

Scheingewinn und Realgewinn

Der Einfluß von Preissteigerungen auf die Gewinn- und Renditenermittlung für österreichische Industrieaktiengesellschaften

Problemstellung

Das Institut hat sich in den letzten Jahren in zunehmendem Maße mit der Entwicklung von Finanzierungs- und Ertragsgrößen beschäftigt (siehe z. B. Monatsberichte 10/1976, 11/1977, 1/1980). Dabei wurden Konzepte entwickelt, die es erlauben, solche Größen aus den publizierten Bilanzstatistiken herauszurechnen: Im wesentlichen handelt es sich hierbei um die Finanzierungsgröße "Cash Flow" und um die Ertragsgrößen "Betriebsüberschuß" bzw. "Kapitalrenditen" (die aus der Beziehung zwischen einem Betriebsüberschuß und einem Kapitalbegriff errechnet sind). In all diesen Arbeiten wurde auf die Verzerrungen, die auf Grund der herrschenden Bilanzierungsregeln in Zeiten inflationären Auftriebs in den Gewinnberechnungen entstehen ("Scheingewinne"), nicht explizit eingegangen. Die vorliegende Untersuchung will diese Effekte herausarbeiten und Ertragsgrößen berechnen und analysieren, die um solche Verzerrungen bereinigt sind¹⁾. Die herrschenden Bilanzierungsregeln (dies trifft auf Österreich, aber auch auf die meisten anderen Industrieländer zu) gehen von einer statischen Bilanztheorie aus, die auf der Fiktion stabiler Preise aufbaut. Sie schreiben die Bewertung der Vermögensgüter zu Anschaffungskosten bzw. das "Niederstwertprinzip" für die Bewertung des Umlaufvermögens vor. In Zeiten steigender Preise beginnen Anschaffungs- und Wiederbeschaffungskosten von Produktionsinputs auseinanderzuklaffen. Legt man daher der aus dem Bilanzvergleich resultierenden Gewinnermittlung ein Substanzerhaltungskonzept zugrunde, muß man den so errechneten Gewinn in zwei Teile teilen, die von verschiedener Qualität sind. Der eine Teil ist ein "Scheingewinn", der zur Wiederbeschaffung der betrieblichen Substanz notwendig ist, und nur der andere Teil ist tatsächlicher Gewinn oder Realgewinn, der zur Ausschüttung (Dividenden, Entnahme), Steuerzahlung und Zinszahlung dienen kann.

Aus diesem Grund gibt es in Zeiten stark steigender Preise immer wieder starkes Interesse an der Frage der "richtigen" Gewinnermittlung. Im deutschen Sprachraum begann diese Diskussion unter dem Ein-

druck der Hyperinflation der zwanziger Jahre unter dem Einfluß von *Schmalenbach* und *Schmidt*²⁾, in den fünfziger Jahren wurde sie wiederbelebt, und schließlich gewann sie in den siebziger Jahren in allen westlichen Ländern erneut an Bedeutung. In dieser letzten Phase wurden in den meisten Ländern konkrete Vorschläge gemacht, die Bilanzierungsvorschriften inflationären Bedingungen anzupassen. Dieser Prozeß ist in den angelsächsischen Ländern zur Zeit am weitesten fortgeschritten, in den USA weist eine Vielzahl von Firmen bereits zusätzlich zu den traditionellen Kennzahlen auch Rechengrößen aus, die auf einer Bilanzrechnung zu laufenden Preisen beruhen.

Baut man die Gewinnermittlung der einzelnen Unternehmung bzw. eines Unternehmenssektors (hier konkret: der österreichischen Industrieaktiengesellschaften) auf einem Substanzerhaltungskonzept auf, gesteht man also den Unternehmungen die Möglichkeit der Reproduktion auf dem Niveau des Vorjahres dadurch zu, daß disponibler (realer) Gewinn erst nach Sicherstellung der Wiederbeschaffung der verwendeten Inputs entsteht, so kommt man gleichzeitig der Forderung der Ökonomen nach, Erlöse und Aufwendungen zu den gleichen Preisen zu bewerten. Damit schließt sich eine solche Realgewinnermittlung den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen üblichen Methoden der Bewertungskongruenz an und schließt damit die Entstehung von nicht realisierten Kapitalgewinnen aus den Berechnungen aus. Damit werden die Verzerrungen eliminiert, die nach dem Anschaffungskostenprinzip dadurch entstehen, daß den Erlösen der einen Periode Aufwendungen aus mehreren anderen Perioden gegenüberstehen, die jeweils verschieden bewertet sind.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, einen solchen "Realgewinn" (der zu laufenden Preisen bewertet ist) bzw. eine Realrendite für das gesamte in den Industrie-AGs eingesetzte Kapital zu errechnen und zu analysieren. Eine solche Realrendite kann als Grundlage für einen Zinsvergleich alternativer Anlageformen (etwa in Finanzanlagen oder in Realvermögen anderer Wirtschaftszweige) dienen bzw. als Entscheidungsgrundlage für Preisfestsetzungs- und Subventionsentscheidungen von Behörden verwendet werden. Primär wird in dieser Untersuchung nicht zwischen

¹⁾ Die vorliegende Arbeit baut auf einer längeren und gründlicheren Untersuchung auf, die in *Empirica* 1/1980 veröffentlicht ist (*K. Bayer*, Inflation Accounting für Österreich). Sie enthält eine genauere Diskussion der zugrunde liegenden Konzepte und Schwierigkeiten.

²⁾ *E. Schmalenbach*, Die dynamische Bilanz, 6. Auflage, Leipzig 1933; *F. Schmidt*: Die organische Bilanz im Rahmen der Wirtschaft, Leipzig 1921 bzw. Nachdruck der 3. Auflage von 1929; Die organische Tageswertbilanz, Wiesbaden 1951.

der Verzinsung von Eigen- und Fremdkapital unterschieden, d. h. die Frage, wie das Kapital aufgebracht wurde und wem die Erträge zufließen (Aktionären bzw. Banken und anderen Fremdkapitalgebern), ist für die Errechnung der Gesamtkapitalrenditen uninteressant. Die Industrie-AGs werden also als Einheit aufgefaßt, gleichzeitig auch als ideelles Gesamtunternehmen, d. h. die einzelnen Bilanzgrößen und Gewinn- und Verlustrechnungsgrößen werden vor Errechnung des Gewinnes (der Renditen) saldiert. Als Kapitalerhaltungskonzept wird die Legitimität der Erhaltung der Produktivkraft der Unternehmungen postuliert, die sich in der Fähigkeit ausdrückt, verbrauchte Vermögensbestandteile (Anlage- und Umlaufvermögen) und eventuell auch das zur Betriebsführung notwendige Nettogeldvermögen wiederzubeschaffen. Damit sind Ausmaß und Richtung der notwendigen Inflationsbereinigung vorgegeben. Erst in zweiter Linie werden auch Eigenkapitalgewinne und -renditen untersucht.

Grundsätzlich wird die notwendige Bereinigung von Inflationseffekten so vorgenommen, daß die jeweiligen Bilanzansätze (Anlage- und Umlaufvermögen) neu berechnet werden, und zwar jeweils zu laufenden Preisen. Der aus dem Bilanzvergleich zweier Perioden hervorgehende Überschuß bzw. der aus der Gewinn- und Verlustrechnung entstehende Überschuß aus Erlösen und Aufwendungen ist dann zu gleichen Einheiten bewertet, nämlich zu laufenden Preisen. Wichtig ist hierbei, daß nach dem hier verwendeten Konzept die Wiederbeschaffungswerte der Anlage- und Umlaufgüter durch produktgruppenspezifische Preisindizes angenähert werden. Nur dadurch wird die Wiederbeschaffung der einzelnen Produktionsinputs garantiert. Eine Alternative, die auch in einigen Vorschlägen zum "inflation accounting" aufscheint, ist die Bewertung aller Vermögensbestandteile mit einem einzigen Index, etwa dem Deflator des Bruttoinlandsproduktes oder dem Index der Verbraucherpreise. Dieser Ansatz, der im Gegensatz zum gewählten Wiederbeschaffungsansatz eine Kaufkrafterhaltung der eingesetzten Vermögensteile anstrebt, nimmt auf etwaige relative Preisänderung der einzelnen Vermögensbestandteile nicht Rücksicht, läßt daher die Steuerungsfunktion von relativen Preisänderungen, die durch unterschiedliche Preissteigerungen entstehen, außer acht. Steigen die Preise der Investitions- und/oder der Lagergüter stärker als der allgemeine Deflator (Verbraucherpreisindex oder BIP-Deflator), wird nach dieser Berechnungsmethode ein höherer Unternehmensgewinn ausgewiesen als bei der in dieser Untersuchung angewendeten Methode, da die nicht realisierten Kapitalerträge (capital gains), die definiert sind als Wertsteigerung der Kapitalgüter relativ zu einem Konsumgüterbündel bzw. zu allen produzierten Gütern der Volkswirtschaft, als Teil des Unternehmensgewinnes gezählt werden.

Für die Kaufkrafterhaltungsmethode spricht die leichtere Handhabung, da sie nur einen einzigen Preisindex für alle Produkte erfordert. Die Wiederbeschaffung der verbrauchten Vermögensbestandteile kann jedoch nur dann garantiert werden, wenn im Extrem für jedes verbrauchte Produkt der für jedes einzelne Unternehmen geltende Preisindex eingesetzt wird. In der Praxis ist dies natürlich nicht möglich; man muß sich daher mit gruppenspezifischen Preisindizes behelfen. Aus Gründen des Wiederbeschaffungspostulats wird somit hier die Inflationsbereinigung mit spezifischen Preisindizes durchgeführt. Würde man allerdings primär eine reale Eigenkapitalrendite errechnen wollen, um sie etwa mit Finanzvermögensverzinsungen zu vergleichen, wäre die Kaufkrafterhaltungsmethode eher am Platz.

Ausmaß der inflationsbedingten Bereinigung

Nach den in Österreich geltenden Bewertungsregeln werden Güter des Anlagevermögens mit ihrem Anschaffungswert in die Bilanz eingesetzt, ebenso die Güter des Vorratsvermögens. Ist der jeweilige Tagespreis niedriger, muß er angewendet werden (strenges Niederstwertprinzip). Für beide Vermögensteile gilt, daß hier in Zeiten steigender Preise Scheingewinnkomponenten enthalten sind, die es zu eliminieren gilt. Eine weitere, in der Literatur stark umstrittene Scheingewinnkomponente kann auch im Nettogeldvermögen gesehen werden, das sind jene liquiden Vermögensbestandteile, die zum laufenden Betrieb ebenso notwendig sind wie Maschinen und Vorproduktelager. Dieses Nettogeldvermögen setzt sich aus liquiden Mitteln und kurzfristigen Forderungen abzüglich der kurzfristigen Schulden wie Lieferantenkredite, Wechsel u. ä. zusammen. Nimmt man an, daß eine solche Nettogeldposition notwendig ist, so entstehen auch hier in Zeiten steigender Preise Scheingewinne, da dann der real zu erhaltende Wert dieser Position sinkt. Aus bilanzlogischen Gründen ist es jedoch problematisch, diese Position einzubeziehen, da man hier (im Gegensatz zu den anderen Positionen) nicht nur auf der Aktivseite, sondern teilweise auch auf der Passivseite bereinigt. Quantitativ gesehen ist dieser Scheingewinnbestandteil relativ unwichtig, sodaß es gerechtfertigt scheint, ihn in der gesamten Scheingewinnproblematik eher subsidiär zu behandeln, wenn auch Konsistenzgründe dafür sprechen, ihn einzubeziehen.

In diesem Zusammenhang sei auch erwähnt, daß für Kapitaleigner Scheingewinne nur bei eigenfinanzierten Vermögensbestandteilen entstehen können, da bei fremdfinanzierten Bestandteilen der Betrag, der durch die höheren Preise für die Inputs bereitzustellen ist, genau jenem entspricht, um den sich die nominelle Schuld durch die Geldentwertung verringert.

(wenn auf beiden Seiten die gleichen Preisindizes verwendet werden) Diese Frage wird bei der Errechnung der hier subsidiär anfallenden Eigenkapitalrenditen relevant, da in Zeiten inflationären Auftriebs die Eigenkapitalbesitzer auf Kosten der Gläubiger gewinnen, da sich der reale Wert der Schuld mit steigenden Preisen verringert, wenn der Realzinssatz sinkt

Schema der Gewinnberechnung

Im Gegensatz zu einer Neubewertung aller Bilanzpositionen zu laufenden Preisen geht die vorliegende Untersuchung von der Cash-Flow-Methode zur Gewinnermittlung aus, die in diesen Heften schon mehrfach vorgestellt wurde³⁾. In diesen Publikationen wurde allerdings auf die Frage der Inflationsverzerrung nicht explizit eingegangen. Dies wird hier nachgeholt. Die hier gewählte Vorgangsweise sieht folgendermaßen aus (siehe Übersicht 1):

- Der sich aus Bilanzrechnung sowie aus Gewinn- und Verlustrechnung direkt ergebende Bruttobuchüberschuß wird errechnet aus dem periodenbereinigten Bilanzgewinn plus indirekte Steuern plus Saldo aus Aufwands- und Ertragszinsen plus saldierte Rücklagen- und Rückstellungsdotierungen plus Abgänge und Bilanzabschreibungen
- Zieht man hievon die Normalabschreibungen (berechnet zu Anschaffungskosten) ab, erhält man den Nettobuchüberschuß

Übersicht 1

Schema der Gewinnberechnung

Bilanzgewinn (periodenbereinigt)
+ direkte Steuern
+ Aufwands- — Ertragszinsen
+ Rücklagendotierungen (saldiert)
+ Rückstellungsdotierungen (saldiert)
+ Abgänge
+ Bilanzabschreibungen
<hr/> Bruttobuchüberschuß (HC)
— Normalbuchabschreibungen
<hr/> Nettobuchüberschuß (HC)
— Scheingewinne im Anlagevermögen
— Scheingewinne im Vorratsvermögen
— Substanzerhaltung im Nettogeldvermögen
+ Zinsen auf Nettogeldvermögen
<hr/> Nettobetriebsüberschuß (vor Steuern) (CC)
— Rückstellungsdotierungen (saldiert)
— Aufwandszinsen
+ Scheingewinnanteil im Ausmaß der Verschuldensquote
<hr/> Eigenkapitalüberschuß (CC)
+ Rest der Scheingewinne
<hr/> Gesamtgewinn der Kapitaleigner (HC)

HC: Bewertet zu Anschaffungspreisen
CC: Bewertet zu laufenden Preisen

³⁾ Siehe die Aufsätze von *K. Aiginger* — *K. Bayer* Selbstfinanzierung und Betriebsüberschuß der Industrie, Monatsberichte 10/1976 sowie *dieselben*: Die Selbstfinanzierungskraft der Industrie: Cash-Flow-Entwicklung 1956 bis 1979, Monatsberichte 1/1980, und *K. Bayer*: Die Struktur der Kapitalrenditen in der österreichischen Industrie, Monatsberichte 11/1977, sowie *dieselbe*: Inflation Accounting für Österreich Empirica 1/1980

- Zieht man hievon die Scheingewinne im Anlage- und im Umlaufvermögen (und alternativ zusätzlich die im Nettogeldvermögen) ab, die sich aus der Neuberechnung eines Nettokapitalstocks zu laufenden Preisen (Einzelindizes) und einer Neubewertung des Umlaufvermögens (und subsidiär Nettogeldvermögens) mit den Preisindizes der Industrierleistungen für Vorproduktelager bzw. Industriewaren für Fertigwarenlager (und Verbraucherpreisindex für das Nettogeldvermögen) ergeben, kommt man schließlich zum gewünschten Nettobetriebsüberschuß für das Gesamtkapital, der zu laufenden Preisen bewertet ist
- Will man daraus einen inflationsbereinigten (realen) Eigenkapitalüberschuß ableiten, muß man die Nettoschuldzinsen und die Rückstellungsdotierungen abziehen sowie jenen Teil der Scheingewinne dazuzählen, der fremdfinanziert ist (ebenso den gesamten Scheingewinn im Nettogeldvermögen). Dieser Betrag kann als Basis für die Dividendenausschüttung bei gleichzeitiger Vorsorge für die Wahrung der Eigenkapitalsubstanz (definiert einschließlich Rücklagen) der Betriebe dienen (obwohl natürlich das Vorsichtsprinzip gebieten kann, nicht den gesamten Eigenkapitalgewinn auszuschnütten).
- Zählt man hiezu den Rest der Scheingewinne, erhält man einen Gesamtgewinn der Kapitaleigner (auf Basis von Anschaffungskosten), der sich zum Vergleich mit Aktienkursen und als Maß für den Gesamterfolg der Kapitaleigner eignet

Allen diesen Gewinnbegriffen kann man den jeweils äquivalent bewerteten Kapitalbegriff gegenüberstellen und so eine Anzahl von Kapitalrenditen berechnen, die verschiedenen Zwecken dienen

Berechnungsmethoden für österreichische Bilanzdaten

Das Sachanlagevermögen ist in den Bilanzen der österreichischen Industrie-AGs zu Anschaffungskosten bewertet. Da aus dieser Informationsquelle kein Aufschluß über die jahrgangswise Zusammensetzung des Anlagevermögens gewonnen werden kann, mußte aus exogenen Daten (Investitionstest des Institutes), aufbauend auf den Informationen aus der Schillingseröffnungsbilanz 1955, der Brutto- und Nettokapitalstock neu zu konstanten und zu laufenden Preisen geschätzt werden. Grundsätzlich baut die hier gewählte Schätzmethode auf der von *Schenk* — *Fink* und *Schenk* (Monatsberichte 6/1976, 2/1978) dargelegten "Perpetual-inventory"-Methode auf⁴⁾, in

⁴⁾ *W. Schenk* — *G. Fink*. Das Brutto-Sachanlagevermögen der österreichischen Industrie 1955 bis 1973, Monatsberichte 10/1976, und *W. Schenk*: Das Brutto-Sachanlagevermögen der österreichischen Industrie seit 1955 Monatsberichte 2/1978

der ausgehend von der Schillingseröffnungsbilanz zum 1. Jänner 1955 der Kapitalstock auf Grund von bestimmten Annahmen über die Lebensdauer der einzelnen Anlagegüter (Maschinen, Fahrzeuge, Gebäude) mit Hilfe von Bruttoinvestitionen und Abschreibungsraten bis in die Gegenwart fortgeschrieben wird. Wichtig für die Ergebnisse sind die Wahl der Abschreibungsmethode und die Annahmen über die Lebensdauer. Für die vorliegende Untersuchung wurde die Annahme getroffen, daß sich der ökonomische Wert der Anlagegüter mit zunehmendem Alter exponentiell verringert. Es wurde also eine degressive Abschreibungsmethode gewählt, da diese im Gegensatz zu der in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung gewählten linearen Methode nach Aussagen von Experten eher den tatsächlichen Gegebenheiten entsprechen dürfte, wenngleich sich auch für andere Abschreibungsformen plausible Argumente finden lassen. Nach den geltenden Bilanzvorschriften ist auch in Österreich für Unternehmungen eine degressive Abschreibung möglich, allerdings wird von dieser Möglichkeit in der Praxis wenig Gebrauch gemacht, da die großzügig gewährten vorzeitigen Abschreibungen für die meisten Unternehmungen vorteilhafter sein dürften und die Inanspruchnahme von vorzeitiger Abschreibung für Abnutzung und Investitionsfreibetrag einen degressiven Abschreibungsmodus ausschließt. Die Berechtigung, einen degressiven Abschreibungssatz zu verwenden, läßt sich auch aus zahlreichen internationalen Beispielen belegen. Die hier gewählte Abschreibungsrate entspricht ungefähr dem zweifachen Wert der linearen. Ein Vergleich mit den Abschreibungsraten des DIW⁵⁾ zeigt, daß sie von diesen nur um die geringen Unterschiede in der Lebensdauer des Anlagevermögens zwischen der deutschen und der österreichischen Industrie bzw. um die Strukturunterschiede in der Güterproduktion differiert (höherer Anteil des Basissektors in Österreich). Grundsätzlich ist zu erwarten, daß bei Anwendung eines degressiven Abschreibungssatzes der resultierende Kapitalstock und die Nettoprofiten niedriger, die Abschreibungen höher sind als bei einem linearen Satz. Durch die degressive Berechnungsmethode dürfte sich die Differenz zwischen nominellen (Buch-)Gewinnen und realem Betriebsüberschuß verringern. Ein Vergleich für Kapitalgesellschaften in den USA zeigt, daß die nach degressiver Methode (double-declining balance) kalkulierten Abschreibungen jährlich um etwa 12% bis 13% höher sind als die linear kalkulierten, ohne besonderen Zeittrend⁶⁾. Die resultierenden Nettoprofiten waren bei der linearen Abschreibungsmethode zwischen

1965 und 1975 um 7% bis 10% höher (dieser Vergleich wurde allerdings nur mit zu Anschaffungskosten bewertetem Anlagevermögen durchgeführt, trifft aber in der Größenordnung auch für andere Bewertungsarten zu). Für die österreichischen Industrie-AGs zeigt sich, daß die Verwendung einer degressiven Abschreibung zusammen mit einer Bewertung zu Wiederbeschaffungskosten noch immer Abschreibungen errechnet, die unter den tatsächlich vorgenommenen liegen⁷⁾. Konkret bedeutet dies, daß die steuerrechtlichen Abschreibungsregeln (Lebensdauerannahmen, Abschreibungssätze, Veränderungen im Geltungsbereich für vorzeitige Abschreibungen u. a.) per Saldo die Inflationseffekte, die durch die Bewertungsvorschrift zu Anschaffungskosten entstanden sind, mehr als ausgeglichen haben. Das dürfte auch der Grund dafür sein, daß der von den Unternehmungen ausgehende Druck auf eine allgemeine Änderung der Bewertungsvorschriften in Richtung einer Wiederbeschaffungsbewertung relativ gering ist. Ähnliche Erfahrungen wurden auch in anderen Ländern gemacht (USA, Großbritannien). Dabei darf allerdings nicht übersehen werden, daß die vorzeitige Abschreibung in Österreich primär als Investitionsförderungsmaßnahme gedacht ist und nur sekundär dem Ausgleich von Inflationseffekten dient. Der Netto-Förderungseffekt (also der über den Inflationsausgleich hinausgehende Effekt) der bestehenden Abschreibungsregelungen kann aus der Differenz zwischen Buchabschreibungen und den hier berechneten "volkswirtschaftlichen" Abschreibungen (degressiv vom Nettokapitalstock zu laufenden Preisen) abgelesen werden. Seit der letzten Rezession 1975 ist dieser Nettoeffekt praktisch verschwunden, 1977 lag er bei 2% der Bilanzabschreibungen (gegenüber 50% in den fünfziger Jahren).

Der so berechnete Nettokapitalstock (bewertet zu konstanten Preisen) wurde dann mit Hilfe der Investitionsgüter-Preisindizes für Bauten und Ausrüstungen inflationsiert, woraus eine Netto-Kapitalstockschätzung zu Wiederbeschaffungspreisen angenähert wurde. Differenzen zwischen diesem Kapitalstock und dem in den Bilanzen ausgewiesenen Sachanlagevermögen gehen grundsätzlich auf zwei Einzeleffekte zurück: Einerseits enthält der neue Kapitalstock die Stillen Reserven im Anlagevermögen, die aus der Differenz zwischen Buchabschreibungen und Normalabschreibungen resultieren (also im wesentlichen aus der kumulierten vorzeitigen Abschreibung), andererseits befinden sich darin die kumulierten "Schein-gewinne" im Anlagevermögen, die aus den Bewer-

⁵⁾ E. R. Baumgart — R. Krenzel. Die industrielle Vermögensrechnung des Deutschen Institutes für Wirtschaftsforschung, Beitrag zur Strukturforchung, Heft 10, Berlin 1970

⁶⁾ T. P. Hill. Profits and Rates of Return. OECD Paris 1979 S. 48.

⁷⁾ Dieser Effekt variiert allerdings sehr stark über die Zeit: In der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre machte der Überschuß der Bilanzabschreibungen über die zu Wiederbeschaffungspreisen berechneten fast 50% der Bilanzabschreibungen aus, sank dann bis Ende der sechziger Jahre kontinuierlich bis auf 2%, stieg dann wieder bis 1974 auf 12% und ist seither wieder auf nur 2% gesunken.

tungsunterschieden zwischen Anschaffungskosten und Wiederbeschaffungspreisen stammen.

Für Österreich gibt es, im Gegensatz zu anderen Ländern (z. B. USA, Großbritannien, BRD), keine veröffentlichten Schätzungen über Scheingewinne im Umlaufvermögen, die dadurch entstehen, daß die Vorräte zu Anschaffungskosten bewertet werden. In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung werden wohl Scheingewinne im Umlaufvermögen auf der Verwendungsseite (Aggregat: Lagerveränderungen) eliminiert, nicht jedoch auf der Verteilungsseite. Die Schätzmethode der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ist der hier angewandten sehr ähnlich. Laut OECD-Schätzungen machten diese Scheingewinne im Jahr 1974 in den USA 40% vom ausgewiesenen Bruttogewinn (ohne Scheingewinne) aus, in Großbritannien sogar 48%⁸⁾. Da nicht bekannt ist, in welchem Ausmaß österreichische Industrieaktiengesellschaften welches Bewertungsverfahren für Lagervermögen anwenden — grundsätzlich ist das Identitätspreisverfahren vorgeschrieben, ist dies nicht möglich, kann auch mit Hilfe des gewogenen oder gleitenden Durchschnittspreisverfahrens bewertet werden (siehe hierzu *Empirica* 1/1980, S. 48, Verbrauchsfolgeverfahren wie FIFO, LIFO u. a. sind nicht erlaubt) —, müssen die Schätzungen der Scheingewinne auf Hypothesen aufbauen. Es gibt einige Hinweise dafür, daß Durchschnittspreisverfahren am häufigsten angewendet werden, wobei aber noch immer keine Informationen über die unterstellten Lagerbewegungen innerhalb der Bilanzierungsperiode vorliegen. Auf Grund von Plausibilitätsüberlegungen wurden die in den Bilanzen ausgewiesenen Lagerbewegungen mit verschiedenen Preisindizes deflationiert und die resultierenden realen Lagerbewegungen verglichen. Mit Hilfe von externen Informationen und Vorstellungen über Lager-Umsatzrelationen, Preisbewegungen u. a. wurde dann entschieden, die Inputlagerveränderungen (Rohstoffe und Halbfertigwaren) mit der halben Preissteigerung des Preisindex für Industrierleistungen zu deflationieren, die Fertigwarenlager mit dem Preisindex für Industrieprodukte. Damit unterstellt diese Vorgangsweise, daß durch die herrschende Bewertungspraxis per Saldo die Hälfte der gesamten Preissteigerungen bei den Lagerveränderungen kompensiert wird⁹⁾. Ökonometrische Untersuchungen für Großbritannien haben eine ähnliche Vorgangsweise für die dortigen Industriefirmen konstatiert, zusätzlich entsprechen die aus dieser Bewertungsregel resultierenden Lagerveränderungen am

⁸⁾ T. P. Hill, a. a. O., S. 112.

⁹⁾ Diese Vorgangsweise dürfte nur für Produktionsfirmen berechtigt sein. Der Handel verwendet vermutlich auf Grund der Identifizierbarkeit der Güter des Umlaufvermögens, die dort natürlich einen weit größeren Teil des Gesamtkapitals ausmachen, in viel stärkerem Ausmaß das Identitätspreisverfahren zur Bewertung und weist daher viel höhere Scheingewinne auf als die Industrie.

Scheingewinnbestandteile

Jahr	Anlagevermögen	Vorratsvermögen	Nettogeldvermögen		Summe
			in Mill. S.		
1956	374	303	33	710	
1957	537	130	13	680	
1958	601	-135	9	475	
1959	688	-26	20	682	
1960	822	140	27	989	
1961	887	145	54	1 086	
1962	1 046	15	8	1 069	
1963	1 064	38	31	1 133	
1964	1 238	70	93	1 401	
1965	1 291	136	216	1 643	
1966	1 305	93	72	1 470	
1967	1 203	53	170	1 426	
1968	1 498	-25	153	1 626	
1969	1 726	152	176	2 054	
1970	2 034	563	275	2 872	
1971	2 522	556	261	3 339	
1972	2 366	379	387	3 132	
1973	3 161	473	527	4 161	
1974	3 906	4 201	452	8 559	
1975	3 652	1 249	320	5 221	
1976	3 328	513	412	4 253	
1977	3 208	851	416	4 475	

Zur Berechnung: siehe Text

ehesten der Bewegung in anderen österreichischen Aggregaten (z. B. Umsatz-Lagerrelation). Der Scheingewinn für jedes Jahr wird dann so errechnet, daß die in den Bilanzen ausgewiesene Lagerbestandsveränderung mit den angeführten Preisindizes deflationiert wird, die Differenz zwischen Buchveränderung und der deflationierten Steigerung als "echte" Lagerveränderung bezeichnet und der Rest als "Scheingewinn" verbucht wird und vom Bilanzüberschuß abgezogen ist.

Bei anderen Vermögensteilen stellt sich das Problem der Scheingewinne entweder gar nicht oder weniger kraß. Vermögensteile, die nicht direkt dem Produktionsprozeß und den damit direkt in Zusammenhang stehenden Aktivitäten dienen (z. B. Finanzanlagen bei Produktionsbetrieben), müssen in ihrer Substanz (ihrem realen Wert) nicht erhalten werden und brauchen deswegen auch nicht neu bewertet werden. Gewinne aus solchen Transaktionen gehen weiter mit ihren Bilanzwerten in die Gewinn- und Renditenberechnung ein. Einige Argumente lassen sich dafür finden, daß es berechtigt ist, den Realwert der Nettogeldvermögensposition zu erhalten, die zur Aufrechterhaltung des Produktionsbetriebes notwendig ist¹⁰⁾. Will man sie in die Berechnung einbeziehen, dann ist hier ähnlich wie beim Vorratsvermögen vorzugehen, und die rein inflationsbedingte Veränderung der Nettogeldposition (die hier als kurzfristige Forderung

¹⁰⁾ Einige Autoren sprechen sich dagegen aus, da sie generell in den monetären Teilen der Bilanz nur eine Reflexion der Realseite sehen. Eine Berücksichtigung von Scheingewinnen im Nettogeldvermögen ließe sich dann nur durch Veränderungen in den Zahlungszielen und -modalitäten rechtfertigen.

Übersicht 3

Entwicklung verschiedener Gewinnmaße

	Bruttobuch- überschuß ¹⁾	Nettobuch- überschuß ¹⁾	Bruttobetriebs- überschuß ²⁾	Nettobetriebs- überschuß ²⁾	Eigenkapital- gewinn I ³⁾ / II ³⁾ / II ⁴⁾		
					nomineil	real	real
in 1 000 S							
1956	5 950	4 608	4 245	3 931	4 105	3 686	3 412
1957	6 636	5 236	4 985	4 569	5 123	4 670	4 518
1958	6 455	4 885	4 948	4 419	4 835	4 509	4 258
1959	8 131	6 378	6 365	5 716	5 334	4 861	4 584
1960	10 509	8 557	8 373	7 595	7 490	6 803	5 888
1961	8 160	5 947	5 741	4 915	5 535	4 801	5 089
1962	9 151	6 279	6 696	5 668	5 963	5 226	4 887
1963	9 721	7 131	7 131	6 029	6 026	5 240	5 017
1964	11 040	8 292	8 164	6 984	6 982	5 995	5 205
1965	10 388	7 482	7 152	6 055	6 836	5 684	5 042
1966	10 333	7 221	7 166	5 823	6 088	5 083	4 591
1967	9 243	5 943	6 025	4 687	4 931	3 963	4 387
1968	8 736	5 406	5 385	3 933	4 649	3 512	4 534
1969	12 535	9 091	8 728	7 213	7 035	5 629	5 194
1970	16 119	12 399	11 380	9 802	9 857	7 938	6 544
1971	15 679	11 805	10 375	8 527	9 741	7 557	6 660
1972	17 904	13 307	12 477	10 562	11 879	9 919	7 714
1973	17 911	12 691	11 158	9 057	11 789	9 165	4 744
1974	25 209	19 684	14 018	11 577	11 640	8 370	8 734
1975	19 840	13 751	11 585	8 850	9 521	6 439	4 905
1976	23 670	17 088	15 992	13 197	12 813	10 410	8 071
1977	19 180	12 148	10 907	8 089	13 547	11 047	6 696

¹⁾ Zu Anschaffungskosten — ²⁾ Zu Wiederbeschaffungspreisen — ³⁾ Ohne Rückstellungsdotierungen — ⁴⁾ Ohne Rücklagen- und Rückstellungsdotierungen

plus flüssige Mittel minus kurzfristige Verbindlichkeiten ohne Bankverbindlichkeiten definiert ist) ist vom Buchgewinn als Scheingewinn abzuziehen. Zur Deflationierung kommt hier ein genereller Kaufkraftindex in Betracht, konkret wurde dafür der Index der Verbraucherpreise gewählt.

Die sich aus diesen Berechnungen ergebenden Schätzungen der Schein- und Realgewinne der Industrie-AGs sind in den Übersichten 2 und 3 enthalten. Auf Grund der Schätzprobleme können diese Werte nur Näherungen an die echten Werte ergeben, doch entsprechen sie mit genügend großer Plausibilität den Erwartungen.

Zur Errechnung von den jeweiligen Gewinndefinitionen entsprechenden Kapitalrenditen (Gewinn in Relation zum Kapital) wurden die zu laufenden Preisen bewerteten Vermögensbestandteile, die in den Bilanzen jeweils zum Bilanzstichtag (31. Dezember) ausgewiesen sind, über jeweils zwei Jahre gemittelt, um so dem über das Jahr entstehenden Gewinnstrom einen Jahresmittelwert als Kapitalbegriff gegenüberstellen zu können. Damit erhält man hier Maße für die reale (inflationsbereinigte) Verzinsung des eingesetzten Kapitals.

Zeitlicher Verlauf von realen Gewinnen und Renditen 1956 bis 1977

Der (zu laufenden Preisen ermittelte) Nettobetriebsüberschuß, das Hauptergebnis dieser Berechnungen,

ist zwischen 1956 und 1977 von 3,9 Mrd. S auf 8,1 Mrd. S gestiegen, also um durchschnittlich 3,5% pro Jahr (Übersicht 3). 1976 hatte er allerdings bereits einen Wert von 13,2 Mrd. S erreicht, war also bis dahin um durchschnittlich 6,2% pro Jahr gestiegen. Der Bruttobuchüberschuß (praktisch der Cash Flow) lag 1956 mit 5,9 Mrd. S um rund 50% über dem Nettobetriebsüberschuß, 1977 aber bereits um fast 140% höher (19,2 Mrd. S). Er hatte seinen höchsten Wert bereits 1974 mit mehr als 25 Mrd. S erreicht.

Der Realgewinn (also der Nettobetriebsüberschuß), der den wirtschaftlichen Erfolg der Gesamtunternehmung nach Sicherstellung der Reproduktionsfähigkeit auch in Zeiten starker Inflation mißt, zeigt in seinem Entwicklungsverlauf sehr deutliche Konjunkturschwankungen: Er fiel in den Rezessionsjahren 1958, 1961, 1967/68, 1975 und auch 1977 relativ kräftig und stieg in den Aufschwungsjahren 1960, 1969, 1974 und 1976 besonders stark (siehe Abbildung 1).

Wichtig für die Gesamtunternehmung ist auch der Gewinn nach Abzug von direkten Steuern. Aus der Steuerzahlung und dem Betriebsüberschuß läßt sich eine Steuerquote errechnen, die hier als Steuerzahlung in Prozent des Betriebsüberschusses vor Abzug der Steuer definiert ist. Diese Steuerquote steigt von Werten knapp über 30% tendenziell bis 1968 und sinkt dann deutlich, wieder auf Werte um 30% (Übersicht 7). Dies bedeutet, daß ab dem Ende der Rezession 1967/68 die jeweiligen Regierungen durch steuerliche Maßnahmen versuchen, die Betriebsgewinne zu entlasten. Zu diesen Maßnahmen, die nach

den hier vorgelegten Zahlen ziemlich erfolgreich waren, zählen u. a. die Wachstumsgesetze 1968, das Strukturverbesserungsgesetz 1969, die Einführung des gespaltenen Körperschaftsteuersatzes 1968, die Sonderabschreibungen zur Erleichterung der EG-Integration sowie eine Reihe von Änderungen in den Abschreibungs- und Rücklagendotierungsbestimmungen, die letzten Endes auf eine steuerliche Entlastung des Betriebsergebnisses hinzielten. In die andere Richtung geht das 2. Abgabenänderungsgesetz 1978, in dem versucht wurde, die steuerfreien Sozialkapitaldotierungen zu beschränken und die Steuerbasis zu vergrößern.

Es ist weiters noch interessant, den Gesamtunternehmensgewinnen die Gewinne der Kapitaleigner in Höhe und Verlauf gegenüberzustellen (Übersicht 3). Der zu laufenden Preisen berechnete Eigenkapitalüberschuß lag im Durchschnitt aller Jahre bei 97% vom Nettobetriebsüberschuß. Je nachdem, ob Komponenten des "Quasi-Sozialkapitals", die in den Rücklagen und Rückstellungen enthalten sind, einbezogen oder ausgeklammert werden, zeigen sich stark unterschiedliche Verläufe. Einschließlich der Dotierungen beider Komponenten zeigen sich besonders in den Jahren starker Preissteigerungen sehr starke Zunahmen des realen Eigenkapitalüberschusses, nach Ausklammerung der Rückstellungsdotierungen, die 1974 mit 6 Mrd S besonders hoch waren, verschwindet dieser Effekt weitgehend. In diesen Bewegungen spiegeln sich die durch die Inflation ausgelösten Transfers, die durch das Billigerwerden der realen Schulden den Kapitaleignern auf Kosten der Fremdkapitalgeber zukommen, ebenso wie die durch dis-

Alternative Realverzinsungen

	Eigenkapitalrendite I ¹⁾		Eigenkapitalrendite II ²⁾		Neuemissionen	Sekundärmarkt
	vor Steuerabzug	nach Steuerabzug ⁴⁾	vor Steuerabzug	nach Steuerabzug ⁴⁾		
1956	12,1	7,0	18,5	10,0	3,2	—
1957	13,6	9,3	20,6	13,8	5,0	—
1958	11,7	8,2	16,5	11,2	5,0	—
1959	11,4	7,2	15,3	9,3	5,6	—
1960	14,2	9,1	17,0	10,0	5,1	—
1961	9,1	4,7	13,0	7,1	3,7	—
1962	9,1	5,0	11,3	5,8	2,7	—
1963	8,5	4,4	10,6	5,3	4,1	—
1964	9,1	4,5	10,1	4,2	2,6	—
1965	8,0	4,2	9,0	4,2	1,3	—
1966	6,8	3,4	7,9	3,5	4,5	—
1967	5,2	2,3	7,3	3,6	3,2	3,2
1968	4,4	1,4	7,1	3,4	4,8	4,8
1969	6,6	3,4	7,4	3,5	4,0	4,4
1970	8,5	4,6	8,4	3,7	3,0	3,3
1971	7,2	4,3	7,6	4,2	2,8	2,9
1972	8,9	6,5	8,3	5,4	0,9	0,9
1973	7,4	5,6	4,7	2,5	0,2	0,4
1974	4,4	1,7	5,6	2,4	-0,5	-0,2
1975	4,2	2,1	3,8	1,2	1,1	1,1
1976	6,7	4,7	6,2	3,8	1,4	1,5
1977	6,9	5,2	5,1	3,0	2,8	3,5
Ø 1956/1977	8,4	4,9	10,1	5,5	3,0	—
Ø 1967/1977	6,4	3,8	6,5	3,3	2,1	2,3

¹⁾ Eigenkapital inklusive Rücklagen ohne Rückstellungen — ²⁾ Eigenkapital ohne Rücklagen und Rückstellungen — ³⁾ Deflationiert mit Verbraucherpreisindex — ⁴⁾ Ohne Steuern vom Einkommen, Ertrag und Vermögen der Kapitalgesellschaften

krektionäre Maßnahmen hervorgerufenen Änderungen in den Bilanzierungsmodalitäten. Etwas leichter lassen sich die Verläufe der Renditen beschreiben und interpretieren, da hier den inflationsbereinigten Gewinnen ein Bezugsmaß in Form jeweiliger Kapitalbegriffe entgegengestellt wird. Grundsätzlich zeichnet sich bei praktisch allen Renditendefini-

Übersicht 4

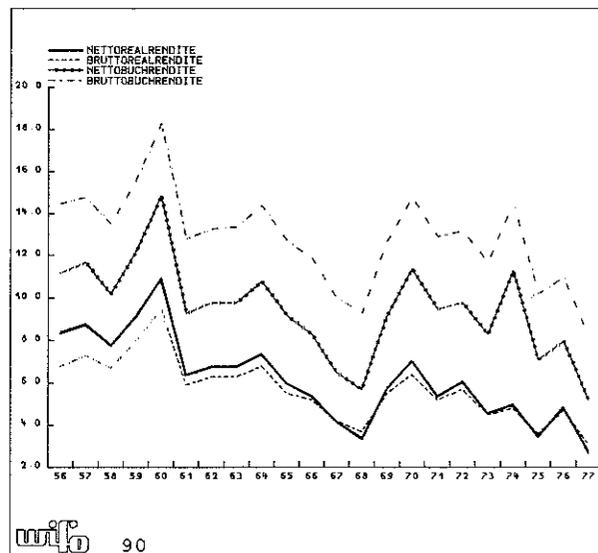
Gesamtkapitalrenditen

	Bruttobuchrendite ¹⁾	Nettobuchrendite ¹⁾	Brutto-realrendite ²⁾	Netto-realrendite ²⁾
1956	14,5	11,2	6,8	8,4
1957	14,8	11,7	7,3	8,8
1958	13,5	10,2	6,7	7,8
1959	15,6	12,2	8,0	9,2
1960	18,3	14,9	9,5	11,0
1961	12,8	9,3	5,9	6,4
1962	13,3	9,8	6,3	6,8
1963	13,4	9,8	6,3	6,8
1964	14,4	10,8	6,8	7,4
1965	12,7	9,2	5,5	8,0
1966	11,9	8,3	5,2	5,4
1967	10,0	6,5	4,2	4,2
1968	9,3	5,7	3,7	3,4
1969	12,7	9,2	5,5	5,8
1970	14,8	11,4	6,4	7,1
1971	12,9	9,5	5,2	5,4
1972	13,2	9,8	5,7	6,1
1973	11,7	8,3	4,5	4,6
1974	14,5	11,3	4,8	5,0
1975	10,2	7,1	3,6	3,5
1976	11,0	8,0	4,7	4,9
1977	8,2	5,2	3,1	2,8

¹⁾ Zu Anschaffungskosten — ²⁾ Zu Wiederbeschaffungswerten

Abbildung 1

Entwicklung verschiedener Renditen



Zeitliche Entwicklung der Renditen

	Brutto- buchrendite		Brutto- buchrendite		Eigenkapitalrendite I		Eigenkapital- rendite II
	nominell	Netto- real	real	Netto- nominell	nominell	real	real
Ø 1956/1959	14,6	11,3	7,2	8,6	15,8	12,2	17,7
Ø 1960/1963	14,5	11,0	7,0	7,8	15,1	10,2	13,0
Ø 1964/1969	11,8	8,3	5,2	5,4	11,2	6,7	8,1
Ø 1970/1974	13,4	10,1	5,3	5,6	14,9	7,3	6,9
Ø 1975/1977	9,8	6,8	3,8	3,7	10,2	5,9	5,0
Ø 1956/1977	12,9	9,5	5,7	5,9	13,5	8,4	10,1

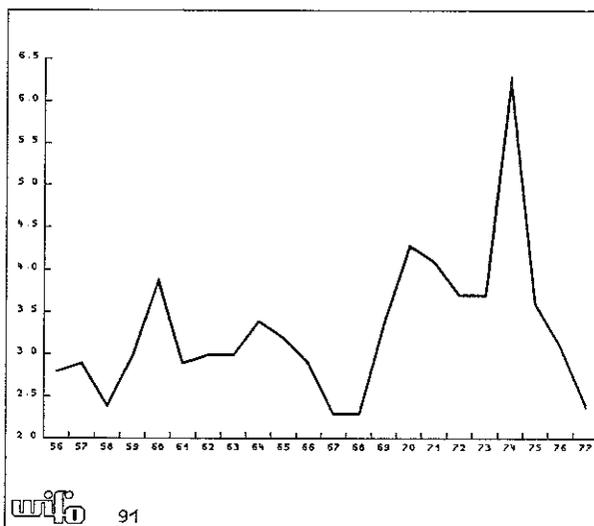
tionen ein fallender Trend ab (Übersicht 4). Teilt man die gesamte Periode in ähnliche Abschnitte ein, ergibt sich sowohl bei den zu Anschaffungskosten bewerteten als auch bei den zu Wiederbeschaffungspreisen bewerteten Renditen ein fallender Trend, der nur durch mehr oder weniger deutliche Steigerungen in der Periode zwischen 1970 und 1974 durchbrochen wird (Übersicht 6). Dafür gibt die starke Gewinnsteigerung im Grundstoffsektor von 1973 auf 1974 den Ausschlag, doch würde der fallende Trend auch ohne dieses Extremjahr durchbrochen (siehe Abbildung 1). Der Effekt der Inflationsbereinigung auf die Renditenberechnung läßt sich durch die Differenz zwischen Nominal- und Realrenditen darstellen (siehe Abbildung 2). Bezogen auf die Nettorenditen liegt der Trendwert der Bewertungsdifferenz bei 3 Prozentpunkten. Ende der sechziger Jahre sank die Bewertungsdifferenz darunter, stieg aber dann mit der Beschleunigung der Inflation bis 1974 auf einen Extremwert von 6,3 Prozentpunkten, seither ist sie wieder deutlich gesunken. Die Differenz der Bruttorenditen ist größer, hat jedoch gleichen Verlauf. Die Netto-realrendite auf das Gesamtkapital, die im Durchschnitt aller Jahre 6,2% beträgt, sank von einem Wert von 8,6%

in der ersten Periode auf 3,7% in der letzten. Regressiert auf die Zeit beträgt der negative Trend pro Jahr -0,23 Prozentpunkte. Deutlich schwächer ging die Netto-realrendite nach Abzug der Steuern zurück, die durchschnittlich 3,9% beträgt. Sie fiel von 5,7% auf 2,6%, der jährliche Zeittrendfaktor ist -0,13 Prozentpunkte. Diese Trends halten auch, wenn man die zyklischen Schwankungen mit Hilfe einer Kapazitätsauslastungsvariablen ausschaltet, die in allen Fällen signifikante Koeffizienten liefert (siehe hierzu Empirica 1/1980, S. 53, Übersicht 5). An diesem schwächeren Rückgang der Rendite nach Abzug der Steuern zeigt sich wieder der positive Effekt der diskretionären Steuer- und Abschreibungspolitik (Abbildung 3). Dieser Effekt geht allerdings nicht so weit wie z. B. in Großbritannien, wo der fallende Renditentrend nach Abzug der Steuerschuld in ein Verharren auf gleichbleibendem Niveau verwandelt wird. Dort ist die Steuerlast der Körperschaften Mitte der siebziger Jahre fast auf Null gesunken¹¹⁾.

Stellt man der Gesamtkapitalverzinsung die inflationsbereinigten Renditen der Kapitaleigner gegenüber, muß man folgende Punkte beachten: Einerseits kann man eine Eigenkapitalrendite berechnen, bei der zwar die Rücklagen zum Eigenkapital gezählt werden (und entsprechend auch die saldierten Rücklagendotierungen zum Eigenkapitalgewinn), aber die Rückstellungen Fremdkapital sind. Diese Eigenkapitalrendite I drückt die Verzinsung für solche Kapitaleigner aus, die hauptsächlich an der Unternehmung selbst und ihrem Fortbestehen interessiert sind, also ihr Geld bei Änderungen der Verzinsung nicht unbedingt sofort "zum besten Wirt" schicken. Diese Rendite liegt mit durchschnittlich 8,4% um mehr als 40% über der Gesamtkapitalrendite (Übersicht 5). Von der ersten bis zur dritten Periode sinkt die Eigenkapitalrendite stärker als die Gesamtkapitalrendite, ab 1970 allerdings steigt sie infolge der Transfers zwischen Gläubigern und Kapitaleignern auf Grund der stark steigenden Inflation wieder kräftiger.

Will man eine reale Eigenkapitalverzinsung für solche Anleger errechnen, die nicht primär (wie hier unterstellt) an den bestehenden Unternehmungen, son-

Abbildung 2
Effekt der Inflationsbereinigung¹⁾



¹⁾ Nettobuchrendite minus Netto-realrendite

¹¹⁾ M. King: The United Kingdom Profits Crisis: Myth or Reality? Economic Journal, March 1975

Abbildung 3

Steuerbelastung der Unternehmungen

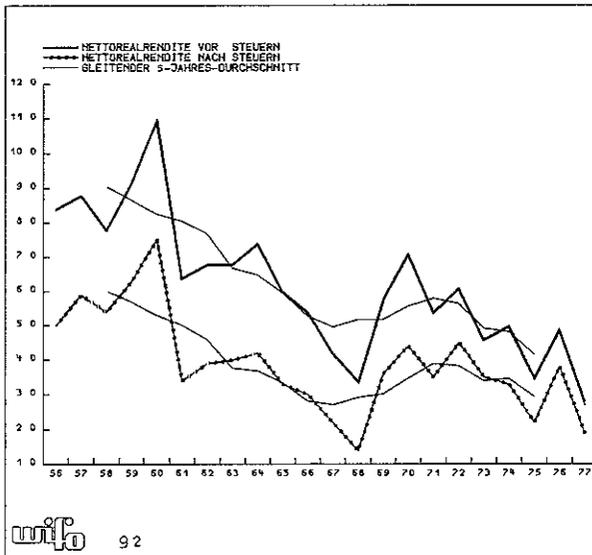
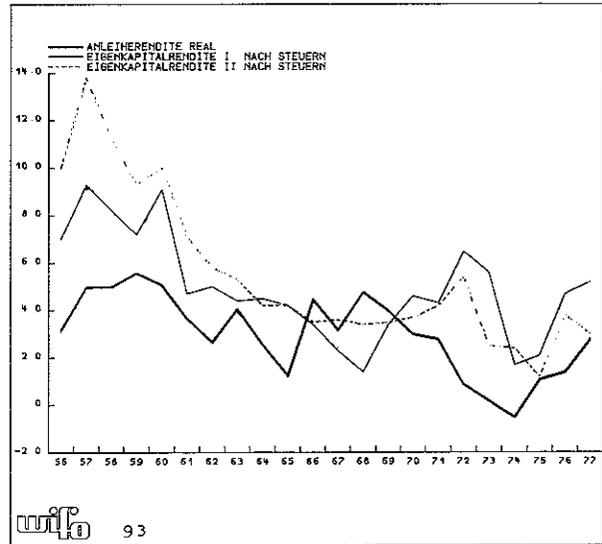


Abbildung 4

Alternative Verzinsungen



Übersicht 7

Steuerbelastung und Alternativverzinsung

	Steuer- quote ¹⁾	Netto- real- rendite	Eigen- kapital- rendite I	Eigen- kapital- rendite II	Reale Anleihe- rendite
nach Steuerabzug					
Ø 1956/1959	33,7	5,7	7,9	11,1	4,7
Ø 1960/1963	40,7	4,6	5,8	7,1	3,9
Ø 1964/1969	46,3	2,9	3,2	3,7	3,4
Ø 1970/1974	31,3	3,8	4,5	3,6	1,3
Ø 1975/1977	31,6	2,5	4,0	2,7	1,8
Ø 1956/1977	37,6	3,9	4,9	5,5	3,0

¹⁾ Direkte Steuern in Relation zum Nettobetriebsüberschuß

dern an der maximalen Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals interessiert sind (Portefeuille-Streuung), die also ihre hier erzielte Rendite mit alternativen Anlageformen (etwa festverzinslichen Wertpapieren, reale Anleiherendite) vergleichen wollen, müßte man sowohl den hier ausgewiesenen Eigenkapitalüberschuß wie das Eigenkapital selbst um alle Elemente des "Quasi-Sozialkapitals" bereinigen (Abbildung 4). Aus Datengründen bedeutet dies, daß aus dem Zähler alle Nettozuführungen zu Rücklagen und Rückstellungen eliminiert werden und im Nenner Eigenkapital als Gesamtkapital minus Fremdkapital minus Rücklagen definiert ist. Damit wird die Bereinigung zwar übertrieben, da die Rücklagen (und ihre Dotierungen), abgesehen von den Abfertigungsrücklagen, sehr wohl Eigenkapitalcharakter haben, doch läßt sich diese Trennung nicht für alle Jahre durchführen. Eine so berechnete Eigenkapitalrendite (nach der Minimaldefinition) sieht folgendermaßen aus: Im Durchschnitt über alle Jahre liegt diese Rendite mit 10,1% um über 1½ Prozentpunkte höher als jene Eigenkapitalrendite, die

nur die Rücklagen enthält (8,4%), gleichzeitig sinkt diese Rendite viel stärker (siehe Übersicht 5). Ohne direkte Steuern beläuft sie sich über den gesamten Zeitraum auf 5,5%, sinkt jedoch von 14% im Jahre 1957 auf 3% im Jahre 1977. Vergleicht man diese Eigenkapitalrendite (nach der Minimaldefinition) nach Abzug der Steuer mit einer Realrendite von Anleiheremissionen, zeigt sich besonders in den Jahren starker Inflation 1971 bis 1976 ein deutlicher Vorteil bei der Realkapitalverzinsung gegenüber der allgemeinen Finanzlage. Für die durchgehend vergleichbaren Jahre 1967 bis 1977 liegt der Durchschnitt der Eigenkapitalrenditen bei 3,0% bzw. 3,8%, jener der Anleihen nur bei etwa 2,3%. Sowohl über den gesamten Zeitraum wie auch in den Jahren stark steigender Inflationsraten erweist sich somit die Überlegenheit der Realkapitalverzinsung in den Industrie-AGs gegenüber der Finanzanlageverzinsung. Der Unterschied zwischen Eigenkapitalrendite und Anleiherendite ist in dem vorliegenden Fall nicht als Risikoprämie, sondern als tatsächlicher Vorteil der Gesamtheit der Aktienbesitzer zu interpretieren, da durch die Zusammenfassung der Industrie-AGs zu einem Aggregat die eventuellen Verluste bei einigen Firmen durch die Gewinne anderer kompensiert werden. Anders wäre dies beim Vergleich zwischen Anleihezinssatz und Eigenkapitalrendite einer einzelnen Unternehmung: Hier müßte der positive Unterschied zugunsten der Eigenkapitalrendite zumindest um eine Risikoprämie höher sein, um einen Investor zu veranlassen, sein Geld in das Unternehmen zu investieren. Obwohl die Kapitaleigner also in Jahren starker Inflation auf Kosten der Fremdkapitalgeber gewinnen, und obwohl ihre Renditen deutlich höher sind als die Verzinsung des Gesamtvermögens der Industrie-AGs,

sind ihre Renditen stärker gefallen als die des Gesamtkapitals. Die errechneten Renditendurchschnitte wie auch die Ergebnisse für die einzelnen Jahre zeigen deutlich, daß über den gesamten Zeitraum Investitionen im Produktivkapital der Industrie-AGs profitabler waren und sind als alternative Anlageformen, wie etwa Anleiheemissionen.

Der Vergleich der einzelnen ausgewiesenen Renditen zeigt auch deutlich die Effekte der einzelnen Berechnungsarten: Die Unterschiede zwischen der Bruttobuch- und der Nettobuchrendite spiegeln den Effekt der Berücksichtigung von "volkswirtschaftlichen" (degressiv berechneten) Abschreibungen; in den hier vorgestellten Renditenberechnungen sind die Stillen Reserven im Anlagevermögen in beiden Definitionen enthalten. Die Unterschiede zwischen Bruttobuch- und Bruttorealrendite bzw. zwischen Nettobuch- und Nettorealrendite gehen auf die unterschiedlichen Be-

wertungsregeln zurück, weisen also auf den beschriebenen "Scheingewinneffekt" hin. Die Unterschiede zwischen Bruttoreal- und Nettorealrenditen gehen auf die unterschiedlichen Kapitalstockdefinitionen (Brutto- und Nettokapitalstock) und die damit zusammenhängenden Abschreibungsunterschiede zurück, jene zwischen Gesamt- und Eigenkapitalrenditen lassen die Verzinsungsunterschiede zwischen Gesamtunternehmung und Kapitaleignern erkennen. Schließlich sind noch die Renditen mit und ohne direkte Steuern zu erwähnen, aus denen die in den letzten zehn Jahren abnehmende Steuerquote hervorgeht, die den fallenden Trend mildert. Die Vergleiche mit der gängigsten Finanzanlageform (Anleiherenditen) zeigen die höhere Verzinsung des Produktivkapitals über den gesamten Zeitraum, besonders aber in den letzten Jahren an.

Kurt Bayer