

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

Cash-Flow-Quote 2016 stabil auf hohem Niveau

Die Ertragskraft der österreichischen Sachgütererzeugung

Cash-Flow-Quote 2016 stabil auf hohem Niveau. Die Ertragskraft der österreichischen Sachgütererzeugung

Im Jahresdurchschnitt 2015 lag die Cash-Flow-Umsatz-Relation in der österreichischen Sachgütererzeugung mit 9,2% deutlich über dem Vorjahreswert von 8,4%. 2016 wird sie voraussichtlich auf hohem Niveau verharren. Die Zunahme ging mit einer robusten Entwicklung der realen Bruttowertschöpfung der Sachgütererzeugung einher (2015 +1,8%, 2016 +1,7%). Die Cash-Flow-Quote dürfte sich gemäß der Schätzung mit einem dynamischen panelökonometrischen Modell für die Branchen der Sachgütererzeugung im Jahr 2017 weiterhin positiv entwickeln.

Cash-Flow-to-Sales Ratio 2016 Remains Stable at a High Level. Profitability of Austrian Manufacturing Sector

In 2015, the cash-flow-to-sales ratio of the Austrian manufacturing sector reached an estimated 9.2 percent, exceeding the previous year's ratio of 8.4 percent. The ratio is likely to have remained at that level in 2016. This increase in manufacturing profitability is due to the sector's sound economic growth performance. The sector's value added growth rate amounted to 1.7 percent in 2016 and 1.8 percent in 2015. According to further estimates of a dynamic, panel-econometric model at industry level, the cash-flow-to-sales ratio in manufacturing will continue its upward movement in 2017.

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.

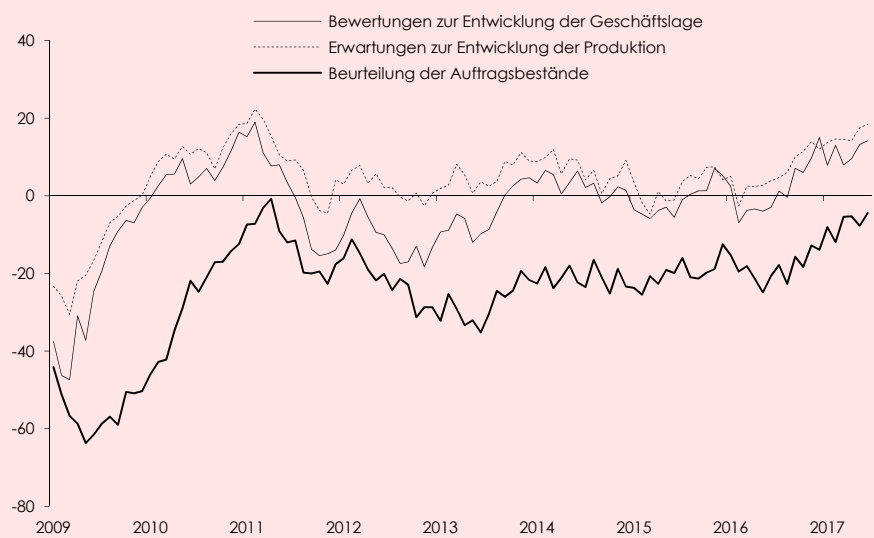
Begutachtung: Michael Peneder (WIFO), Peter Voithofer (KMU Forschung Austria) • **Wissenschaftliche Assistenz:** Anna Strauss (WIFO, anna.strauss@wifo.ac.at)

Die nach der Erholung in den Jahren 2010 und 2011 lange Zeit verhaltene gesamtwirtschaftliche Konjunktur wurde in den letzten Jahren deutlich robuster. 2016 wuchs das Bruttoinlandsprodukt real um 1,5% (2015 +1%). Dies zeigt sich auch auf Sektorebene: Die Industriekonjunktur verlief 2016 positiv (Wertschöpfung 2016 +1,7%, 2015 +1,8%), die Unternehmensstimmung verbesserte sich laut WIFO-Konjunkturtest im Jahresverlauf kontinuierlich. Erstmals seit 2007 steigerte die Bauwirtschaft ihre Wertschöpfung (+1,0%). Positive Wachstumsbeiträge kamen auch von den meisten Dienstleistungsbereichen: Das Kredit- und Versicherungswesen expandierte um 3,2%, ähnlich die Bereiche Handel (+2,1%), Beherbergung und Gastronomie (+2,3%) sowie Grundstücks- und Wohnungswesen (+2,0%). Ebenso trugen die Bereiche Information und Kommunikation, sonstige wirtschaftliche Dienstleistungen, öffentliche Verwaltung und sonstige Dienstleistungen positiv zum Wachstum bei. Gedämpft wurde die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung dagegen durch den Rückgang in den Bereichen Energie- und Wasserversorgung sowie Verkehr. Dies spiegelt sich in der Investitionsnachfrage: Sie belebte sich 2016 ebenfalls deutlich, besonders in Ausrüstungen wie Maschinen und Fahrzeuge wurde vermehrt investiert. Nach der verhaltenen Performance in den vergangenen Jahren zog auch die Baukonjunktur 2016 an, die Bauinvestitionen wurden erstmals seit 2012 wieder ausgeweitet. Insgesamt stiegen die Anlageinvestitionen gegenüber dem Vorjahr um 2,9%. Dieses Wachstum kam trotz einer relativ schwachen Dynamik im österreichischen Außenhandel zustande. Vor allem die Nachfrage aus den USA und den MOEL 5 entwickelte sich stockend. Die rückläufige Entwicklung des Handels mit den USA ist jedoch auch ein Gegeneffekt des hohen Vorjahresergebnisses, als die Abwertung des Euro sehr expansiv wirkte (Bilek-Steindl et al., 2017).

In den einzelnen Industriezweigen entwickelte sich der Produktionswert vor diesem Hintergrund sehr unterschiedlich. Der Maschinenbau, der mit Abstand größte Industriezweig Österreichs, erzielte im Jahr 2016 ein relativ geringes Wachstum (+1,1%). Am stärksten erhöhte sich der Produktionswert mit knapp +10% in der Herstellung von elektrischen Ausrüstungen (+9,8%), dem sonstigen Fahrzeugbau (+9,5%) sowie der Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen (+9,4%). Kräftig ausgeweitet wurden auch die Getränkeherstellung (+5,1%), die Herstellung von Holzwaren (+4,9%), von Kraftwagen und Kraftwagenteilen (+4,5%) sowie von pharmazeutischen Erzeugnissen (+4,2%). Andererseits blieb der Produktionswert in der Herstellung von sonstigen Waren (-12,6%), der Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (-7,8%) sowie der Metallerzeugung und Metallbearbeitung (-6,4%) weit unter dem Vorjahresniveau.

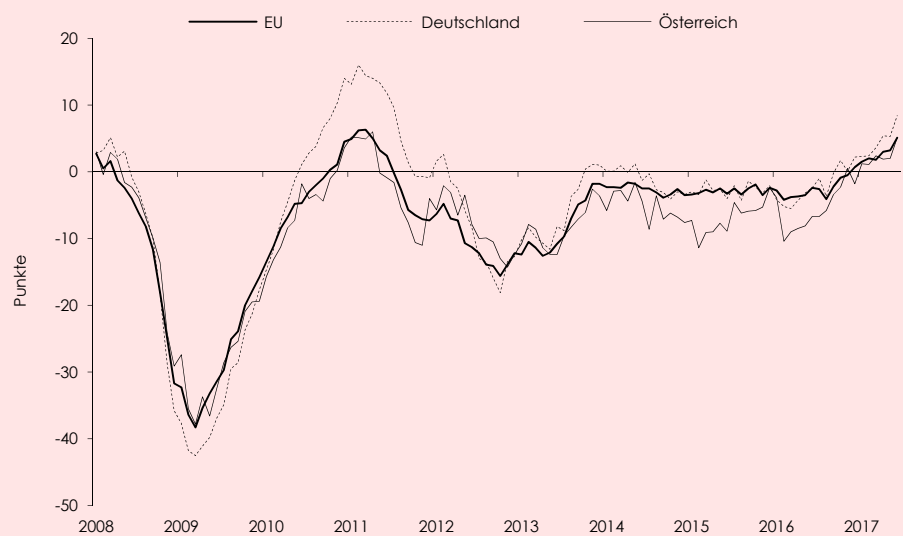
Abbildung 1: Konjunkturbeurteilung durch die Unternehmen in der Sachgütererzeugung

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.

Die insgesamt stabile Entwicklung bestätigen auch die Indikatoren des WIFO-Konjunkturtests: Die Unternehmensstimmung verbesserte sich im Jahresverlauf stetig, ab August überwogen die positiven Einschätzungen der aktuellen Geschäftslage. Ebenso stiegen die Erwartungen zur künftigen Produktion kontinuierlich (Abbildung 1). Auch die Kapazitätsauslastung erhöhte sich, lag aber bis Mitte 2016 noch unter dem Median der letzten 15 Jahre. Der Vertrauensindikator für Österreich zog ähnlich wie jener für Deutschland oder die EU insgesamt ab Mitte 2016 kräftig an (Abbildung 2).

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, 2006, 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 von KMU Forschung Austria

Als Datenbasis dient die Bilanzdatenbank von KMU Forschung Austria, ein Pool von jährlich mehr als 100.000 Bilanzen österreichischer Unternehmen. 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 bzw. Unternehmerinnen 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 auch 2016 günstig (Übersicht 1). So sanken die Industrierohstoffpreise erneut deutlich (2016 –2,3%), sie waren somit das fünfte Jahr in Folge rückläufig. Aktuelle Daten zu den Lohnstückkosten liegen bislang nicht vor. Der Zinssatz für Unternehmenskredite verharrte auf sehr niedrigem Niveau (2016: 2,2%, 2015: 2,3%). Der real-effektive Wechselkursindex stieg 2016 im Vergleich zum Vorjahr um 1,3% (2015 –2,7%).

Übersicht 1: Die Kostenentwicklung in der Sachgütererzeugung

	Industrierohstoffpreise auf Euro-Basis		Lohnstückkosten		Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen 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 %
2005	69,5	+ 14,47	97,6	- 1,1	3,8	97,5	- 1,2
2006	92,9	+ 31,06	94,1	- 3,5	4,1	96,8	- 0,7
2007	96,8	+ 5,93	92,5	- 1,7	4,9	97,3	+ 0,5
2008	88,4	- 2,49	96,9	+ 4,8	5,4	97,5	+ 0,2
2009	68,2	- 21,46	107,5	+ 11,0	4,2	97,9	+ 0,5
2010	99,9	+ 53,54	100,0	- 7,0	3,6	95,1	- 2,9
2011	108,7	+ 8,72	98,8	- 1,2	3,8	95,8	+ 0,7
2012	99,1	- 8,89	101,5	+ 2,7	3,3	94,3	- 1,5
2013	93,3	- 5,77	103,7	+ 2,3	3,1	96,2	+ 2,1
2014	88,7	- 4,95	104,7	+ 0,9	2,8	97,7	+ 1,5
2015	83,6	- 5,80	105,9	+ 1,2	2,3	95,1	- 2,7
2016	81,7	- 2,24			2,2	96,3	+ 1,3

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

Zur Entwicklung der Ertragslage der Sachgütererzeugung fehlen Frühindikatoren, Bilanzdaten sind erst mit Verzögerung verfügbar. Die Cash-Flow-Quote für 2016 wird deshalb "prognostiziert" und mit Indikatoren verglichen, die auf vorläufigen Daten basieren. Die Schätzung beruht auf der Bilanzdatenbank von KMU Forschung Austria, welche sich sehr gut zur Auswertung von Bilanzdaten österreichischer Unternehmen eignet. Anhand der vorläufigen Daten für 2016 wird zudem eine Schätzung für das Jahr 2017 vorgenommen.

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

Schätzungen für das Jahr 2016 zeigen eine leichte Zunahme der durchschnittlichen Cash-Flow-Umsatz-Relation der österreichischen Sachgütererzeuger auf 9,3%. 2015 war die Quote mit 9,2% bereits relativ hoch.

Die jährliche Berichterstattung des WIFO zur Ertragskraft der Sachgütererzeugung verwendet seit 2014 Indikatoren aus der Bilanzdatenbank von KMU Forschung Austria. Ein Vergleich der Ergebnisse mit den Berichten 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) sowie 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 2016 stützt sich auf Daten der Periode 2000 bis 2015.

Gemessen an der durchschnittlichen Ertragsquote der Jahre 2008 bis 2016 waren die Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen (NACE 21), von chemischen Erzeugnissen (NACE 20) und die Getränkeherstellung (NACE 11) besonders ertragsreich. Relativ niedrig war die Cash-Flow-Umsatz-Relation in der Herstellung von Möbeln (NACE 31), von Textilien (NACE 13) und von Kleidung (NACE 14).

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

	$\log \pi_{t-1}$	I_{t-1}	I_{t-1}^2	$\log SD(\pi_{t-1})$
Koeffizient	0,29***	0,74**	- 0,11**	0,43***
z-Wert	4,57	2,53	- 2,12	4,59

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 5%, *** ... 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 ökonometrische 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 aufweisen (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, wobei i die Branche bezeichnet. 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 und der Branchenindex i aus Gründen der Übersichtlichkeit weggelassen wird. 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-Konjunkturindikators, 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 lag die Cash-Flow-Quote des Jahres 2016 über dem Durchschnitt 2008/2015 in der Herstellung von chemischen Erzeugnissen (NACE 20), von Papier, Pappe und Waren daraus (NACE 17), von Kraftwagen und Kraftwagenteilen (NACE 29). Unter dem mehrjährigen Durchschnitt lag die Ertragsquote insbesondere in der Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (NACE 15), der Getränkeherstellung (NACE 11) und der Herstellung von Metallerzeugnissen (NACE 25).

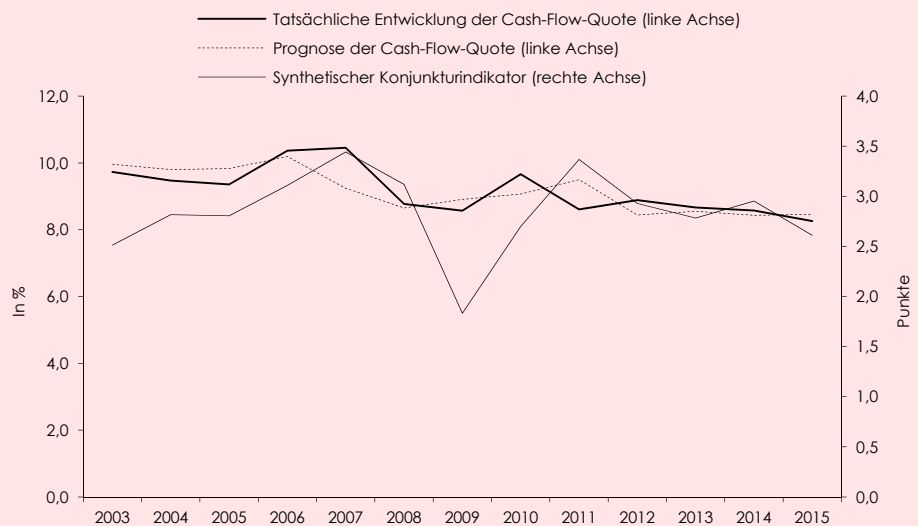
Die unterschiedliche Ertragsentwicklung der einzelnen Branchen geht über die Angaben der Unternehmen in die Schätzung des synthetischen Konjunkturindikators ein. Die heterogenen Wirkungen der Veränderung der Rahmenbedingungen können eingeschränkt abgebildet werden. Daher sind die Schätzergebnisse für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

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ¹⁾	2016 ²⁾	Ø 2008/ 2015
Cash-Flow in % des Umsatzes								
Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln	5,2	5,9	5,4	5,8	5,7	5,0	5,5	6,0
Getränkeherstellung	11,4	10,1	8,7	8,3	9,7	10,7	10,2	10,6
Herstellung von Textilien	5,4	4,6	4,2	5,3	5,6	5,7	5,2	4,4
Herstellung von Bekleidung	5,3	4,7	4,1	5,4	3,6	3,3	5,0	5,4
Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen	10,0	8,6	8,1	9,9	10,1	.	8,6	9,5
Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel)	6,0	5,9	6,0	6,2	8,1	6,5	6,8	6,0
Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus	10,2	9,6	8,2	10,9	11,5	9,6	12,3	10,3
Herstellung von Druckerzeugnissen, Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern	8,5	7,7	7,8	7,9	8,2	9,1	7,7	8,3
Herstellung von chemischen Erzeugnissen	11,9	10,5	11,0	11,9	12,9	7,2	12,8	11,6
Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen	12,3	17,2	17,7	17,4	14,2	8,0	13,3	13,1
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	9,5	7,6	8,2	7,9	7,2	9,9	7,9	8,2
Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	10,3	10,5	9,6	8,7	9,0	6,0	10,1	9,7
Metallerzeugung und -bearbeitung	8,8	8,5	8,2	7,4	8,2	10,3	8,7	8,9
Herstellung von Metallerzeugnissen	9,5	9,1	9,5	8,7	7,8	8,4	8,4	9,4
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen	9,9	10,4	8,9	9,8	10,6	12,2	10,2	9,6
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	7,7	8,8	9,2	10,4	9,5	7,9	8,6	9,3
Maschinenbau	9,9	9,0	9,6	9,5	9,3	10,1	9,5	9,7
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	9,5	8,8	8,7	7,6	8,5	7,4	9,4	7,8
Herstellung von Möbeln	5,1	5,2	5,3	4,6	5,4	8,3	6,4	5,4
Herstellung von sonstigen Waren	9,0	9,1	9,5	9,4	8,8	5,8	10,1	8,7
Reparatur und Installation von Maschinen und Ausrüstungen	6,4	7,0	6,8	6,6	5,7	4,6	5,9	7,0
In der Prognose berücksichtigte Branchen, Durchschnitt	8,7	8,5	8,3	8,6	8,6	.	8,7	8,5
Herstellung von Waren insgesamt, umsatzgewichteter Durchschnitt	8,7	9,1	8,8	8,4	9,2	9,3	9,0	8,9

Q: KMU Forschung Austria, WIFO-Berechnungen. – 1) 2016: vorläufige Daten. – 2) WIFO-Schätzung.

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



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

Die aggregierte Cash-Flow-Quote war gemäß den panelökonometrischen Schätzungen im Jahr 2016 mit 8,7% um 0,1 Prozentpunkt höher als im Vorjahr (siehe Kasten "Das panelökonometrische Modell zur Cash-Flow-Prognose") und um 0,2 Prozentpunkte höher als im Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2015 (8,5%; Übersicht 3).

Die umsatzgewichteten aggregierten Ergebnisse der ökonometrischen Schätzungen für das Jahr 2016 deuten auf eine Seitwärtsbewegung der Cash-Flow-Umsatz-Relation hin. Die WIFO-Prognose des Jahres 2016 weist einen Wert von 9,0% aus (–0,2 Pro-

zentpunkte gegenüber dem Vorjahr). Die vorläufigen Daten zeigen jedoch eine leichte Zunahme der Quote auf 9,3%. Dies lässt auf ein Verharren auf hohem Niveau schließen. Die Quote wurde mit einem Modell geschätzt, das die Standardabweichung auf Branchenebene sowie die Umsatzgewichtung fortschreibt.

Das erste Schätzmodell nutzt die vorläufig verfügbaren Werte für das Jahr 2016, um eine Prognose für 2017 zu erstellen. Da für die Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen (NACE 15) keine Werte vorliegen, wurden hier nur 20 Branchen berücksichtigt. Das zweite Modell nutzt anstatt der vorläufigen Werte die zuvor geschätzten Werte für 2016. Getrieben durch eine stark positive Entwicklung der Konjunkturindikatoren deuten diese Ergebnisse auf eine weitere Steigerung der Cash-Flow-Quote hin.

Diese Schätzungen der Ertragsquote (erstes Modell 8,6%, zweites Modell 9,2%) sind jedoch mit großer Vorsicht zu betrachten, weil sie auf vorläufigen Werten bzw. auf Schätzungen der Branchen für 2016 beruhen und der üblichen Unsicherheit von Prognosen unterliegen. Zudem stehen der zugrundeliegende Konjunkturindikator und dessen quadriertes Wert bislang nur für das 1. Halbjahr 2017 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 Veränderung 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). Besonders hoch war im Jahr 2015 die Cash-Flow-Quote in der Energieversorgung (NACE 35), der Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung (NACE 69), der Telekommunikation (NACE 61), in sonstigen freiberuflichen wissenschaftlichen und technischen Tätigkeiten (NACE 74) 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 Tiefbau (NACE 42).

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 eine höhere Ertragsquote ermöglichen, d. h. Unternehmen passen ihr Leistungsangebot an den spezifischen Bedarf der potentiellen Nachfrager einer Marktnische an. Dadurch wird die Marktnische intensiv genutzt 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).

Die Cash-Flow-Quote variiert zwischen den Dienstleistungsbranchen stärker als innerhalb 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.

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

	Umsatzgewichtet					Ungewichtet				
	2015	Ø 2000/ 2016		Ø 2000/ 2007 Ø 2008/ 2016		2015	Ø 2000/ 2016		Ø 2000/ 2007 Ø 2008/ 2016	
	Cash-Flow in % des Umsatzes	ν	Cash-Flow in % des Umsatzes		ν	Cash-Flow in % des Umsatzes	ν	Cash-Flow in % des Umsatzes		ν
Energieversorgung	17,6	18,0	20	20,7	15,7	21,4	20,3	24	20,9	19,8
Sammlung, Behandlung und Beseitigung von Abfällen	8,8	10,4	12	10,2	10,5	12,0	12,5	7	12,4	12,5
Hochbau	4,8	4,8	12	4,6	5,0	5,8	5,8	9	5,6	6,0
Tiefbau	3,8	4,5	14	4,1	4,9	9,2	7,8	16	7,1	8,5
Vorbereitende Baustellenarbeiten, Bauinstallation und sonstiges Ausbaugewerbe	6,5	6,3	7	6,2	6,4	7,2	7,2	8	6,9	7,4
Handel mit Kraftfahrzeugen; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen	2,9	2,7	12	2,7	2,7	5,2	4,5	16	4,0	4,9
Großhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen und Kraftträdern)	4,2	4,2	9	4,5	4,1	6,5	6,1	11	5,7	6,6
Einzelhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen)	4,8	4,8	8	4,9	4,8	5,8	5,7	12	5,2	6,1
Beherbergung	15,2	14,0	13	13,5	14,4	15,5	14,5	10	14,0	14,9
Gastronomie	9,0	8,6	13	7,7	9,4	8,8	8,5	9	8,5	8,6
Verlagswesen	8,1	9,1	29	7,7	10,3	10,7	9,6	17	8,4	10,6
Herstellung, Verleih und Vertrieb von Filmen und Fernsehprogrammen, Kinos, Tonstudios und Verlegen von Musik	12,8	11,1	24	10,0	12,0	14,3	14,3	10	13,6	14,8
Telekommunikation	29,9	20,2	40	17,6	22,4	18,0	16,6	11	17,0	16,2
Erbringung von Dienstleistungen der Informationstechnologie	9,5	8,7	17	7,9	9,4	15,4	13,5	15	11,8	15,0
Informationsdienstleistungen	11,8	11,7	15	12,1	11,3	16,3	14,8	13	13,5	16,0
Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung	24,0	18,7	22	15,6	21,4	22,9	21,4	14	19,1	23,5
Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben; Unternehmensberatung	13,2	12,1	22	10,7	13,4	22,8	20,8	15	18,3	23,0
Architektur- und Ingenieurbüros, technische, physikalische und chemische Untersuchung	12,5	11,7	16	10,9	12,5	16,8	15,7	14	14,5	16,8
Forschung und Entwicklung	3,5	9,2	36	8,9	9,4	11,4	10,8	26	10,7	10,8
Werbung und Marktforschung	8,6	8,9	14	8,9	8,8	12,3	11,4	13	10,3	12,4
Sonstige freiberufliche, wissenschaftliche und technische Tätigkeiten	21,4	13,2	32	11,8	14,4	16,2	14,6	15	13,6	15,5
Vermietung von beweglichen Sachen	24,8	28,0	16	30,7	25,7	26,0	25,4	6	25,4	25,5
Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften	3,3	2,9	23	2,9	2,9	5,8	5,6	18	5,3	5,8

Q: KMU Forschung Austria, WIFO-Berechnungen. 2016: vorläufige Werte. ν . . . Variationskoeffizient in %.

Auch die Schwankungsbreite der Ertragsquote über die Zeit ist in den einzelnen Branchen 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) und der Forschung und Entwicklung (NACE 36) am höchsten, in den vorbereitenden Baustellenarbeiten, Bauinstallationen und dem sonstigen Ausbaugewerbe (NACE 43) am niedrigsten (Übersicht 4).

Wie der Vergleich der Periode vor der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise (2000/2007) mit den Jahren danach (2008/2016) zeigt, war die Ertragsquote lediglich in der Energieversorgung neuerlich (NACE 35) und der Vermietung von beweglichen Sachen (NACE 77) rückläufig, was sich durch den hohen Anteil an versunkenen Kosten erklären lässt (Hözl – Friesenbichler – Hözl, 2014). In zahlreichen Branchen erhöhte sich die Ertragsquote, obwohl die Wertschöpfung vielfach rückläufig war. Einen deutlichen Anstieg verzeichneten das Verlagswesen (NACE 58), die Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung (NACE 69) sowie die Verwaltung und Führung von Unternehmen und Betrieben, 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 Unter-

nehmen 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 Bilanzentralen (European Committee of Central Balance Sheet Offices) erstellt, um Vergleiche zwischen EU-Ländern zu ermöglichen. Derzeit werden aggregierte Jahresabschlussdaten für neun 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. €), zur Eigenkapitalquote liegen Daten bis 2015 vor.

Die durchschnittliche Eigenkapitalquote großer österreichischer Sachgütererzeuger lag demnach 2015 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).

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⁾.

Übersicht 5: Internationaler Vergleich der gewichteten Eigenkapitalquote in der Sachgütererzeugung

	Große Unternehmen		Kleine und mittlere Unternehmen					
	Ø 2000/ 2015	2015	Insgesamt		Mittlere Unternehmen		Kleine Unternehmen	
			Ø 2000/ 2015	2015	Ø 2000/ 2015	2015	Ø 2000/ 2015	2015
	In % der Bilanzsumme							
<i>Durchschnittswerte</i>								
Österreich ¹⁾	38,7	.	34,5	.	36,7	.	29,2	.
Belgien	43,6	46,2	46,0	60,0	44,8	51,8	46,8	64,0
Tschechien ¹⁾	51,0	.	49,5	.	50,3	.	48,1	.
Deutschland	30,8	33,0	34,2	41,0	35,3	41,5	30,0	38,8
Spanien	39,5	40,1	43,4	48,7	45,9	48,9	41,6	48,6
Frankreich	34,8	34,8	39,3	44,0	38,6	43,3	40,1	45,0
Italien	32,8	40,1	28,3	34,1	31,5	38,6	25,0	29,8
Polen	50,3	51,6	50,3	55,1	51,1	56,1	49,2	53,3
Portugal	44,4	46,8	36,7	39,0	41,2	45,6	33,3	34,7
Slowakei ¹⁾	51,7	.	37,0	.	42,7	.	31,6	.
Durchschnitt	41,8	41,8	39,9	46,0	41,8	46,5	37,5	44,9
<i>Medianwerte</i>								
Österreich ¹⁾	36,6	.	26,1	.	31,6	.	24,4	.
Belgien	36,2	45,8	36,2	40,6	38,4	45,9	36,0	40,2
Deutschland	31,2	36,1	27,1	36,8	30,4	38,9	24,5	34,4
Spanien	42,9	45,5	29,3	37,8	43,0	48,4	28,8	37,3
Frankreich	35,2	40,0	37,0	44,3	35,7	41,3	37,3	44,9
Italien	28,5	35,9	17,4	21,9	25,3	32,7	16,5	20,8
Polen	50,9	51,4	51,6	56,0	48,9	53,2	52,3	56,6
Portugal	42,2	45,4	28,5	29,4	38,2	41,8	28,0	28,9
Slowakei ¹⁾	37,1	.	25,0	.	40,7	.	24,2	.
Durchschnitt	37,9	42,9	30,9	38,1	36,9	43,2	30,2	37,6

Q: BACH-Daten (Banque de France), WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Werte bis 2014.

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 17. Juli 2017.

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., Horvath, Th., Klien, M., Leoni, Th., Mayrhuber, Ch., Pekanov, A., Peneder, M., Piribauer, M., Schiman, St., Sinabell, F., "Starke Konsumnachfrage stützt heimische Wirtschaft. Die österreichische Wirtschaft 2016", WIFO-Monatsberichte, 2017, 90(4), S. 277-345, <http://monatsberichte.wifo.ac.at/59758>.
- 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. 145-152.
- 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, 2006.
- Voithofer, P., Hölzl, K., Eidenberger, J., Bilanzkennzahlen – Praxishandbuch, KMU Forschung Austria, Wien, 2011.