Universität Zürich[UZH]

Die Veränderung der Gesamtsteuerbelastung in der Pharmabranche und deren Auswirkungen auf den Unternehmenswert

Bachelorarbeit

Institut für Banking und Finance der Universität Zürich

Prof. Dr. Kjell G. Nyborg

in Zusammenarbeit mit PricewaterhouseCoopers AG

Dr. Marcel Widrig

Verfasser: Tobias Endres

Ort, Abgabedatum: Zürich, 2. August 2017

Executive Summary

Seit der Finanzkrise 2007 und der darauffolgenden Schuldenkrise ab 2010 befinden sich die Ökonomien verschiedenster Länder in einer schwierigen Situation. Die Staaten sind deshalb gezwungen Massnahmen zu ergreifen, welche die Wirtschaft wieder ankurbeln. Dabei ist ein wichtiges Instrument der Gewinnsteuersatz für Unternehmungen. Viele Unternehmen zählen diesen zu den wichtigsten Argumenten, wenn es darum geht sich in einem Land niederzulassen und einen Standort zu eröffnen.[1] Durch die fortschreitende Globalisierung löst dies unter den Ländern einen grossen Steuerwettbewerb aus. Um möglichst viele Unternehmen ins Land zu locken, werden deshalb attraktive Steuerumgebungen geschaffen. Dies führt zu vielen unterschiedlichen Steuergesetzen und Privilegien. Diese Punkte gerieten in letzter Zeit in die Kritik. Es geht um Gewinnverschiebungen in steuergünstige Länder und Gewinnverkürzungen aufgrund der eben genannten Privilegien.[2] Aufgrund dieser Aktualität ist es sinnvoll, die Gesamtsteuerbelastungen von Unternehmen genauer zu untersuchen. Da vor allem Innovation wichtig ist um die Wirtschaft anzukurbeln, wird oft Forschung und Entwicklung steuerlich gefördert. Dies macht die Pharmaindustrie zum idealen Untersuchungsobjekt für eine steuerliche Fragestellung. Meistens handelt es sich dabei um grosse multinationale Konzerne, in welchen die Steuerausgaben einen grossen Kostenpunkt darstellen. Aufgrund dieses Punktes und den steuerlichen Anreizen für Forschung und Entwicklung ist es wahrscheinlich, dass Pharmakonzerne sensibler auf steuerliche Veränderungen reagieren als andere Branchen. Denn je mehr Steuern sie bezahlen, desto weniger Geld verbleibt für Investitionen, die in dieser Branche überlebenswichtig sind. Deshalb versucht ein solcher Konzern eine optimale steuerliche Lösung zu finden. Dies nicht auch zuletzt um den Unternehmenswert zu steigern, was die Finanzierung am Finanzmarkt vereinfacht und die Unternehmung besser gegen Übernahmen schützt. Der Frage, wie stark die Steuerbelastung ein Unternehmen direkt beeinflusst, wurde in der bisherigen Literatur selten nachgegangen. Meistens wurde der indirekte Einfluss über die Kapitalstruktur auf den Unternehmenswert untersucht. Die daraus entstandenen Ergebnisse wurden in dieser Arbeit kurz zusammengefasst. Doch wie reagiert der Markt direkt auf Veränderungen in der Steuerbelastung? Werden die Steuerausgaben der Pharmakonzerne überhaupt im Marktwert berücksichtigt? Diese Fragen wurden bisher noch wenig untersucht. Deshalb war das Ziel dieser Ar-

[1] Baranova & Janickova, 2012, pp. 96–108.

[2] Eidgenössisches Finanzdepartement [EFD], 2017.

beit herauszufinden, wie gross der direkte Einfluss von Veränderungen in der Gesamtsteuerbelastung eines Konzerns auf den Marktwert ist. Dafür wurden Daten von sieben weltweit tätigen Pharmakonzernen analysiert: Bayer, GlaxoSmithKline, Johnson & Johnson, Merck & Co., Novartis, Pfizer und Roche. Dabei wurde der Zusammenhang zwischen den in den Geschäftsberichten ausgewiesenen Effektivsteuersätzen und Marktwerten untersucht. Um eine mögliche Abhängigkeit zwischen den Daten herauszufinden, wurde der Verlauf der beiden Variablen in der Zeitperiode von 1999 bzw. 2000 bis 2015 verglichen und schliesslich die Korrelation zwischen allen Datenpunkten berechnet. Die entsprechenden Daten wurden vorgängig um ausserordentliche Einflüsse bereinigt. Zudem wurde der weltweite Konjunkturverlauf aus den Marktwertveränderungen herausgerechnet. Schliesslich wurde eine Regressionsanalyse durchgeführt, wobei drei zusätzliche Variablen (Veränderung im Umsatz, Veränderung im Konzernergebnis und Veränderung der Fremdkapitalquote) miteinbezogen wurden. Da aufgrund der eher kleinen Datenmenge die Ergebnisse aus der Regression nicht sehr aussagekräftig sind, wurde der Fokus vor allem auf die qualitative Analyse gelegt. Dies bedeutet, dass mehr auf die Trends der Veränderungen in den Variablen geachtet wurde und Auswirkungen bzw. Zusammenhänge aufgrund spezifischer Gegebenheiten in den einzelnen Konzernen untersucht wurden. Zudem wurden die landesspezifischen Merkmale der Steuersysteme der einzelnen Länder, in denen die Konzerne Forschung und Entwicklung betreiben, untersucht. Schliesslich wurde ebenfalls die Veränderung in der Kapitalstruktur bzw. im Fremdkapital mit der Entwicklung des Effektivsteuersatzes und Marktwertes verglichen, um die Ergebnisse der bisherigen Literatur zu kontrollieren.

Aus der Analyse konnten folgende Erkenntnisse gewonnen werden: Die Effektivsteuersätze der sieben Pharmakonzerne sind zwischen den Jahren 2000 und 2015 im Durchschnitt um 25% gesunken. In der gleichen Zeit sind die konjunkturbereinigten Marktwerte im Durchschnitt ebenfalls um 44% gesunken, was zu einem positiven Korrelationskoeffizienten (0.64) führt. Ein plausibler Zusammenhang konnte demnach nicht festgestellt werden. Es wurde klar, dass der Marktwert von sehr vielen Faktoren beeinflusst wird, weshalb es sehr schwierig ist den Effekt der Steuerbelastung zu isolieren und korrekt zu beurteilen. Es bräuchte eine viel umfassendere Analyse, welche den Rahmen dieser Arbeit gesprengt hätte. Die aufgestellte Frage, wie stark der Marktwert von Veränderungen in der Gesamtsteuerbelastung beeinflusst wird, kann deshalb nicht abschliessend beantwortet werden. Dies hatte auch schon die Untersuchung der bisherigen Literatur ergeben, welche in den vergangenen 60 Jahren sehr viele widersprüchliche

Resultate ablieferte. Durch die Analyse konnte allerdings festgestellt werden, dass die Effektivsteuersätze der Pharmakonzerne zum Teil sehr stark auf Steuerreformen in den einzelnen Ländern reagiert haben, wobei in den Marktwerten keine grossen Veränderungen festgestellt werden konnten. Dies könnte so interpretiert werden, dass die Pharmakonzerne viel stärker auf steuerliche Veränderungen reagieren als dies der Markt auf Veränderungen der Gesamtsteuerbelastung der Konzerne tut. Steuern haben demnach in den Konzernen an sich einen Einfluss, da sie die frei verfügbaren Gelder für Investitionen reduzieren, allerdings sind Steuern für den Markt anscheinend kein Hauptfaktor, welcher den Marktwert gross beeinflusst. Deshalb ist es schwierig die zukünftige Entwicklung vorherzusagen und die Auswirkungen von grösseren Steuerreformen, hauptsächlich ausgelöst durch das OECD-Projekt BEPS, zu beurteilen. Zudem ist noch unklar, wie die angekündigte Steuerreform von Donald Trump in den USA im Detail aussehen wird. Es ist jedoch nicht abwegig von weiter sinkenden Gesamtsteuerbelastungen auszugehen, solange die Wirtschaftslage angespannt bleibt und der Steuerwettbewerb unter den Ländern weitergeht.