ... Konjunkturindikator, SD ... Standardabweichung innerhalb der Branche, i ... Branche, t ... Jahre, *** ... signifikant auf einem Niveau von 1%.

Das panelökonometrische Modell zur Cash-Flow-Prognose

Die Prognose der Cash-Flow-Entwicklung auf Branchenebene verwendet einen panelökonometrischen Ansatz. Durch die gemeinsame Betrachtung von Branchendaten kann trotz eher kurzer Zeitreihen eine relativ zuverlässige ökonomische Schätzung der Cash-Flow-Quote gewonnen werden. Die geschätzte Spezifikation folgt der industrieökonomischen Literatur und geht davon aus, dass die Ertragskraft und damit auch die Selbstfinanzierungskraft von Unternehmen im Zeitverlauf persistente Unterschiede aufweist (Mueller – Cubbin, 2005, Aiginger – Pfaffermayr, 1997). Da die Branchen in der Sachgütererzeugung darüber hinaus durch Eintrittsbarrieren und versunkene Investitionen charakterisiert sind, wird ein Ausgleich der Ertragskraft über die Branchen hinweg langsamer erfolgen. Leider stehen keine branchenspezifischen Strukturdaten zur Erklärung der Cash-Flow-Quote zur Verfügung. Den Merkmalen der Branchenstruktur wird durch Berücksichtigung fixer Brancheneffekte Rechnung getragen. Das ökonometrische Modell enthält zudem die um eine Periode verzögerte Cash-Flow-Quote, um die partielle Anpassung an externe Schocks abzubilden.

Die zentrale erklärende Variable ist ein synthetischer Konjunkturindikator auf der Branchenebene (I_{it}, I_{it-1}) auf Basis der subjektiven Einschätzung der Unternehmen aus dem WIFO-Konjunkturtest. Der Indikator wird aus den Jahresdurchschnittswerten der Salden aus optimistischen und pessimistischen Angaben (in Prozent aller Antworten) zur Beurteilung der aktuellen Auftragsbestände (AB), der Geschäftslage in den nächsten sechs Monaten (GL) sowie zur Preisentwicklung (PR) nach folgender Formel berechnet (Oppenländer, 1995):

$$I = [(AB + 2)(GL + 2)(PR + 2)]^{1/3} - 2,$$

wobei die einzelnen Indikatoren als Prozentwerte in die Berechnung eingehen. Die Saldenreihen weisen einerseits eine hohe Korrelation mit der Entwicklung der Cash-Flow-Umsatz-Relation sowie mit der Veränderungsrate der Sachgüterproduktion auf. Andererseits bilden sie auch unbeobachtbare Strukturunterschiede sowie Unterschiede in der Kostenentwicklung nach Branchen ab. Für die Prognose sollte dieser Indikator einen ausreichenden Vorlauf besitzen. Die Korrektur der Werte um 2 stellt sicher, dass die Werte in der eckigen Klammer stets positiv sind.

Formal ist das ökonometrische Prognosemodell wie folgt spezifiziert:

$$\log \pi_{it} = \beta_1 \log \pi_{it-1} + \beta_2 I_{it} + \beta_3 I_{it}^2 + \beta_4 SD(\pi_{it-1}) + \beta_0 + \sum_{j=1}^{21} \gamma_j S_j + \varepsilon_{it},$$

$$\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2).$$

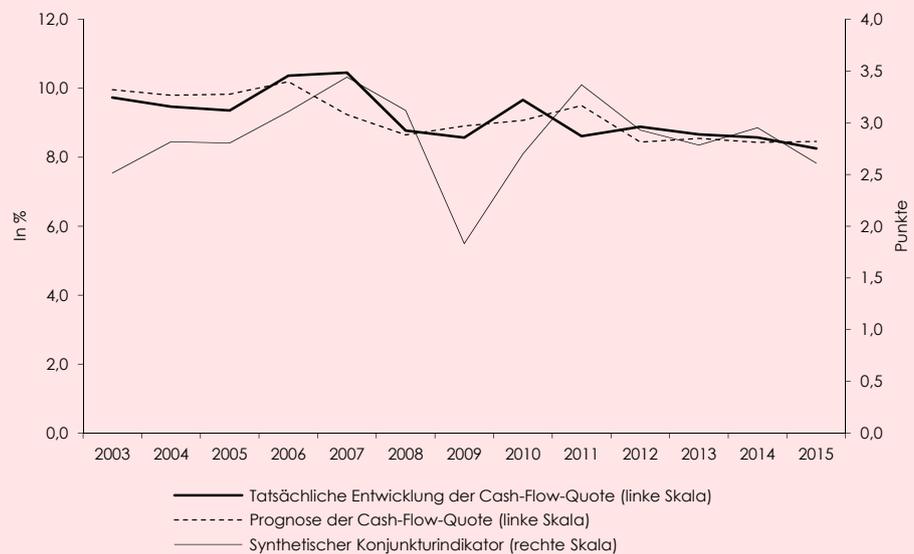
Neben der verzögerten Cash-Flow-Umsatz-Relation π_{it-1} , dem WIFO-Konjunkturindikator I_{it} und dessen quadriertem Term I_{it}^2 gehen die um eine Periode verzögerte Standardabweichung der Cash-Flow-Umsatz-Relation ($SD(\pi_{it-1})$) und fixe Brancheneffekte S_j in das Prognosemodell ein.

Die Schätzung des dynamischen Panelmodells verwendet einen Ansatz, der mögliche Verzerrungen aufgrund geringer Stichprobengrößen korrigiert (Kiviet, 1995, Bun – Kiviet, 2003, Bruno, 2005). Die Prognose der durchschnittlichen Cash-Flow-Quote für die gesamte Sachgütererzeugung ergibt sich als gewichtetes Mittel der Branchenprognosen, wobei der Definition der Cash-Flow-Quote entsprechend die Umsatzanteile der einzelnen Branchen als Gewichte verwendet werden. Die Umsatzgewichte werden als deterministisch angenommen und für die Jahre 2015 und 2016 mit dem Wert des Jahres 2014 fortgeschrieben.

Die Schätzergebnisse für die Periode 2000 bis 2014 sind in Übersicht 2 ausgewiesen. Alle erklärenden Variablen mit Ausnahme des quadrierten WIFO-Konjunkturindikator, aber einschließlich der fixen Brancheneffekte sind signifikant. Der signifikante Parameter der um eine Periode verzögerten Cash-Flow-Quote impliziert, dass exogene Einflüsse auf die Ertragsentwicklung, wenn auch mit relativ geringer Persistenz, mehrere Perioden nachwirken. Insgesamt zeigt das geschätzte Modell eine hinreichend gute Schätzgüte (Abbildung 3), die jedoch nicht überbewertet werden soll, da sie zu einem wesentlichen Teil von den fixen Brancheneffekten bestimmt wird.

Besonders deutlich erhöhte sich die Cash-Flow-Quote gegenüber dem Durchschnitt 2008/2014 in der Herstellung von Papier, Pappe und Waren (NACE 17) und in der Herstellung von Textilien (NACE 13), während sie in der Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (NACE 15), von chemischen Erzeugnissen (NACE 20), im Maschinenbau (NACE 28) und in der Getränkeherstellung (NACE 11) rückläufig war.

Abbildung 3: Prognose und tatsächliche Entwicklung der Cash-Flow-Quote in der Sachgütererzeugung



Q: WIFO-Konjunkturtest, KMU Forschung Austria, WIFO-Berechnungen. 2015: vorläufige Werte der tatsächlichen Cash-Flow-Quote.

Übersicht 3: Die Cash-Flow-Quote in Österreich nach Branchen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ¹⁾	2015 ²⁾	Ø 2008/2014
	Cash-Flow in % des Umsatzes							
Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln	7,2	5,2	5,8	5,4	5,9	4,4	5,6	6,1
Getränkeherstellung	13,4	11,7	10,4	8,7	9,5	7,5	10,1	11,0
Herstellung von Textilien	6,5	5,4	4,7	4,3	5,2	6,9	5,8	4,3
Herstellung von Bekleidung	8,3	5,7	5,5	4,6	6,1	5,4	5,8	5,9
Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen	13,6	10,8	9,1	10,2	10,3		8,0	10,5
Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel)	7,9	6,0	6,1	6,1	6,2	6,3	6,0	5,7
Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus	9,5	10,4	9,5	8,1	10,8	4,3	13,0	10,2
Herstellung von Druckerzeugnissen, Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern	9,9	8,4	7,5	7,4	7,6	11,0	7,8	8,2
Herstellung von chemischen Erzeugnissen	12,2	11,4	10,4	10,7	11,6	5,1	10,5	11,2
Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen	8,3	12,3	12,1	12,7	17,5	8,3	12,0	11,5
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	8,5	9,1	7,8	7,9	7,8	9,3	7,6	8,2
Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	9,9	10,2	10,5	9,0	8,9	7,0	9,3	9,8
Metallerzeugung und -bearbeitung	9,5	8,8	8,5	8,2	7,4	6,5	8,1	9,0
Herstellung von Metallerzeugnissen	10,2	9,4	9,0	9,6	8,7	9,5	8,5	9,5
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen	9,9	11,3	10,3	8,1	9,1	11,4	9,6	9,5
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	10,0	7,7	8,7	9,1	10,3	10,2	8,8	9,2
Maschinenbau	10,5	9,8	8,9	9,6	9,4	7,6	8,6	9,7
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	7,4	9,6	8,9	8,9	7,8	5,3	8,6	7,8
Herstellung von Möbeln	5,3	5,1	5,4	5,6	4,7	6,4	5,5	5,3
Herstellung von sonstigen Waren	10,0	8,7	8,8	9,1	9,1	11,2	8,9	8,4
Reparatur und Installation von Maschinen und Ausrüstungen	8,3	6,3	6,7	6,6	6,7	6,9	6,6	7,2
Herstellung von Waren insgesamt, umsatzgewichtet	9,7	8,6	8,9	8,7	8,6	8,3	8,5	8,8
In der Prognose berücksichtigte Branchen	9,3	8,7	8,3	8,1	8,6		8,3	8,5

Q: KMU Forschung Austria, WIFO-Berechnungen. – 1) 2015: vorläufige Daten. – 2) WIFO-Schätzung.

Die unterschiedliche Ertragsentwicklung der einzelnen Branchen geht über die Angaben der Unternehmen in die Schätzung des synthetischen Konjunkturindikators ein. Die heterogenen Wirkungen der Veränderung der Rahmenbedingungen können eingeschränkt abgebildet werden. Daher sind die Schätzergebnisse für die einzelnen Branchen mit größerer Vorsicht zu interpretieren als die umsatzgewichtete, aggregierte Schätzung (Übersicht 3).

Die aggregierte Cash-Flow-Quote war gemäß den panelökonometrischen Schätzungen im Jahr 2015 mit 8,5% um 0,1 Prozentpunkt niedriger als im Vorjahr (siehe Kasten "Das panelökonometrische Modell zur Cash-Flow-Prognose"). Dieser Wert lag leicht unter dem Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2014 von 8,8% (Übersicht 3).

Die umsatzgewichteten aggregierten Ergebnisse der ökonometrischen Schätzungen für das Jahr 2016 deuten auf eine Seitwärtsbewegung der Cash-Flow-Umsatz-Relation hin. Die Quote wurde mit zwei Modellen geschätzt, welche die Standardabweichung auf Branchenebene sowie die Umsatzgewichtung fortschreiben, um alle in der vorherigen Schätzung verwendeten erklärenden Variablen verwenden zu können.

Das erste Schätzmodell nutzt die vorläufig verfügbaren Werte für das Jahr 2015, um eine Prognose für 2015 zu erstellen. Da für Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (NACE 15) keine Werte vorliegen, wurden hier nur 20 Branchen berücksichtigt. Die Schätzung ergibt für 2016 eine umsatzgewichtete, aggregierte Ertragsquote von 8,1%. Das zweite Modell nutzt die geschätzten Werte für 2015 und ergibt eine umsatzgewichtete, aggregierte Ertragsquote von 9,0%. Der Mittelwert dieser beiden Schätzungen von 8,6% lässt somit für 2016 eine weitgehend unveränderte Cash-Flow-Quote erwarten, die dem verhaltenen Konjunkturbild entspricht.

Diese Schätzung ist jedoch mit Vorsicht zu betrachten, weil sie auf vorläufigen Werten bzw. auf Schätzungen der Branchen für 2015 beruht und der üblichen Unsicherheit von Prognosen unterliegt. Zudem stehen der zugrundeliegende Konjunkturindikator und dessen quadriertes Wert bislang nur für das 1. Halbjahr 2016 zur Verfügung. Wie oben geht über den synthetischen Konjunkturindikator die Einschätzung der Unternehmen zur Ertragsentwicklung der einzelnen Branchen in die Schätzung ein. So können die heterogenen Wirkungen der Veränderungen der Rahmenbedingungen nur eingeschränkt abgebildet werden.

2. Die Ertragsquote ausgewählter Dienstleistungsbranchen

Die für ausgewählte Dienstleistungsbranchen (Übersicht 4)¹⁾ geschätzte Cash-Flow-Quote weicht von der der Sachgütererzeuger ab: Für viele Dienstleistungsunternehmen hat die Selbstfinanzierungskraft aufgrund des Geschäftsmodells einen anderen Stellenwert als in der Sachgütererzeugung. So sind Umsätze und Kapitalumschlagshäufigkeit im Handel hoch, und die Barmittelüberschüsse werden weniger von der Kapitalausstattung als von der Zahlungsbereitschaft und von der Wettbewerbsintensität bzw. Marktkonzentration bestimmt (Friesenbichler, 2009).

Die Ertragsquoten unterscheiden sich zudem stark zwischen den Branchen (Übersicht 4). Hoch ist die Cash-Flow-Quote insbesondere in der Energieversorgung (NACE 35), der Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung (NACE 69) und in der Vermietung von beweglichen Sachen (NACE 77). Die niedrigste Ertragsquote ergibt sich für den Handel mit Kraftfahrzeugen, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen (NACE 41) und für den Hochbau (NACE 41).

Ein Vergleich der gewichteten mit der ungewichteten Stichprobe deutet auf unterschiedliche Strukturen innerhalb der Branchen nach Größenklassen hin. Wenn die umsatzgewichtete Cash-Flow-Umsatz-Quote niedriger ist als die ungewichtete Quote, sind kleinere Betriebe tendenziell ertragreicher als Großbetriebe. Dies wird üblicherweise durch die Wettbewerbssituation bestimmt. So können Nischenstrategien

Die Cash-Flow-Quote variiert zwischen den Dienstleistungsbranchen stärker als in der Sachgütererzeugung. Diese Abweichungen können etwa auf Unterschiede zwischen den Skalenerträgen und der Wettbewerbsintensität zurückgehen.

¹⁾ Die Auswahl der Branchen und der Periode orientiert sich an der Verfügbarkeit und Plausibilität der Daten.

eine höhere Ertragsquote ermöglichen, d. h. Unternehmen schneiden ihr Leistungsangebot auf die spezifischen Probleme der potentiellen Nachfrager einer Marktnische zu. Dadurch wird die Marktnische intensiv ausgenützt und der Wettbewerbsdruck verringert (*Gabler Wirtschaftslexikon*, 2013).

Höhere Ertragsquoten kleinerer Unternehmen sind insbesondere in der Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben, Unternehmensberatung (NACE 70) und in der Energieversorgung (NACE 35) zu beobachten. Größenvorteile scheinen in der Telekommunikation (NACE 61) und in den sonstigen freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Tätigkeiten (NACE 74) zu bestehen (Übersicht 4).

Übersicht 4: Die Cash-Flow-Quote in ausgewählten Dienstleistungsbranchen

	Umsatzgewichtete Stichprobe					Ungewichtete Stichprobe				
	2014	Mittelwert 2000/ 2015	Variations- koeffi- zient in %	Mittelwert 2007	Mittelwert 2008/ 2015	2014	Mittelwert 2000/ 2015	Variations- koeffi- zient in %	Mittelwert 2007	Mittelwert 2008/ 2015
Cash-Flow in % des Umsatzes										
Energieversorgung	14,5	17,6	19	20,7	14,5	27,4	19,9	24	20,9	18,9
Sammlung, Behandlung und Beseitigung von Abfällen	9,5	10,6	12	10,2	10,9	12,4	12,5	6	12,4	12,6
Hochbau	4,8	4,7	12	4,6	4,8	5,7	5,7	11	5,6	5,8
Tiefbau	4,4	4,4	12	4,1	4,8	8,8	7,7	16	7,1	8,2
Vorbereitende Baustellenarbeiten, Bauinstallation und sonstiges Ausbaugewerbe	6,0	6,2	7	6,2	6,3	7,0	7,1	8	6,9	7,3
Handel mit Kraftfahrzeugen, Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen	2,6	2,7	11	2,7	2,7	4,4	4,3	14	4,0	4,7
Großhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen und Kraftfahrzeugen)	3,7	4,2	9	4,5	4,0	6,7	6,1	11	5,7	6,5
Einzelhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen)	3,9	4,8	10	4,9	4,7	5,6	5,6	11	5,2	6,0
Beherbergung	14,3	14,0	13	13,5	14,4	14,8	14,4	8	14,0	14,8
Gastronomie	9,9	8,5	12	7,7	9,3	8,9	8,6	12	8,5	8,7
Verlagswesen	11,3	9,4	28	7,7	11,1	11,1	9,7	18	8,4	11,0
Herstellung, Verleih und Vertrieb von Filmen und Fernsehprogrammen, Kinos, Tonstudios und Verlegen von Musik	11,5	11,0	24	10,0	11,9	13,2	14,0	10	13,6	14,3
Telekommunikation	31,3	19,5	41	17,6	21,5	19,5	16,7	12	17,0	16,4
Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie	9,8	8,6	16	7,9	9,3	14,9	13,4	15	11,8	15,0
Informationsdienstleistungen	11,0	11,4	17	12,1	10,8	16,0	14,6	14	13,5	15,6
Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung	22,7	18,3	21	15,6	20,9	23,6	21,3	13	19,1	23,5
Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben, Unternehmensberatung	12,4	12,1	23	10,7	13,5	23,0	20,7	16	18,3	23,1
Architektur- und Ingenieurbüros, technische, physikalische und chemische Untersuchung	11,8	11,8	16	10,9	12,7	16,0	15,6	14	14,5	16,8
Forschung und Entwicklung	6,9	9,6	29	8,9	10,3	10,2	10,6	24	10,7	10,5
Werbung und Marktforschung	7,7	9,0	20	9,7	8,4	12,0	11,2	13	10,3	12,0
Sonstige freiberufliche, wissenschaftliche und technische Tätigkeiten	20,4	12,9	30	11,8	14,0	14,2	14,8	14	13,6	15,9
Vermietung von beweglichen Sachen	26,1	28,4	15	30,7	26,1	26,3	25,4	6	25,4	25,3
Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften	1,4	2,8	27	2,9	2,8	6,0	5,7	18	5,3	6,0

Q: KMU Forschung Austria, WIFO-Berechnungen. 2015: vorläufige Werte.

Auch die Schwankungsbreite der Ertragsquote innerhalb der Branchen über die Zeit ist sehr unterschiedlich. Der Variationskoeffizient (Anteil der Standardabweichung am Mittelwert) ist in den sonstigen freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Tätigkeiten (NACE 74) sowie in der Telekommunikation (NACE 61) am höchsten, in den vorbereitenden Baustellenarbeiten, Bauinstallationen und sonstigem Ausbaugewerbe (NACE 43) am niedrigsten (Übersicht 4).

Wie der Vergleich der Cash-Flow-Quote der Periode vor der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise (2000/2007) mit den Jahren danach (2008/2015) zeigt, war die Ertragsquote lediglich in der Energieversorgung neuerlich rückläufig, was sich durch den hohen Anteil an versunkenen Kosten erklären lässt (*Hölzl – Friesenbichler – Hölzl*, 2014). In manchen Branchen erhöhte sich die Ertragsquote, oft auch trotz rückläufiger Wertschöpfung. Einen deutlichen Anstieg verzeichneten das Verlagswesen (NACE 58), die Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung (NACE 69) sowie die Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben und Unternehmensberatung (NACE 70).

3. Anhang: Die Eigenkapitalquote im internationalen Vergleich

Eine Determinante der Ertragskraft ist die Ausstattung der Unternehmen mit Eigenkapital. Die Eigenkapitalquote ist – stärker als die Cash-Flow-Quote – ein Strukturindikator. Sie wird von der unternehmens- und branchenspezifischen Kapitalintensität und dem Geschäftsrisiko bestimmt. Im internationalen Vergleich spielt überdies die Nichtneutralität der Finanzierungsformen eine Rolle. Ist die Unternehmensfinanzierung über Bankkredite wegen der Absetzbarkeit der Zinszahlungen für die Unternehmen billiger als der Aufbau von Eigenkapital, so wird dies Auswirkungen auf die Finanzstruktur der Unternehmen haben.

Die Analyse der Eigenkapitalquote basiert auf der BACH-Datenbank (Bank for Accounts of Companies Harmonized). Diese wird seit 1987 von der Europäischen Kommission (DG ECFIN) in Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss der Bilanzzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt, um Vergleiche zwischen EU-Ländern zu ermöglichen. Derzeit werden aggregierte Jahresabschlussdaten für 9 Länder angeboten: Österreich, Belgien, Spanien, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Portugal, Polen. Zudem liegt eine Gliederung nach 87 Branchen nach NACE Rev. 2 vor (Zweisteller), davon 24 in der Sachgütererzeugung, und 3 Größenklassen (Unternehmen mit einem jährlichen Umsatz unter 10 Mio. €, von 10 bis 50 Mio. € und über 50 Mio. €).

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote großer österreichischer Sachgütererzeuger lag 2014 mit 41,2% leicht unter dem Durchschnitt der Vergleichsländer von 42,6%. Die Quote verringert sich mit der Betriebsgröße: Für kleine und mittlere Sachgütererzeuger blieb sie mit 36,0% deutlich unter dem internationalen Durchschnitt von 46,6%. Der Median zeigt ein ähnliches Bild, der Abstand vom Durchschnitt der Vergleichsländer ist aber für Großunternehmen größer (Übersicht 5).

Übersicht 5: Internationaler Vergleich der gewichteten Eigenkapitalquote in der Sachgütererzeugung

	Große Unternehmen		Kleine und mittlere Unternehmen					
	Ø 2000/ 2014	2014	Insgesamt		Mittlere Unternehmen		Kleine Unternehmen	
			Ø 2000/ 2014	2014	Ø 2000/ 2014	2014	Ø 2000/ 2014	2014
	In % der Bilanzsumme							
<i>Durchschnittswerte</i>								
Österreich	38,7	41,2	34,5	36,0	36,7	36,9	29,2	34,2
Belgien	43,4	49,3	45,0	53,7	44,3	54,9	45,7	52,8
Tschechien	51,0	.	49,5	.	50,3	.	48,1	.
Deutschland	30,6	32,9	33,8	41,4	34,9	41,7	29,6	40,0
Spanien	39,4	39,0	43,0	48,5	45,7	49,4	41,1	48,0
Frankreich	34,3	34,1	38,9	43,2	38,3	43,0	39,7	43,4
Italien	32,5	38,0	28,3	33,2	31,4	37,5	25,1	29,0
Niederlande	46,3	51,4	52,5	71,7	47,4	56,3	54,1	75,8
Polen	50,2	51,0	49,8	54,2	50,5	55,3	48,7	52,3
Portugal	44,2	47,0	36,6	37,1	40,9	42,1	33,3	33,7
Slowakei ¹⁾	51,6	.	37,0	.	42,8	.	31,6	.
Durchschnitt ²⁾	42,0	42,6	40,8	46,6	42,1	46,3	38,7	45,5
<i>Medianwerte</i>								
Österreich	36,6	37,7	26,1	30,9	31,6	34,7	24,4	30,1
Belgien	35,4	43,8	35,8	39,0	38,4	45,5	35,6	38,3
Deutschland	31,2	35,8	26,1	38,2	29,5	39,4	23,5	36,8
Spanien	42,9	43,7	29,1	35,8	43,0	47,4	28,6	35,2
Frankreich	35,1	39,7	36,5	43,3	35,2	41,0	36,7	43,8
Italien	28,5	34,9	17,5	21,2	25,3	32,3	16,5	20,0
Niederlande	39,8	47,2	34,5	36,6	39,7	42,5	34,0	36,3
Polen	50,4	52,2	51,5	54,7	48,7	52,6	52,1	55,2
Portugal	42,0	46,2	27,7	27,7	37,9	39,9	27,2	27,2
Slowakei ¹⁾	37,1	.	25,0	.	40,7	.	24,2	.
Durchschnitt ²⁾	37,9	42,4	31,0	36,4	37,0	41,7	30,3	35,9

Q: BACH-Daten (Banque de France), WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Werte bis 2013. – ²⁾ Ohne Slowakei.

Diese internationalen Vergleiche bieten grobe Anhaltspunkte und sind mit Vorsicht zu interpretieren: Aufgrund der Abweichungen zwischen Rechnungslegungsstandards, Bilanzstichtagen, Stichprobengrößen und Datenquellen sowie der Brüche in den Zeitreihen sind Verzerrungen möglich²⁾.

4. Literaturhinweise

- Aiginger, K., Pfaffermayr, M., "Explaining Profitability Differences: From Cross-Section to Panel Research", Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 1997, 117, S. 85-105.
- Bilek-Steindl, S., Baumgartner, J., Bierbaumer-Polly, J., Bock-Schappelwein, J., Christen, E., Fritz, O., Hölzl, W., Huemer, U., Klien, M., Leoní, Th., Peneder, M., Rocha-Akis, S., Schiman, St., Sinabell, F., Streicher, G., Url, Th., Wolfmayr, Y., "Leichte Verbesserung der heimischen Konjunktur. Die österreichische Wirtschaft im Jahr 2015", WIFO-Monatsberichte, 2016, 89(4), S. 227-300, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/58800>.
- Bruno, G. S. F., "Approximating the bias of the LSDV estimator for dynamic unbalanced panel data models", Economics Letters, 2005, 87(3), S. 361-366.
- Bun, M. J. G., Kiviet, J. F., "On the diminishing returns of higher-order terms in asymptotic expansions of bias", Economics Letters, 2003, 79(2), S. 145-452.
- Friesenbichler, K. S., "Cash-Flow-Marge der österreichischen Sachgütererzeugung 2008 noch stabil", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(6), S. 415-424, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/36064>.
- Gabler Wirtschaftslexikon, Heidelberg, 2013.
- Hölzl, W., Friesenbichler, K. S., Hölzl, K., "Leichter Rückgang der Cash-Flow-Quote. Die Ertragskraft der österreichischen Sachgütererzeugung 2013", WIFO-Monatsberichte, 2014, 87(8), S. 569-580, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/47426>.
- Kiviet, J. F., "On Bias, Inconsistency, and Efficiency of Various Estimators in Dynamic Panel Data Models", Journal of Econometrics, 1995, 68, S. 53-78.
- Mueller, D. C., Cubbin, J., The dynamics of company profits, Cambridge University Press, Cambridge, 2005.
- Oppenländer, K. H., Konjunkturindikatoren – Fakten, Analysen, Verwendung, Oldenbourg, München, 1995.
- Schäfer, H., Unternehmensfinanzen, Physica, Heidelberg, 1998.
- Schäfer, H., Unternehmensinvestitionen. Grundzüge in Theorie und Management, Springer-Verlag, Heidelberg, 2005.
- Voithofer, P., Hölzl, K., Eidenberger, J., Bilanzkennzahlen – Praxishandbuch, KMU Forschung Austria, Wien, 2011.

²⁾ Siehe BACH User Guide, https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie_et_Statistiques/BACH-Summary-Userguide.pdf, abgerufen am 25. August 2015.