

Vahlens Handbücher

Hartmut Bieg
Heinz Kußmaul
Gerd Waschbusch

Investition

Vahlen

3. Auflage

Zum Inhalt:

Dieses Lehr- und Handbuch wendet sich an Leser, die sich grundlegend und umfassend mit den Fragen der Investition und des Investitionsmanagements von Unternehmen auseinandersetzen wollen, wobei die betriebswirtschaftlich gebotene Entscheidungsorientierung in den Mittelpunkt der Überlegungen gestellt wird.

Nach einer allgemeinen Einordnung der Investition von Unternehmen werden die einzelnen Verfahren der Investitionsrechnung mit ihren theorie- und praxisrelevanten Merkmalen vorgestellt und mit zahlreichen Beispielen untermauert sowie der Einfluss der Steuern und der Geldentwertung auf die Investitionsrechnung anschaulich dargestellt. Daran schließt sich die Behandlung der Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen an, ehe auf Investitionsprogrammentscheidungen eingegangen und eine Beurteilung der Investitionsrechnungsverfahren vorgenommen wird. Den Abschluss bildet eine sehr ausführliche Untersuchung hinsichtlich der Unternehmensbewertung im Kontext der Investitionsrechnung.

Aus dem Inhalt

- Grundlagen, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft
- Einordnung der Investitionsrechnung und Investitionsentscheidungen
- Statische Verfahren der Investitionsrechnung
- Dynamische Verfahren der Investitionsrechnung (einschließlich Endwertverfahren und der Bestimmung der optimalen Nutzungsdauer)
- Steuern und Geldentwertung in der Investitionsrechnung
- Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen
- Investitionsprogrammentscheidungen
- Beurteilung der Investitionsrechnungsverfahren
- Gesamtbewertung von Unternehmen als spezieller Anwendungsfall der Investitionsrechnung

Zu den Autoren:

Univ.-Professor Dr. Hartmut Bieg, Abteilung Wirtschaftswissenschaft, Universität des Saarlandes, Saarbrücken.

Univ.-Professor Dr. Heinz Kußmaul, Direktor des Betriebswirtschaftlichen Instituts für Steuerlehre und Entrepreneurship am Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, an der Universität des Saarlandes, Saarbrücken.

Univ.-Professor Dr. Gerd Waschbusch, Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, insb. Bankbetriebslehre, an der Universität des Saarlandes, Saarbrücken.

Investition

von

Univ.-Prof. Dr. Hartmut Bieg

Univ.-Prof. Dr. Heinz Kußmaul

Univ.-Prof. Dr. Gerd Waschbusch

3., vollständig überarbeitete Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Vorwort

Das hier in 3. Auflage vorgelegte Lehr- und Handbuch wendet sich an Leser, die sich umfassend und grundlegend mit den Fragen der Investition und des Investitionsmanagements auseinandersetzen wollen, seien es Lehrende und Studierende an Universitäten, Fachhochschulen, Dualen Hochschulen, Verwaltungs- und Wirtschaftsakademien und ähnlichen Einrichtungen, seien es interessierte Praktiker. Der Stand des Faches wird in ausführlicher Weise wiedergegeben, wobei die betriebswirtschaftlich gebotene Entscheidungsorientierung in den Mittelpunkt der Überlegungen gestellt wird; selbstverständlich erfolgt die Analyse auf dem Stand der theoretischen Diskussion.

Nach einem knapp gehaltenen ersten Abschnitt mit einer Darstellung der Grundlagen, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft wird in den darauffolgenden acht Abschnitten ausführlich Bezug genommen auf die Bereiche der Investition. Nach einer Darstellung der betrieblichen Einordnung der Investitionsrechnung und der Entscheidungen über Investitionen erfolgt eine ausführliche Würdigung zunächst der statischen Verfahren und dann der dynamischen Verfahren (einschließlich der Endwertverfahren und der Bestimmung der optimalen Nutzungsdauer) der Investitionsrechnung. Die folgenden Ausführungen thematisieren die Berücksichtigung der Steuern und der Geldentwertung in der Investitionsrechnung, danach die Berücksichtigung der Unsicherheit sowie die Investitionsprogrammentscheidungen, ehe eine Beurteilung der Investitionsrechnungsverfahren vorgenommen wird. Im letzten Abschnitt wird sehr ausführlich die Gesamtbewertung von Unternehmen als spezieller Anwendungsfall der Investitionsrechnung analysiert.

Die Ausführungen basieren auf dem Rechtsstand des Jahres 2015.

Ein derartiges Werk entsteht weder in einem einzigen Schritt noch ist es das Werk Einzelner. Es ist das Ergebnis unserer an der Universität des Saarlandes (sowie zuvor an der Technischen Universität Kaiserslautern) gehaltenen Veranstaltungen. In den Vorlesungen und Übungen konnten viele Überlegungen zusammen mit den Studierenden, denen an dieser Stelle ganz herzlich gedankt sei, überprüft, verbessert und präzisiert werden. Ganz wesentlich haben unsere wissenschaftlichen Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, mit denen wir zusammengearbeitet haben, zum Abschluss dieses Werkes beigetragen. Bei der Erstellung dieses Werkes konnten wir auch auf zahlreiche Aufsätze zurückgreifen, die wir in den Jahren 1995 bis 2009 in der Zeitschrift „Der Steuerberater“ veröffentlicht haben; für die hervorragende Zusammenarbeit mit deren Chefredakteuren, *Herrn Uwe-Karsten Reschke* und *Frau Maria Wolfer*, möchten wir uns ausdrücklich bedanken.

Da dieses Buch eine grundlegende und umfassende Überarbeitung der 2. Auflage aus dem Jahr 2009 darstellt, die ihrerseits eine vollständige Revision der Erstauflage darstellte, möchten wir an dieser Stelle zunächst den an der 1. und 2. Auflage Beteiligten danken, indem wir aus dem Vorwort der 2. Auflage zitieren, wobei zunächst auf die Erstauflage Bezug genommen wird (die beiden ersten Auflagen wurden noch alleine von den beiden erstgenannten Autoren verfasst).

„Unser Dank für zahlreiche Hinweise, Hilfen und Verbesserungsvorschläge gilt unseren derzeitigen und früheren wissenschaftlichen Mitarbeitern, *Herrn Dr. Christopher Hossfeld, Herrn Prof. Dr. Michael Jacob, Herrn Dipl.-Kfm. Thomas Kern, Frau Dipl.-Kffr. Susanne König-Schichtel, Herrn Dr. Gregor Krämer, Frau Dr. Stefanie Meyer-Haberhauer, Herrn Dipl.-Kfm. Andreas Nestel, Herrn Priv.-Doz. Dr. Gerd Waschbusch sowie Frau Dipl.-Kffr. Nicole Klein, Herrn Dr. Bernd Leiderer, Frau Dr. Martina Petersen, Herrn Dipl.-Kfm. Lutz Richter und Herrn Dipl.-Kfm. Dipl. ESC René Schäfer*. Für die Sorgfalt und Umsicht beim Schreiben der Manuskripte danken wir *Frau Silvia Comtesse und Frau Renate Kolp sowie Frau Doris Schneider*; dem Lektor des Verlages, *Herrn Dipl.-Volkswirt Dieter Sobotka*, sind wir für die harmonische Zusammenarbeit zu Dank verpflichtet.

Für Hinweise und Verbesserungsvorschläge bei der Erstellung dieser 2. Auflage danken wir sehr herzlich *Herrn Dipl.-Kfm. Dennis Weiler*, der uns auch bei der Koordination und der Herstellung eines druckfertigen Werkes eine unentbehrliche Hilfe war; er meisterte diese Aufgabe mit Bravour, außerordentlichem Einsatz und nie erlahmendem Eifer in beispielhafter Weise. Ihm gilt unser ganz besonderer Dank. Für die Mithilfe bei der Unterstützung im Umfeld der Publikation gilt unser Dank *Frau Doris Schneider* genauso wie dem Lektor des Verlags Vahlen, *Herrn Dennis Brunotte*, für die harmonische Zusammenarbeit.“

Für Hinweise bei der Erstellung der 3. Auflage hat sich als kritischer Betrachter, als Koordinator und als Verantwortlicher für die Erstellung einer Druckvorlage für den Verlag mit außerordentlichem Einsatz und Eifer in hervorragender Weise *Herr Florian Müller, M.Sc.*, eingebracht, dem unser ganz besonderer Dank gilt. Er wurde unterstützt von *Frau Miriam Heck, B.Sc.*, der ebenso wie *Frau Heike Mang*, die für die Unterstützung im Umfeld der Publikation maßgebend ist, sowie den Lektoren des Verlages, *Herrn Dipl.-Kfm. Thomas Ammon und Frau Dr. Barbara Schlösser*, unser großes „Dankeschön“ gilt.

Selbstverständlich gehen alle in diesem Werk enthaltenen Fehler ausschließlich zu Lasten der Autoren. Den Lesern sind wir für Anregungen sowie für Verbesserungsvorschläge, die wir gerne berücksichtigen werden, dankbar.

Saarbrücken, im November 2015

Hartmut Bieg

Heinz Kußmaul

Gerd Waschbusch

Inhaltsübersicht

Vorwort.....	V
Inhaltsverzeichnis	XI
Verzeichnis der Abbildungen.....	XXI
Verzeichnis der Abkürzungen	XXV

Erster Abschnitt

Grundlagen, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft

A. Die Grundlagen der Finanzwirtschaft	1
B. Die Grundprinzipien der Finanzwirtschaft.....	8
C. Die Bestandteile der Finanzwirtschaft	21

Zweiter Abschnitt

Die betriebliche Einordnung der Investitionsrechnung und Entscheidungen über Investitionen

A. Die betriebliche Einordnung der Investitionsrechnung.....	29
B. Die Entscheidungen über Investitionen	34

Dritter Abschnitt

Die statischen Verfahren der Investitionsrechnung

A. Die Gemeinsamkeiten der statischen Verfahren	51
B. Die Kostenvergleichsrechnung	52
C. Die Gewinnvergleichsrechnung.....	58
D. Die Rentabilitätsvergleichsrechnung	59
E. Die statische Amortisationsrechnung.....	63
F. Beispiel zur Anwendung der statischen Verfahren der Investitionsrechnung	67
G. Zusammenfassende Beurteilung	70

Vierter Abschnitt**Die dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung**

A. Grundlagen	73
B. Ausgewählte Verfahren	100
C. Ausgewählte dynamische Rechenverfahren zur Ermittlung der optimalen Nutzungsdauer und des optimalen Ersatzzeitpunkts von Investitionen	138

Fünfter Abschnitt**Die Berücksichtigung der Steuern und
der Geldentwertung in der Investitionsrechnung**

A. Die Begründung für die Berücksichtigung von Steuern	155
B. Der Einfluss verschiedener Steuerarten auf die Investitionsentscheidung	157
C. Die Erfassung der Steuern in der Investitionsrechnung	161
D. Der Einfluss der Geldentwertung auf Investitionsentscheidungen und Berücksichtigung in der Investitionsrechnung	174
E. Beispiel zur Wirkung der Steuern und der Geldentwertung auf die Investitionsrechnung	180

Sechster Abschnitt**Die Berücksichtigung der Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen**

A. Die Formen der Unsicherheit	185
B. Die Entscheidungen bei Risiko	186
C. Die Entscheidungen bei Ungewissheit	195
D. Spezielle Methoden zur Erfassung der Unsicherheit	199
E. Zusammenfassende Beurteilung	214

Siebenter Abschnitt**Die Investitionsprogrammentscheidungen**

A. Die Grundlagen: Sukzessive und simultane Investitionsplanung	217
B. Die klassischen kapitaltheoretischen Modelle zur simultanen Investitions- und Finanzplanung	219
C. Die Ansätze der linearen Programmierung zur simultanen Investitions- und Finanzplanung	224
D. Zusammenfassende Kritik an den Modellen der simultanen Unternehmensplanung	232

Achter Abschnitt

Die Beurteilung der Investitionsrechnungsverfahren

A. Die Investitionsrechnungsverfahren in der Theorie	237
B. Die Investitionsrechnungsverfahren in der Praxis.....	240

Neunter Abschnitt

**Die Gesamtbewertung von Unternehmen
als spezieller Anwendungsfall der Investitionsrechnung**

A. Die Unternehmensbewertung als Spezialfall der (dynamischen) Investitionsrechnung.....	243
B. Die Verfahren der Unternehmensbewertung.....	255
C. Die Gesamtbewertungsverfahren.....	273
D. Die Unternehmensbewertung nach IDW S1	307
E. Der Shareholdervalue	326
Literaturverzeichnis	345
Stichwortverzeichnis.....	359

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	V
Inhaltsübersicht	VII
Verzeichnis der Abbildungen.....	XXI
Verzeichnis der Abkürzungen	XXV

Erster Abschnitt

Grundlagen, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft

A. Die Grundlagen der Finanzwirtschaft	1
I. Leistungswirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Bereich	1
1. Der ökonomische Bezugsrahmen eines Unternehmens	1
2. Die isolierte Betrachtung des finanzwirtschaftlichen Bereichs	5
II. Investition und Finanzierung als Elemente der Finanzwirtschaft.....	7
B. Die Grundprinzipien der Finanzwirtschaft.....	8
I. Die Ziele der Finanzwirtschaft	8
II. Die finanzwirtschaftlichen Entscheidungskriterien	10
1. Die Kapitalrentabilität als eigenständige finanzwirtschaftliche Zielsetzung	10
2. Die Liquidität.....	12
3. Die Sicherheit	16
4. Die Unabhängigkeit	18
III. Die finanzwirtschaftlichen Aufgaben und Fragestellungen.....	20
C. Die Bestandteile der Finanzwirtschaft	21
I. Die Investition.....	21
II. Die Finanzierung.....	24

Zweiter Abschnitt

Die betriebliche Einordnung der Investitionsrechnung und Entscheidungen über Investitionen

A. Die betriebliche Einordnung der Investitionsrechnung	29
I. Die Einordnung der Investitionsrechnung innerhalb des Investitionsprozesses	29
II. Die Investition als Teil der betrieblichen Gesamtplanung.....	32
B. Die Entscheidungen über Investitionen	34
I. Die Ziele der Investoren.....	34
II. Die Entscheidungssituationen	35

III. Die Daten und Datenbeschaffungsprobleme	37
IV. Die Beurteilung der Handlungsmöglichkeiten	40
V. Das Investitionscontrolling	46
VI. Die Einordnung der Methoden der Investitionsrechnung.....	49

Dritter Abschnitt

Die statischen Verfahren der Investitionsrechnung

A. Die Gemeinsamkeiten der statischen Verfahren	51
B. Die Kostenvergleichsrechnung	52
I. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung.....	52
II. Kritik.....	56
C. Die Gewinnvergleichsrechnung.....	58
I. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung.....	58
II. Kritik.....	59
D. Die Rentabilitätsvergleichsrechnung	59
I. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung.....	59
II. Die Relevanz der kalkulatorischen Zinsen	61
1. Eigenkapitalrentabilität unter Verwendung des kalkulatorischen Gewinns	61
2. Eigenkapitalrentabilität unter Verwendung des modifizierten Gewinns	61
3. Gesamtkapitalrentabilität	62
III. Kritik.....	62
E. Die statische Amortisationsrechnung.....	63
I. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung.....	63
II. Kritik.....	65
F. Beispiel zur Anwendung der statischen Verfahren der Investitionsrechnung	67
G. Zusammenfassende Beurteilung	70

Vierter Abschnitt

Die dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung

A. Grundlagen	73
I. Die finanzmathematischen Grundlagen der Investitionsrechnung	73
1. Die Bedeutung der Finanzmathematik für die Investitionsrechnung	73
2. Die Grundlagen der Zinsrechnung im Rahmen der Investitionsrechnung.....	74
3. Die Zins- und Zinseszinsrechnung.....	77
4. Die Rentenrechnung	83
5. Der Sonderfall des Rentenbarwertes: Ewige Rente.....	88

6. Die Annuitätenrechnung	89
II. Die Gemeinsamkeiten der dynamischen Verfahren	93
1. Die Grundlagen.....	93
a) Die Verwendung von Zahlungsgrößen	93
b) Der Zahlungszeitpunkt	94
c) Der Bezugszeitpunkt.....	95
d) Der Kalkulationszinssatz	96
2. Der vollständige Finanzplan	97
B. Ausgewählte Verfahren	100
I. Die Kapitalwertmethode	100
1. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung	100
2. Die Prämissen der Kapitalwertmethode.....	102
3. Endliche und unendliche Renten.....	102
4. Kritik.....	103
II. Die Annuitätenmethode	104
1. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung	104
2. Die Bedeutung der Annuität	105
3. Die Prämissen der Annuitätenmethode.....	105
4. Endliche und unendliche Renten.....	106
5. Kritik.....	107
III. Die Methode des internen Zinsfußes.....	107
1. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung	107
2. Die Bestimmung des internen Zinsfußes	108
3. Die Bedeutung des internen Zinsfußes und Prämissen	111
4. Endliche und unendliche Renten.....	112
5. Kritik.....	113
IV. Die dynamische Amortisationsrechnung.....	114
1. Allgemeine Bemerkungen und Detaildarstellung	114
2. Die Bedeutung der Amortisationsdauer und Prämissen	115
3. Endliche und unendliche Renten.....	116
4. Kritik.....	117
V. Die zusammenfassende Beurteilung der klassischen dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung	118
1. Der vollständige und begrenzte Vorteilsvergleich	118
2. Der Einfluss der Rechenverfahren auf die Investitionsentscheidung beim Alternativenvergleich.....	119

VI. Die Varianten der „klassischen“ dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung	120
1. Modellannahmen und Wirklichkeit	120
2. Die dynamischen Endwertverfahren	122
a) Einordnung	122
b) Die Vermögensendwertmethode	123
c) Die Sollzinssatzmethoden	125
3. Zusammenfassende Beurteilung der dynamischen Endwertverfahren	132
VII. Beispiel zur praktischen Anwendung der dynamischen Verfahren der Investitionsrechnung	133
C. Ausgewählte dynamische Rechenverfahren zur Ermittlung der optimalen Nutzungsdauer und des optimalen Ersatzzeitpunkts von Investitionen	138
I. Allgemeine Bemerkungen	138
II. Die Bestimmung der optimalen Nutzungsdauer	140
1. Einmalige Investitionen	140
2. Mehrmalige Investitionen	144
a) Allgemeine Bemerkungen	144
b) Fallunterscheidungen	144
c) Endlicher Planungszeitraum und nicht-identische Investitionsketten	146
d) Endlicher Planungszeitraum und identische Investitionsketten	146
e) Unendlicher Planungszeitraum und identische Investitionsketten	147
III. Die Bestimmung des optimalen Ersatzzeitpunkts	149
1. Allgemeine Bemerkungen	149
2. Unendlicher Planungszeitraum und identische Investitionsketten	151

Fünfter Abschnitt

Die Berücksichtigung der Steuern und der Geldentwertung in der Investitionsrechnung

A. Die Begründung für die Berücksichtigung von Steuern	155
B. Der Einfluss verschiedener Steuerarten auf die Investitionsentscheidung	157
I. Die Ertragsteuern	157
II. Die gewinnunabhängigen Steuern	159
C. Die Erfassung der Steuern in der Investitionsrechnung	161
I. Die Modifizierung des Kalkulationszinssatzes	161
II. Der Überblick über die grundlegenden Modelle der Investitionsrechnung zur Berücksichtigung des Steuereinflusses	163
1. Einordnung	163

2. Standardmodell zur Berücksichtigung von Ertragsteuern	163
3. Die Erweiterung des Standardmodells zur Berücksichtigung einer objektbezogenen Finanzierung	168
4. Die Erweiterung des Standardmodells zur Berücksichtigung staatlicher Investitionshilfen	170
5. Die Bruttomethode.....	172
D. Der Einfluss der Geldentwertung auf Investitionsentscheidungen und Berücksichtigung in der Investitionsrechnung	174
E. Beispiel zur Wirkung der Steuern und der Geldentwertung auf die Investitionsrechnung	180

Sechster Abschnitt

Die Berücksichtigung der Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen

A. Die Formen der Unsicherheit.....	185
B. Die Entscheidungen bei Risiko	186
I. Überblick	186
II. Statistische Kennzahlen	187
1. Vorbemerkungen	187
2. Der Erwartungswert.....	188
3. Die Varianz bzw. Standardabweichung	188
III. Klassische Entscheidungsprinzipien bei Risiko	190
1. Erwartungswert (μ -Prinzip, Bayes-Regel)	190
2. Erwartungswert und Standardabweichung (μ , σ -Prinzip)	191
IV. Bernoulli-Prinzip.....	193
1. Darstellung.....	193
2. Kritik am Bernoulli-Prinzip	194
C. Die Entscheidungen bei Ungewissheit.....	195
D. Spezielle Methoden zur Erfassung der Unsicherheit	199
I. Korrekturverfahren	199
II. Sensitivitätsanalyse	200
1. Allgemeine Bemerkungen	200
2. Dreifach-Rechnung.....	200
3. Zielgrößen-Änderungsrechnung	201
4. Kritische-Werte-Rechnung	203
5. Beurteilung der Sensitivitätsanalyse	205
III. Risikoanalyse	206
1. Darstellung.....	206

2. Beurteilung der Risikoanalyse	210
IV. Entscheidungsbaumverfahren	211
1. Darstellung	211
2. Beurteilung des Entscheidungsbaumverfahrens	213
E. Zusammenfassende Beurteilung	214

Siebenter Abschnitt

Die Investitionsprogrammentscheidungen

A. Die Grundlagen: Sukzessive und simultane Investitionsplanung	217
B. Die klassischen kapitaltheoretischen Modelle zur simultanen Investitions- und Finanzplanung	219
I. Prämissen und Arten der Simultanplanungsmodelle	219
II. Der Einperiodenfall	220
1. Die Modelldarstellung	220
2. Die Modellbeurteilung	223
III. Der Mehrperiodenfall (<i>Dean-Modell</i>)	224
1. Die Modelldarstellung	224
2. Die Modellbeurteilung	224
C. Die Ansätze der linearen Programmierung zur simultanen Investitions- und Finanzplanung	224
I. Die lineare Programmierung	224
II. Das Einperiodenmodell (Modell von <i>Albach</i>)	225
1. Die Modelldarstellung	225
2. Die Modellbeurteilung	230
III. Das Mehrperiodenmodell (Modell von <i>Hax</i> und <i>Weingartner</i>)	231
1. Die Modelldarstellung	231
2. Die Modellbeurteilung	232
D. Zusammenfassende Kritik an den Modellen der simultanen Unternehmensplanung	232
I. Die grundsätzlichen Kritikpunkte bezüglich der Modelle zur simultanen Unternehmensplanung	232
1. Die Datenbeschaffungsprobleme	232
2. Die rechentechnischen Probleme	233
II. Die weitergehenden Kritikpunkte bezüglich der Modelle zur simultanen Unternehmensplanung	233
1. Die grundsätzliche Kritik	233
2. Das entscheidungslogische Konzept der Modelle	234
3. Der Ablauf des Entscheidungsprozesses	234

4. Die Zielfunktion der Modelle versus Zielbildung in der Realität.....	234
III. Zusammenfassende Beurteilung	236

Achter Abschnitt

Die Beurteilung der Investitionsrechnungsverfahren

A. Die Investitionsrechnungsverfahren in der Theorie	237
B. Die Investitionsrechnungsverfahren in der Praxis.....	240

Neunter Abschnitt

Die Gesamtbewertung von Unternehmen als spezieller Anwendungsfall der Investitionsrechnung

A. Die Unternehmensbewertung als Spezialfall der (dynamischen) Investitionsrechnung.....	243
I. Die Grundlagen: Theoretische Einordnung.....	243
II. Die Anlässe und Funktionen der Unternehmensbewertung	246
1. Die Anlässe der Unternehmensbewertung	246
2. Die Funktionen der Unternehmensbewertung.....	248
a) Die funktionale Unternehmensbewertung	248
b) Die Hauptfunktionen	249
(1) Die Beratungsfunktion	249
(2) Die Vermittlungsfunktion.....	251
(3) Die Argumentationsfunktion	253
c) Die Nebenfunktionen.....	254
(1) Die Steuerbemessungsfunktion	254
(2) Die Bilanzfunktion	255
B. Die Verfahren der Unternehmensbewertung.....	255
I. Einordnung.....	255
II. Die traditionellen Verfahren	258
1. Die Substanzwertverfahren.....	258
2. Die Mittelwertverfahren.....	264
3. Die Methoden der befristeten und unbefristeten Geschäftswertabschreibung	265
4. Die Methoden der Übergewinnabgeltung	266
5. Das Stuttgarter Verfahren als spezielle Variante der einfachen undiskontierten Übergewinnabgeltung	268
C. Die Gesamtbewertungsverfahren.....	273
I. Einordnung.....	273

II.	Die Cashflow-Ermittlung	278
1.	Die Cashflow-Begriffe	278
2.	Die indirekte Methode der Cashflow-Ermittlung	279
3.	Die direkte Methode der Cashflow-Ermittlung	282
III.	Die Eigenkapitalkosten und das Capital Asset Pricing Model (CAPM)	284
1.	Allgemeine Anmerkungen	284
2.	Die Risikoprämie und der Betafaktor	285
3.	Die Vor- und Nachteile des Capital Asset Pricing Model (CAPM)	287
IV.	Das Ertragswertverfahren	287
V.	Das vereinfachte Ertragswertverfahren als besondere Form des Ertragswertverfahrens	290
1.	Die Bewertung des Betriebsvermögens nach dem BewG	290
2.	Die Ermittlung des vereinfachten Ertragswerts	292
VI.	Das Flow to Equity (FTE)-Verfahren	296
VII.	Das Free Cashflow (FCF)-Verfahren	297
VIII.	Das Total Cashflow (TCF)-Verfahren	300
IX.	Das Adjusted Present Value (APV)-Verfahren	302
1.	Darstellung des APV-Verfahrens	302
2.	Die Vor- und Nachteile des Adjusted Present Value (APV)-Verfahrens	305
D.	Die Unternehmensbewertung nach IDW S1	307
I.	Allgemeine Bemerkungen	307
II.	Die Bedeutung und Grundsätze des Standards IDW S1	307
1.	Einordnung	307
2.	Der Grundsatz der Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks	308
3.	Der Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit	308
4.	Der Grundsatz des Stichtagsprinzips	308
5.	Der Grundsatz der gesonderten Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	309
6.	Der Grundsatz der Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips	309
7.	Der Grundsatz der Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze	310
8.	Der Grundsatz zur Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens	310
a)	Der Unternehmenswert als Summe diskontierter Nettoeinnahmen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen	310
b)	Die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts	312
c)	Der subjektive Entscheidungswert	315
9.	Dokumentation und Berichterstattung	316

III. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse und die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes	318
1. Allgemeines	318
2. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse	319
3. Die Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse	321
a) Grundlagen	321
b) Die Berücksichtigung des Risikos	322
c) Die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern	323
d) Die Berücksichtigung wachsender finanzieller Überschüsse	323
e) Die Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos	324
IV. Zusammenfassung	325
E. Der Shareholdervalue	326
I. Überblick	326
II. Der Economic Value Added (EVA)	329
1. Überblick	329
2. Die Berechnungskomponenten	331
a) Der Economic Book Value (EBV)	331
b) Die Net Operating Assets (NOA)	332
c) Der Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)	333
d) Die Ermittlung der Gewinngröße Economic Value Added (EVA)	334
3. Kritische Beurteilung	335
III. Der Cashflow Return On Investment (CFROI)	336
1. Überblick	336
2. Die Berechnungskomponenten	337
a) Die Bruttoinvestitionsbasis (BIB)	337
b) Der Brutto-Cashflow	339
c) Die Nutzungsdauer	339
d) Die Ermittlung des Cashflow Return On Investment (CFROI)	340
3. Kritische Beurteilung	342
IV. Zusammenfassung	343
Literaturverzeichnis	345
Stichwortverzeichnis	359

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1:	Das Unternehmen im volkswirtschaftlichen Güter- und Geldstrom.....	2
Abbildung 2:	Güter- und Finanzbewegungen im Unternehmen.....	3
Abbildung 3:	Ausgewählte Bestandsgrößen und ihre positiven und negativen Veränderungen.....	4
Abbildung 4:	Charakteristika älterer und neuerer Auffassungen zur betrieblichen Finanzwirtschaft.....	8
Abbildung 5:	Ausprägungsformen der Kapitalrentabilität	10
Abbildung 6:	Systematisierung von Liquiditätsbegriffen.....	15
Abbildung 7:	Kapitalanlagealternativen mit unterschiedlicher Risikoverteilung	17
Abbildung 8:	Gliederung der Investitionen nach der Art der Vermögensgegenstände	22
Abbildung 9:	Zusammenhänge zwischen betrieblichem Rechnungswesen und Finanzwesen.....	23
Abbildung 10:	Finanzierungsvorgänge und Bilanzinhalt	26
Abbildung 11:	Elemente des Finanzierungsbegriffs	28
Abbildung 12:	Prozessphasen bei Investitionsentscheidungen	30
Abbildung 13:	Entscheidungen über Investitionen	35
Abbildung 14:	Zukünftige Umweltzustände	40
Abbildung 15:	Arten von Imponderabilien	41
Abbildung 16:	Ermittlung des Zielerfüllungsgrades mit Hilfe einer Punkteskala	45
Abbildung 17:	Aufgabenbereiche und Einzelaufgaben des Investitionscontrolling.....	48
Abbildung 18:	Durchschnittlich gebundenes Kapital, kein Liquidationserlös	55
Abbildung 19:	Durchschnittlich gebundenes Kapital, Liquidationserlös	55
Abbildung 20:	Übersicht über den Anwendungsbereich der Kostenvergleichsrechnung.....	56
Abbildung 21:	Einfache Überschussrechnung	73
Abbildung 22:	Fragestellungen der Zinsrechnung	77
Abbildung 23:	Zeitliche mathematische Entwicklung des Endkapitals bei Zinseszinsrechnung.....	79
Abbildung 24:	Ermittlung des Endwerts.....	79
Abbildung 25:	Ermittlung des Barwerts.....	82
Abbildung 26:	Rentenendwert	84
Abbildung 27:	Rentenbarwert.....	86
Abbildung 28:	Ermittlung des Rentenbarwerts	87

Abbildung 29: Verteilung eines Gegenwartswerts	90
Abbildung 30: Verteilung des Rentenendwerts	92
Abbildung 31: Ermittlung der Annuitäten aus dem Rentenendwert	93
Abbildung 32: Vollständiger Finanzplan	98
Abbildung 33: Interpolation zur Bestimmung des internen Zinsfußes	110
Abbildung 34: Kapitalwertfunktionen von drei Investitionen (Eindeutigkeit, Mehrdeutigkeit, Nicht-Existenz)	114
Abbildung 35: Zielwertsuche mit Microsoft Excel bei Investitionsobjekt B innerhalb des Zahlenbeispiels	132
Abbildung 36: Planungssituationen bei der Bestimmung optimaler Nutzungsdauern mehrmaliger Investitionen	145
Abbildung 37: Ansätze zur Berücksichtigung der Geldentwertung in der Investitionsrechnung im Rahmen des Kalkulationszinssatzes	175
Abbildung 38: Die Formen der Unsicherheit	186
Abbildung 39: Risikoeinstellung des Investors in Abhängigkeit vom Optimismusparameter λ	197
Abbildung 40: Mögliche Ergebnisse einer Dreifach-Rechnung	201
Abbildung 41: Reagibilität des Kapitalwerts bei Variation einzelner Inputgrößen	203
Abbildung 42: Sensitivitätsanalyse des Kapitalwerts in Bezug auf Kapazität und Absatzpreis	205
Abbildung 43: Histogramm der simulativen Risikoanalyse	209
Abbildung 44: Dichtefunktion des Kapitalwerts	209
Abbildung 45: Risikoprofil des Fallbeispiels	210
Abbildung 46: Formalstruktur eines Entscheidungsbaums	212
Abbildung 47: Praxis- und Theorieverfahren zur Berücksichtigung der Unsicherheit	214
Abbildung 48: Verfahren zur Berücksichtigung der Unsicherheit in mittelständischen Unternehmen	215
Abbildung 49: Bestimmung des optimalen Investitions- und Finanzierungsprogramms anhand der Kapitalnachfrage- und Kapitalangebotskurve	223
Abbildung 50: Statische und dynamische Verfahren der Investitionsrechnung	237
Abbildung 51: Anwendung von Verfahren der Investitionsrechnung	239
Abbildung 52: Anwendung von Investitionsrechnungsverfahren in der Praxis	241
Abbildung 53: Kategorien von Investitionsrechnungen	244
Abbildung 54: Anlässe für die Bewertung ganzer Unternehmen	247
Abbildung 55: Die Funktionen der Unternehmensbewertung und deren Zielgrößen	249
Abbildung 56: Die Verfahren der Unternehmensbewertung	257

Abbildung 57: Formen der Substanzwerte in der Unternehmensbewertung und deren Abgrenzung zum Ertragswert	260
Abbildung 58: Ermittlung des Sonderabschlags bei persönlichem Einsatz eines Gesellschafter-Geschäftsführers	270
Abbildung 59: Berechnungsschema zur Ermittlung des Jahresertrags	272
Abbildung 60: Die Gesamtbewertungsverfahren	277
Abbildung 61: Systematisierung der einzelnen DCF-Verfahren	277
Abbildung 62: Die direkte und die indirekte Ermittlung des Cashflows	279
Abbildung 63: Definition des TCF	280
Abbildung 64: Definition des FCF	281
Abbildung 65: Definition des FTE	281
Abbildung 66: Vergleich der indirekten Ermittlung von FCF, TCF und FTE	282
Abbildung 67: Vergleich der direkten Ermittlung von FCF, TCF und FTE	283
Abbildung 68: Regressionsgerade zur Bestimmung von β	286
Abbildung 69: Bewertung des Betriebsvermögens nach dem BewG	292
Abbildung 70: Berechnung des zukünftig nachhaltig erzielbaren Jahresertrags	295
Abbildung 71: Gemeiner Wert des Unternehmens	295
Abbildung 72: Die indirekte Ermittlung des FTE	296
Abbildung 73: Die indirekte Ermittlung des FCF	298
Abbildung 74: Die indirekte Ermittlung des TCF	301
Abbildung 75: Funktionen des Wirtschaftsprüfers bei der Unternehmensbewertung	312
Abbildung 76: Inhalt des Bewertungsgutachtens	318
Abbildung 77: Systematisierung der Unternehmenswerte	325
Abbildung 78: Systematisierung der Shareholdervalue-Ansätze	328
Abbildung 79: Verbindung der Berechnungselemente von EVA mit dem Shareholdervalue	330
Abbildung 80: Schema zur Berechnung des EBV	332
Abbildung 81: Schema zur Berechnung des NOA	333
Abbildung 82: Schema zur Berechnung des NOPAT	334
Abbildung 83: Schema zur Berechnung der BIB	338
Abbildung 84: Schema zur Berechnung des Brutto-Cashflows	339
Abbildung 85: Darstellung der Berechnung des CFROI	340
Abbildung 86: Beispielhafte Darstellung der Ermittlung des CFROI und des CVA	342

Verzeichnis der Abkürzungen

A	Auszahlungen
a. F.	alte Fassung
a. L.	am Lech
a. M.	am Main
AB.....	Abzinsungsfaktor
Abs.....	Absatz
abzgl.....	abzüglich
AfA	Absetzung für Abnutzung
AK	Anschaffungskosten
AktG	Aktiengesetz
APM.....	Arbitrage Pricing Model
APV	Adjusted Present Value
AUF	Aufzinsungsfaktor
Aufl.	Auflage
BewG	Bewertungsgesetz
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BIB.....	Bruttoinvestitionsbasis
BMW	Bayerische Motorenwerke Aktiengesellschaft
bspw.....	beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
bzgl.	bezüglich
bzw.....	beziehungsweise
C&L	Coopers & Lybrand (jetzt: PwC – PricewaterhouseCoopers)
ca.....	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cashflow Return On Investment
const.....	konstant
COT	Cash Operating Taxes

CVA	Cash Value Added
d. h.	das heißt
d. Verf.	die Verfasser
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cashflow
diesbzgl.	diesbezüglich
DM	Deutsche Mark
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung e. V.
E	Einzahlungen
e. V.	eingetragener Verein
EBV	Economic Book Value
EC	Ersetzungskapitalwert
EDV	elektronische Datenverarbeitung
EK	Eigenkapital
ErbStG	Erbschaftsteuergesetz
ErbStR	Erbschaftsteuerrichtlinien
ES	Entwurf Standard
ESTG	Einkommensteuergesetz
ESTR	Einkommensteuerrichtlinien
etc.	et cetera
EUR	Euro
EVA	Economic Value Added
evtl.	eventuell(e/en/er)
f.	folgende
FCF	Free Cashflow
ff.	fortfolgende
FIFO	First In, First Out
FK	Fremdkapital
FTE	Flow To Equity

gem.	gemäß
GewStG.....	Gewerbesteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GOF	Geschäfts- oder Firmenwert
grds.	grundsätzlich(e/en/er)
GrStG.....	Grundsteuergesetz
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung(en)
H	Hinweis
HFA	Hauptfachausschuss
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i. Allg.	im Allgemeinen
i. Br.	im Breisgau
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. H. d.	in Höhe der/des
i. H. v.	in Höhe von
i. S.	im Sinne
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinne
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IF.....	Investitionsförderung
inkl.	inklusive
insb.....	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung
Inv.....	Investition
InvZulG.....	Investitionszulagengesetz
IZL.....	Investitionszulage
IZS	Investitionszuschuss
JÜ.....	Jahresüberschuss

Kap.....	Kapitel
KC.....	Kettenkapitalwert
Kfz.....	Kraftfahrzeug
kg.....	Kilogramm
km.....	Kilometer
KSt.....	Körperschaftsteuer
KStG.....	Körperschaftsteuergesetz
KWF.....	Kapitalwiedergewinnungsfaktor
L.....	Liquidationserlös
LIFO.....	Last In, First Out
LP.....	lineare Programmierung
m ²	Quadratmeter
m. a. W.....	mit anderen Worten
MAPI.....	Machinery and Allied Products Institute
MDAX.....	Mid-Cap-DAX
Mio.....	Million
MVA.....	Market Value Added
MWEK.....	Marktwert des Eigenkapitals
MWFK.....	Marktwert des Fremdkapitals
MWGK.....	Marktwert des Gesamtkapitals
NOA.....	Net Operating Assets
NOPAT.....	Net Operating Profit After Taxes
Nr.....	Nummer
o. g.....	oben genannte(n)
o. O.....	ohne Ort
o. V.....	ohne Verfasser
p. a.....	per annum
PR.....	Pensionsrückstellungen

R	Richtlinie
RB	Restbuchwert
RBF	Rentenbarwertfaktor
RBW	Rentenbarwert
REF	Rentenendwertfaktor
REW	Rentenendwert
ROI	Return On Investment
RVF	Rückwärtsverteilungsfaktor
RWF	Restwertverteilungsfaktor
S	Seite
SDAX	Small-Cap-DAX
sog.	sogenannte(n/r/s)
SolZ	Solidaritätszuschlag
SolZG	Solidaritätszuschlagsgesetz
Sp.	Spalte
Tax-CAPM	CAPM unter Berücksichtigung von Steuern
TCF	Total Cashflow
TEUR	Tausend Euro
TRM	<i>Teichroew, Robichek, Montalbano</i>
Tz.	Textziffer
u. a.	und andere/unter anderem
u. Ä.	und Ähnliche(r/s)
u. E.	unseres Erachtens
u. U.	unter Umständen
UmwG	Umwandlungsgesetz
usw.	und so weiter
v. a.	vor allem
VAZ	Veranlagungszeitraum
vBP	vereidigter Buchprüfer
VCI	Verband der Chemischen Industrie e. V.

XXX

Verzeichnis der Abkürzungen

vgl.vergleiche

VoFivollständiger Finanzplan

VR.....Vermögensrentabilität

WACCWeighted Average Cost Of Capital

WBK.....Wiederbeschaffungskosten

WestLBWestdeutsche Landesbank Girozentrale
(jetzt: Portigon)

WPWirtschaftsprüfer

Z.....Zahlungsüberschuss

z. B.....zum Beispiel

z. T.....zum Teil

ZMB.....Zahlungsmittelbestand

zzgl.....zuzüglich

Erster Abschnitt

Grundlagen, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft

A. Die Grundlagen der Finanzwirtschaft

I. Leistungswirtschaftlicher und finanzwirtschaftlicher Bereich

1. Der ökonomische Bezugsrahmen eines Unternehmens

Jedes Unternehmen ist über die Beschaffung der Faktoreinsatzgüter, die eigentliche Leistungserstellung („Produktion“) sowie den Absatz der erstellten Güter in die Gesamtwirtschaft eingebunden. Über diesen „Kernbereich“ der Unternehmenstätigkeit, dem **leistungs- bzw. güterwirtschaftlichen Bereich**, tritt es mit anderen in- und ausländischen Wirtschaftssubjekten und mit dem Staat in Kontakt.¹

Diesen vielfältigen Güter- und Leistungsströmen laufen in einer Geldwirtschaft jeweils Geldströme (Zahlungsströme) entgegen. **Abbildung 1**² (S. 2) zeigt diese Leistungs- und Zahlungsströme einer Volkswirtschaft. Was hinsichtlich der **Leistungs- und Zahlungsströme** allgemein für die Gesamtwirtschaft gilt, lässt sich auch in jedem einzelnen Unternehmen beobachten. Die Einbindung eines Unternehmens in die Leistungs- und Zahlungsströme einer Volkswirtschaft zeigt **Abbildung 2**³ (S. 3).

Die hier getroffene gedankliche Unterscheidung zwischen leistungs- und finanzwirtschaftlichem Bereich sollte jedoch nicht zu der Annahme verleiten, diese beiden Bereiche seien unabhängig voneinander. Die **Abhängigkeit zwischen leistungs- und finanzwirtschaftlichem Bereich** resultiert einerseits aus vorangegangenen vertraglichen Vereinbarungen sowie gesetzlichen Vorschriften. Andererseits bedingen sich diese beiden Unternehmensbereiche in zweifacher Hinsicht gegenseitig. Zum einen ist der reibungslose Ablauf des leistungswirtschaftlichen Prozesses jedes Unternehmens nur gesichert, wenn genügend finanzielle Mittel zur Beschaffung der Produktionsfaktoren zur Verfügung stehen und durch den Absatz der Betriebsleistungen über den Markt wieder zurückgewonnen werden können; der leistungswirtschaftliche Bereich setzt also generell voraus, dass seine Finanzierung gesichert ist. Zum anderen führen Störungen im leistungswirtschaftlichen Bereich letztlich immer

¹ Wesentliche Passagen dieses Abschnitts sind entnommen aus *Bieg, Hartmut*: Aufgaben, Grundprinzipien und Bestandteile der Finanzwirtschaft. In: Der Steuerberater 1994, S. 456–460, 499–504, Der Steuerberater 1995, S. 15–19, 53–60 und aus *Kußmaul, Heinz*: Grundlagen der Investition und Investitionsrechnung. In: Der Steuerberater 1995, S. 99–103, 135–139, 179–183.

² Modifiziert entnommen aus *Süchting, Joachim*: Finanzmanagement – Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl., Wiesbaden 1995, S. 10.

³ Modifiziert entnommen aus *Wöhe, Günter*: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 21. Aufl., München 2002, S. 11, in der aktuellen Aufl. nicht mehr enthalten.

auch zu Störungen im finanzwirtschaftlichen Bereich, da sich der aus dem Absatz der Betriebsleistungen erwartete Zustrom an Zahlungsmitteln nachteilig verändert.

All dies zeigt die Berechtigung der Vorstellung *Riegers*, wonach der betriebliche Kreislauf i. Allg. in Geldform beginnt und über die Umwandlung in Güter bzw. Leistungen in der Wiedergeldwerdung als Folge der Leistungsverwertung endet.⁴ Es zeigt auch, dass „jeder güterwirtschaftliche Vorgang zugleich einen Akt der Kapitaldisposition darstellt“⁵. Zu den Güter- und Leistungsströmen parallel, aber in entgegengesetzter Richtung, verlaufen die Zahlungsströme (Geldströme). Allerdings müssen die korrespondierenden Ströme nicht zeitgleich fließen (z. B. beim Kauf auf Ziel); außerdem gibt es finanzwirtschaftliche Transaktionen ohne leistungswirtschaftliches Äquivalent. Trotzdem ist es berechtigt, die **Finanzwirtschaft als Spiegelbild der Leistungswirtschaft** zu charakterisieren, so dass den genannten (leistungswirtschaftlichen) „Kernbereichen“ des Unternehmens die finanzwirtschaftlichen Äquivalente der Beschaffungsfinanzierung, der Produktionsfinanzierung und der Absatzfinanzierung gegenübergestellt werden können.⁶

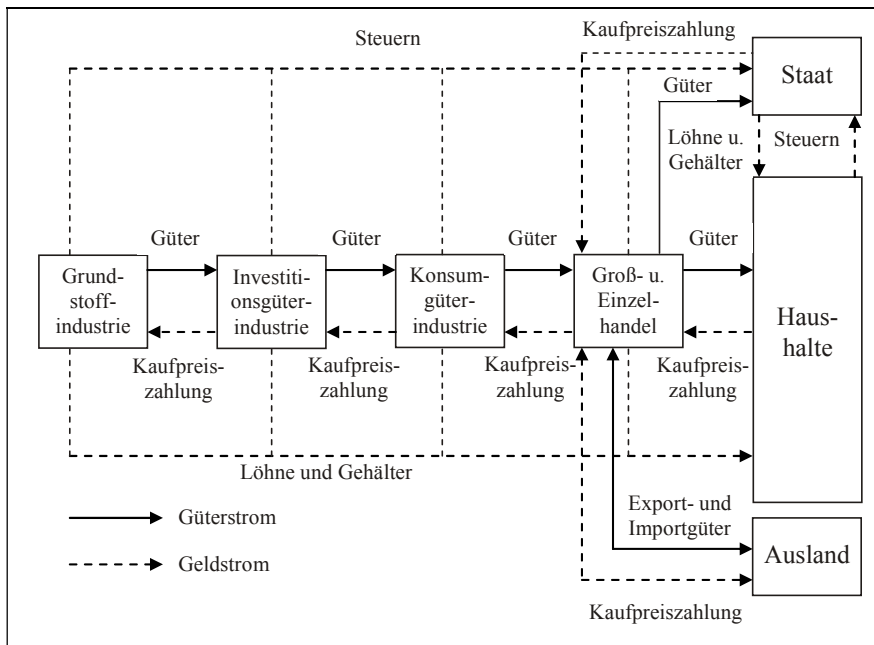


Abbildung 1: Das Unternehmen im volkswirtschaftlichen Güter- und Geldstrom

Der finanzwirtschaftliche Bereich umfasst diejenigen Vorgänge und Aktivitäten, die **Einzahlungen** und **Auszahlungen** auslösen. Der Saldo der Ein- und Auszahlungen eines be-

⁴ Vgl. *Rieger, Wilhelm*: Einführung in die Privatwirtschaftslehre. 3. Aufl., Erlangen 1964, S. 179.

⁵ *Gutenberg, Erich*: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. 3. Band: Die Finanzen. 8. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 1980, S. 2.

⁶ Vgl. *Hahn, Oswald*: Finanzwirtschaft. 2. Aufl., Landsberg a. L. 1983, S. 37.

stimmten Zeitraumes entspricht der Veränderung der zugehörigen Bestandsgröße, des **Zahlungsmittelbestandes**. Diesen Bestand liquider Mittel kann man definieren als den an einem bestimmten Zeitpunkt feststellbaren Bestand an Bargeld sowie jederzeit verfügbaren Guthaben bei Kreditinstituten (Sichtguthaben).

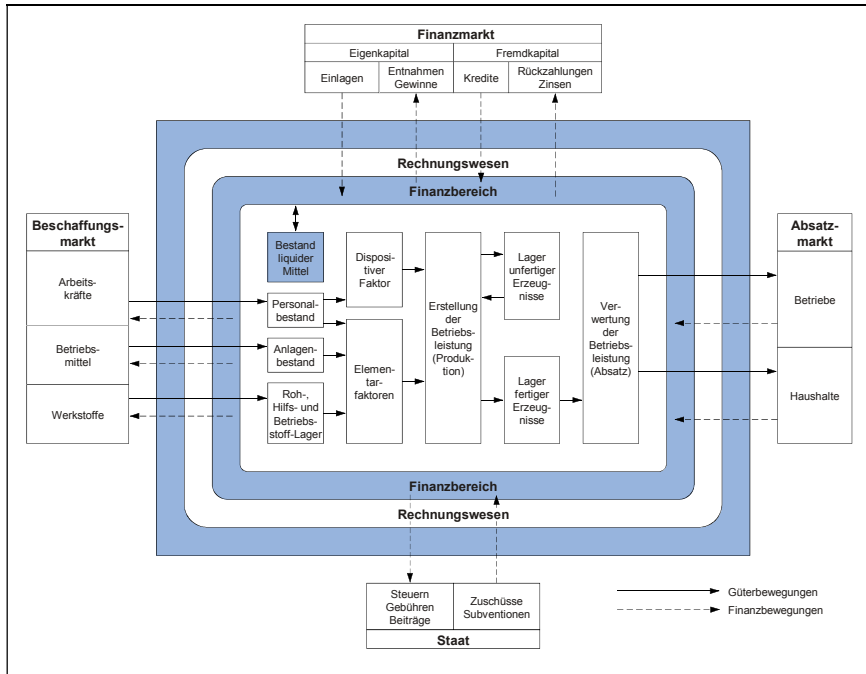


Abbildung 2: Güter- und Finanzbewegungen im Unternehmen

Die Auszahlungen des Leistungsbereichs, die **Leistungsauszahlungen**, umfassen die laufend anfallenden Auszahlungen für Löhne und Gehälter, für die Beschaffung von Waren bzw. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie von Dienstleistungen, aber auch die Auszahlungen für die Beschaffung der im Leistungsbereich benötigten Betriebsmittel wie Gebäude, Maschinen und Werkzeuge. Als Einzahlungen im Leistungsbereich (**Leistungseinzahlungen**) sind v. a. die Einzahlungen aus Umsatzerlösen, aber auch sonstige Einzahlungen, etwa aus dem Verkauf technischer Anlagen, zu nennen.

Man unterscheidet vom soeben definierten Zahlungsmittelbestand den Bestand an **Geldvermögen** (Zahlungsmittelbestand + alle übrigen Geldforderungen – Geldschulden), der durch **Einnahmen** und **Ausgaben** positiv bzw. negativ verändert wird. Geldforderungen und Geldschulden resultieren im Wesentlichen aus schuldrechtlichen Verträgen; die Geldschulden enthalten jedoch auch die Rückstellungen. Der (betriebliche) **Netto- oder Reinvermögensbestand (Eigenkapital)** ist definiert als Geldvermögen zzgl. übriges Vermögen (Sachvermögen + verbrieft und unverbrieft Eigentümerrechte an Unternehmen + immaterielles Vermögen) abzgl. Sachleistungsverpflichtungen; die Eigentümerrechte an Unternehmen resultieren aus gesellschaftsrechtlichen Verträgen. Der Reinvermögensbestand wird durch die erfolgswirksamen **Erträge/Leistungen** und **Aufwendungen/Kosten** bzw. die erfolgs-

unwirksamen **Einlagen** (in Kapitalgesellschaften: Kapitalerhöhungen) und **Entnahmen** (in Kapitalgesellschaften: Kapitalherabsetzungen) verändert.

Die verschiedenen **Bestandsdefinitionen** und die **zugehörigen** positiven und negativen **Veränderungen** fasst **Abbildung 3** zusammen. Da also zwischen dem Zahlungsmittelbestand und dem Reinvermögen (Eigenkapital) eines Unternehmens unterschieden wird, stellt der Saldo der Leistungseinzahlungen und der Leistungsauszahlungen (Leistungssaldo) lediglich einen Maßstab für die leistungswirtschaftlich bedingten Veränderungen des Zahlungsmittelbestandes dar, nicht jedoch für den Periodenerfolg des Unternehmens. So führt der Kauf von Gegenständen des Anlage- und Umlaufvermögens im Lieferungszeitpunkt zu einer Ausgabe, im Zahlungszeitpunkt zu einer Auszahlung (beide Zeitpunkte können identisch sein), also zu den genannten Zeitpunkten zu einer Verminderung des Geldvermögens bzw. des Zahlungsmittelbestandes, dagegen erst in späteren Perioden zu Aufwendungen, etwa in Form von planmäßigen Abschreibungen über die angesetzte Abschreibungsdauer beim zeitlich begrenzt nutzbaren Anlagevermögen, in Form von außerplanmäßigen Abschreibungen beim Anlage- und Umlaufvermögen oder in Form der Verrechnung des Wareneinsatzes in der Periode des Warenverkaufs. Bei Rückstellungen folgt der Aufwandsverrechnung i. d. R. eine Auszahlung.

Zahlungsmittelbestand	= Kassenbestand + jederzeit verfügbare Guthaben bei Kreditinstituten (einschließlich Deutsche Bundesbank bzw. Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank)
Veränderungen:	Einzahlungen (+) Auszahlungen (–)
Geldvermögen	= Zahlungsmittelbestand + alle übrigen Geldforderungen – Geldschulden
Veränderungen:	Einnahmen (+) Ausgaben (–)
(Betriebliches) Netto- bzw. Reinvermögen (Eigenkapital)	= Geldvermögen + Sachvermögen + verbriefte und unbrieftete Eigentümerrechte + immaterielles Vermögen – Sachleistungsverpflichtungen
Veränderungen:	Erträge bzw. Leistungen (+) Aufwendungen bzw. Kosten (–) } erfolgswirksam Einlagen/Kapitalerhöhungen (+) Entnahmen/Kapitalherabsetzungen (–) } erfolgsunwirksam

Abbildung 3: Ausgewählte Bestandsgrößen und ihre positiven und negativen Veränderungen

Zweifelloos ist der **Leistungssaldo** wesentlicher Bestandteil der in einem Unternehmen anfallenden Zahlungsströme. **Weitere Ein- und Auszahlungen** ergeben sich aber auch aus den **Beziehungen des Unternehmens zu seinen externen Geldgebern**, die Einlagen oder Kre-

dite zur Verfügung stellen. Diese Einlagen und Kreditgewährungen begründen Rechtsbeziehungen, die in der Zukunft Zahlungen vom Unternehmen an die Eigentümer in Form gewinnabhängiger Ausschüttungen und evtl. Kapitalrückzahlungen bzw. an die Gläubiger in Form vertraglich vereinbarter Zins- und Tilgungszahlungen erforderlich machen. Diese Auszahlungen sind ebenso wenig unmittelbar vom Leistungsbereich abhängig wie Auszahlungen, die für den Erwerb von Finanztiteln (z. B. Aktien, GmbH- und Genossenschaftsanteile, festverzinsliche Wertpapiere, aber auch Kreditgewährungen und Festgelder) durch das Unternehmen geleistet werden.

Daneben gibt es **weitere finanzwirtschaftliche Transaktionen**, die nicht unmittelbar vom Leistungsbereich des Unternehmens ausgelöst werden. Dazu zählen Zahlungen, welche die Unternehmen in Form von Steuern, Beiträgen und Gebühren an den Staat leisten bzw. in Form von Subventionen und Zuschüssen vom **Staat** erhalten. So lassen sich zumindest nicht alle Steuern als Leistungsauszahlungen dem Leistungsbereich zuordnen. Bspw. sind die Bemessungsgrundlagen der Steuern vom Einkommen und Ertrag nicht nur vom Leistungsbereich abhängig; sie werden auch durch finanzwirtschaftliche Dispositionen beeinflusst (z. B. kann für Einzelunternehmer und Gesellschafter von Personengesellschaften die Belastung mit Einkommensteuer von der Gewinnverwendungsentscheidung abhängig sein). Wie es nicht vom Leistungsbereich ausgelöste Auszahlungen gibt, so kommen – neben den bereits erwähnten Subventionen und Zuschüssen – auch **Einzahlungen** vor, **die nicht aus dem Leistungsbereich resultieren**, so wenn früher erworbene Finanztitel veräußert werden oder infolge des Zeitablaufs zur Rückzahlung gelangen bzw. wenn aus gehaltenen Finanztiteln gewinnabhängige (z. B. Dividenden) oder vertraglich vereinbarte (z. B. Zinsen) Einzahlungen fließen.

2. Die isolierte Betrachtung des finanzwirtschaftlichen Bereichs

Die betriebliche Finanzwirtschaft beschäftigt sich nur mit denjenigen Vorgängen und Aktivitäten innerhalb eines Unternehmens, die Veränderungen des Zahlungsmittelbestands, also Ein- und Auszahlungen, auslösen. Dies gilt insb. auch für die unmittelbar leistungswirtschaftlich bedingten Ein- und Auszahlungen. Eine solche **isolierte Betrachtung der Zahlungsströme** ist berechtigt, da (fast) alle leistungswirtschaftlichen Vorgänge aufgrund des Kreislaufgedankens auf die von ihnen ausgelösten Zahlungsströme reduziert werden können.

So bedeutet eine im leistungswirtschaftlichen Bereich eines Unternehmens vorgenommene Investition unter den für diesen Unternehmensbereich entscheidenden Aspekten nichts anderes als die Umwandlung von Zahlungsmitteln in materielle und immaterielle Güter, mit denen zur Erstellung der betrieblichen Leistung und zur Aufrechterhaltung bzw. Erhöhung der Leistungsbereitschaft erforderliche Faktorkapazitäten aufgebaut werden bzw. bestehende Faktorkapazitäten besser genutzt werden können. Aus leistungswirtschaftlicher Sicht stehen die technischen und kapazitätsdeterminierenden Eigenschaften des Investitionsobjektes im

Vordergrund. Folgerichtig unterscheidet man die Investitionsobjekte bei dieser Sichtweise nach der Art der zu beschaffenden Vermögensobjekte.⁷

Aus leistungswirtschaftlicher Sicht ist es interessant, in welcher Weise das Investitionsobjekt mit den übrigen betrieblichen Produktionsfaktoren zusammenwirkt und welchen Einfluss es auf die Leistungsfähigkeit des Unternehmens ausübt. Diese Zusammenhänge zu untersuchen, ist Aufgabe der Absatz-, Produktions- und Kapazitätsplanung.

Die Finanzwirtschaft – hier im Speziellen die Investitionsrechnung – hingegen interessiert sich nicht für die leistungswirtschaftlichen Auswirkungen auf den Betriebsprozess, sondern nur für die Zahlungsmittelbewegungen, die durch diese Investitionsobjekte ausgelöst werden.

Für die finanzwirtschaftliche Beurteilung einer Investition sowie für den Vergleich verschiedener Investitionsalternativen ist es daher grds. völlig unwichtig, ob die betrachteten Investitionen im Leistungsbereich erfolgen, also zu Veränderungen im Leistungsbereich des Unternehmens führen, oder ob es sich um Finanzinvestitionen handelt, die keinerlei Beziehungen zum leistungswirtschaftlichen Bereich des Unternehmens aufweisen.

Im Übrigen lässt sich die beschriebene, für die Finanzwirtschaft typische Reduktion des Betriebsprozesses auf Geldbestände und ihre Veränderungen auch für **Bilanzen** feststellen.

Ein Teil des in der Bilanz ausgewiesenen **Vermögens** ist Ergebnis der leistungswirtschaftlichen Seite der Investitionen. Dazu zählen:

- die bilanzierungsfähigen Einsatzfaktoren,
- das Ergebnis des Kombinationsprozesses dieser Faktoren mit den nicht-bilanzierungsfähigen Einsatzfaktoren (Arbeit, Dienstleistungen fremder Unternehmen, dispositiver Faktor) sowie
- ein erheblicher Teil des Ergebnisses der Leistungsverwertung (Forderungen).

Daneben finden sich im Vermögen aber auch Teile, die aus Finanzinvestitionen stammen, also dem finanzwirtschaftlichen Bereich angehören.

Das auf der Passivseite ausgewiesene **Kapital** des Unternehmens repräsentiert seinen finanzwirtschaftlichen Bereich. Es beruht auf den Rechtsbeziehungen zwischen dem Unternehmen und seinen Geldgebern, welche die Rechtsposition eines Eigentümers oder eines Gläubigers einnehmen.

Der als Vermögen ausgewiesene **Zahlungsmittelbestand** stellt die Verbindung zwischen dem Leistungs- und Finanzbereich eines Unternehmens her. Der Zahlungsmittelbestand dient zur Bezahlung der zur Leistungserstellung benötigten Produktionsfaktoren. Erst beim Eingang der Verkaufserlöse kommt es wieder zu einem Zahlungsmittelzufluss.

⁷ Vgl. dazu **Abschnitt 1, Kap. C.I.**

II. Investition und Finanzierung als Elemente der Finanzwirtschaft

Entsprechend der Einteilung des leistungswirtschaftlichen Bereichs in Beschaffung von Produktionsfaktoren sowie Produktion und Absatz der erstellten Leistungen kann man den finanzwirtschaftlichen Bereich in Kapitalbeschaffung (Finanzierung), Kapitalverwendung (Investition) und Kapitaltilgung unterteilen. Die Lehre der **Finanzwirtschaft** umfasst daher **die Theorie und die Technik der Kapitalaufbringung (einschließlich der Kapitaltilgung) und der Kapitalanlage**, behandelt also sowohl die Akquisition (Gewinnung) als auch die Disposition (Verwendung) finanzieller Mittel.⁸ Die Zusammenfassung von Investition und Finanzierung unter dem Begriff Finanzwirtschaft erfolgt, da zwischen beiden Bereichen aufgrund der ausgelösten Zahlungsmittelbewegungen Interdependenzen bestehen. So entstehen ohne Mittelverwendungsmöglichkeiten keine Finanzierungsprobleme; Finanzierungsfragen lassen sich nicht abschließend klären, solange die Beziehung zur Mittelverwendung nicht berücksichtigt wird. Ebenso braucht man ohne Finanzierungsmöglichkeiten nicht über Investitionsmöglichkeiten nachzudenken; Investitionsfragen können nicht ohne Berücksichtigung der finanziellen Aspekte beantwortet werden.⁹

Diese übergreifende Betrachtung der genannten Teilbereiche in der Finanzwirtschaft weicht von der traditionellen isolierten Betrachtung der beiden Gebiete ab. Aber nur in einer derartigen ganzheitlichen Betrachtung des Gesamtsystems des Unternehmens lassen sich die Interdependenzen der einzelnen Bereiche berücksichtigen. Anders als der auf die Deskription finanzwirtschaftlicher Sachverhalte beschränkte traditionelle Ansatz der Finanzwirtschaft ist der moderne Ansatz der Finanzwirtschaft management- und entscheidungsorientiert. Investition und Finanzierung werden nun als Optimierungsvorgang gesehen, in dem Mittelbeschaffung und Mittelverwendung im Hinblick auf die Unternehmensziele aufeinander abgestimmt werden.¹⁰ Die Charakteristika des traditionellen, des managementorientierten und entscheidungsorientierten sowie des kapitalmarktorientierten Ansatzes der Finanzwirtschaft sind in **Abbildung 4**¹¹ (S. 8) gegenübergestellt.¹²

⁸ Vgl. dazu auch Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas W.: Finanzwirtschaft der Unternehmung. 16. Aufl., München 2012, S. 5 und S. 10.

⁹ Vgl. Büschgen, Hans E.: Grundlagen betrieblicher Finanzwirtschaft – Unternehmensfinanzierung. 3. Aufl., Frankfurt a. M. 1991, S. 17.

¹⁰ Vgl. Büschgen, Hans E.: Grundlagen betrieblicher Finanzwirtschaft – Unternehmensfinanzierung. 3. Aufl., Frankfurt a. M. 1991, S. 17.

¹¹ Geringfügig modifiziert entnommen aus Süchting, Joachim: Finanzmanagement – Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl., Wiesbaden 1995, S. 7.

¹² Vgl. grundlegend und umfassend zur Investitionstheorie Hering, Thomas: Investitionstheorie. 4. Aufl., Berlin/Boston 2015.

Traditioneller Ansatz
• Externe Betrachtungsweise • Deskriptive Methode • Isoliertheit der Finanzierungsentscheidungen im Hinblick auf die Kapitalbeschaffung • Effizienzkriterium: Einhaltung bestimmter Bilanzstrukturnormen
Management- und entscheidungsorientierter Ansatz
• Interne Betrachtungsweise • Analytische Methode • Simultaneität der Entscheidungen im Hinblick auf Kapitalbeschaffung und -verwendung • Effizienzkriterien: Beiträge zur Erfolgs- und Risikoposition
Kapitalmarktorientierter Ansatz
• Externe Betrachtungsweise • Analytische Methode • Verständnis der Renditeforderungen von Kapitalgebern als Kapitalkosten des Unternehmens • Effizienzkriterium: Kurswertmaximierung

Abbildung 4: Charakteristika älterer und neuerer Auffassungen zur betrieblichen Finanzwirtschaft

B. Die Grundprinzipien der Finanzwirtschaft

I. Die Ziele der Finanzwirtschaft

Erst aufgrund gesetzter **Ziele** als Angabe des gewünschten Zustandes der Realität ist der Entscheidungsträger in der Lage, die zur Verfügung stehenden **Handlungsalternativen zu bewerten** und so zu einer **Entscheidung** zu gelangen. Entscheidungsträger können also erst dann eine rationale Entscheidung treffen, wenn mittels eines vorgegebenen Zielkriteriums festgestellt werden kann, ob die durch die Entscheidung ausgelöste Maßnahme einen Beitrag zur Erreichung dieses Zieles liefert.¹³

In der Realität verfolgen die für ein Unternehmen Verantwortlichen gleichzeitig mehrere Ziele. Man unterscheidet zwischen **Oberzielen**, welche die allgemeinen Zielvorstellungen des Unternehmens beinhalten, und **Unter- bzw. Zwischenzielen**, die aufgrund der fehlenden Operationalität der Oberziele aus diesen abgeleitet und nach- bzw. zwischengeschaltet werden müssen. Die Gesamtheit der nebeneinander existierenden bzw. hierarchisch geordneten – teilweise sogar miteinander konkurrierenden – Ziele wird als **Zielsystem** eines Unternehmens bezeichnet.

Aus Gründen der Operationalität formuliert man manchmal hierarchisch untergeordnete Ziele als Nebenbedingungen in der Weise, dass ein bestimmter Wert nicht unter- oder überschritten werden soll. I. d. R. dominieren in einer marktwirtschaftlich organisierten Volks-

¹³ Vgl. *Süchting, Joachim*: Finanzmanagement – Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung. 6. Aufl., Wiesbaden 1995, S. 295.

wirtschaft die **monetären Oberziele** wie Umsatz- und Gewinnstreben. Letzteres wird häufig auch als **das** Oberziel des Unternehmens bezeichnet.¹⁴

Aus **leistungswirtschaftlicher Sicht** wird angestrebt, bei der Erstellung der betrieblichen Leistungen und bei ihrem Absatz langfristig den Gewinn zu maximieren. Verfolgt die Unternehmensleitung ausschließlich dieses Ziel, so werden betriebliche Leistungen nur erbracht, wenn sich damit ein Gewinn erzielen lässt, wenn also eine positive Differenz zwischen Leistungen und Kosten – den leistungsbedingten Erfolgsbeiträgen – zu erwarten ist.¹⁵ Die **finanzwirtschaftliche Sicht** ist im Gegensatz dazu kapital- bzw. zahlungsorientiert. Dies zeigt sich in der Formulierung der finanzwirtschaftlichen Zielfunktion i. S. der Maximierung der Kapitalrentabilität (dies entspricht einer Kapitalorientierung) unter den Nebenbedingungen der Liquidität (dieses Kriterium ist zahlungsorientiert), der Sicherheit und der Unabhängigkeit.¹⁶

Diese Unterscheidung in leistungs- und finanzwirtschaftliche Sichtweise zeigt sich auch in der GuV nach § 275 Abs. 2 HGB (Gesamtkostenverfahren) und § 275 Abs. 3 HGB (Umsatzkostenverfahren). Dort werden die Erfolgsbeiträge (Erträge, Aufwendungen), die aus dem leistungswirtschaftlichen Bereich stammen (Positionen 1 bis 8 in Abs. 2; Positionen 1 bis 7 in Abs. 3; der Saldo dieser Posten kann als **Betriebsergebnis** bezeichnet werden)¹⁷, getrennt von den aus dem finanzwirtschaftlichen Bereich stammenden Erfolgsbeiträgen (Positionen 9 bis 13 in Abs. 2; Positionen 8 bis 12 in Abs. 3; der Saldo dieser Positionen kann als **Finanzergebnis** bezeichnet werden)¹⁸ ausgewiesen. Häufig ist in den leistungswirtschaftlich geprägten Industrie- und Handelsunternehmen das Finanzergebnis aufgrund der hohen Fremdkapitalzinsen negativ. Die Schemata des § 275 Abs. 2 bzw. Abs. 3 HGB zur GuV nehmen diese Ergebnisdifferenzierung entsprechend dem Bereich ihrer Entstehung in Betriebs- und Finanzergebnis allerdings nur insoweit vor, als die zusammengehörenden Positionen unmittelbar aufeinander folgen.

Über die für finanzwirtschaftliche Überlegungen ebenfalls entscheidenden Ein- und Auszahlungen einer Periode informiert die nur für die Erfolgsermittlung zuständige GuV dagegen nicht.¹⁹ Nur über den wenig aussagefähigen Saldo der Ein- und Auszahlungen des Geschäftsjahres wird man aufgrund der Veränderung der Bestandsgröße „liquide Mittel“, also

¹⁴ Vgl. *Wöhe, Günter/Döring, Ulrich*: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 25. Aufl., München 2013, S. 9–10.

¹⁵ Auf die wichtige Differenzierung zwischen Leistungen und Erträgen bzw. Kosten und Aufwendungen, wobei auch die neutralen Erträge und Aufwendungen einerseits und die kalkulatorischen Leistungen und Kosten andererseits zu berücksichtigen sind, sei hier nur hingewiesen; vgl. dazu *Wöhe, Günter*: Bilanzierung und Bilanzpolitik. 9. Aufl., München 1997, S. 21–24.

¹⁶ Vgl. *Bieg, Hartmut*: Betriebswirtschaftslehre 2: Finanzierung. Freiburg i. Br. 1991, S. 18–26.

¹⁷ Vgl. *Eisele, Wolfgang/Knobloch, Alois Paul*: Technik des betrieblichen Rechnungswesens. 8. Aufl., München 2011, S. 87.

¹⁸ Vgl. *Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz*: Grundlagen der Bilanzierung. 4. Aufl., Wiesbaden 2000, S. 136.

¹⁹ Dieser Aufgabe wird die Kapitalflussrechnung gerecht, welche gem. § 297 Abs. 1 Satz 1 HGB obligatorischer Bestandteil eines Konzernabschlusses ist. Kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften, die keinen Konzernabschluss aufstellen müssen, sind gem. § 264 Abs. 1 Satz 2 HGB jedoch dazu verpflichtet, den Jahresabschluss um eine Kapitalflussrechnung zu ergänzen.

der Aktivposition B. IV. (§ 266 Abs. 2 HGB) informiert. Aus finanzwirtschaftlicher Sicht sind also mehrere Nebenbedingungen zu beachten, die leistungswirtschaftlich von untergeordneter Bedeutung, im Rahmen des Gesamtunternehmens aber von existenzieller Bedeutung sind. Ansonsten orientieren sich unternehmerische Entscheidungen sowohl im leistungswirtschaftlichen als auch im finanzwirtschaftlichen Bereich an der Zielsetzung der (langfristigen) **Gewinnmaximierung**. Auch die Tatsache, dass im finanzwirtschaftlichen Bereich eine relative Gewinngröße (**Kapitalrentabilität**), im leistungswirtschaftlichen Bereich dagegen der absolute Gewinn als Entscheidungskriterium herangezogen wird, kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass letztlich eben doch jede Mittelbeschaffung und Mittel-disposition nach ihrem Gewinnbeitrag zu beurteilen ist.²⁰

II. Die finanzwirtschaftlichen Entscheidungskriterien

1. Die Kapitalrentabilität als eigenständige finanzwirtschaftliche Zielsetzung

Die Kapitalrentabilität stellt eine besondere Interpretation des Gewinnbegriffs dar. Kapitalrentabilitäten sind Kennzahlen, in denen eine Erfolgsgröße ins Verhältnis zu verschiedenen im Unternehmen eingesetzten Kapitalgrößen gesetzt wird. Sie geben an, in welcher Höhe sich das eingesetzte Kapital in der betreffenden Periode verzinst hat, und tragen somit dem weit verbreiteten Renditedenken Rechnung. Da das in der Finanzwirtschaft angestrebte Ziel die Rentabilitätsmaximierung ist, orientiert man sich bei finanzwirtschaftlichen Entscheidungen nicht an der absoluten Höhe des Gewinns, sondern an der Relation zwischen Gewinn bzw. Jahresüberschuss und eingesetztem Kapital, also an der relativen Höhe des Gewinns. **Abbildung 5**²¹ enthält mögliche Ausprägungsformen der Kapitalrentabilität.

a) Eigenkapitalrentabilität	=	$\frac{\text{Gewinn (bzw. JÜ)}}{\text{EK}}$
b) Gesamtkapitalrentabilität	=	$\frac{\text{Gewinn (bzw. JÜ) + FK-Zinsen}}{\text{EK + FK}}$
c) Betriebskapitalrentabilität	=	$\frac{\text{Betriebsergebnis}}{\text{betriebsnotwendiges Kapital}}$
d) Rentabilität eines einzelnen Investitionsobjektes	=	$\frac{\text{dem Projekt zurechenbare Einzahlungsüberschüsse}}{\text{für das Projekt erforderlicher Kapitaleinsatz}}$

Abbildung 5: Ausprägungsformen der Kapitalrentabilität

Die Messung der Rentabilität kann zum einen für eine Abrechnungsperiode (Geschäftsjahr) erfolgen, so in den in **Abbildung 5** aufgeführten Fällen a) bis c); sie kann sich zum anderen

²⁰ Vgl. Köhler, Richard: Zum Finanzierungs-begriff einer entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1969, S. 443.

²¹ Entnommen aus Bieg, Hartmut: Betriebswirtschaftslehre 2: Finanzierung. Freiburg i. Br. 1991, S. 23.

aber auch auf einen längeren oder kürzeren Zeitraum beziehen, so in dem in **Abbildung 5** genannten Fall d), wobei man die Gesamtlebensdauer des Unternehmens oder die Laufzeit eines Investitionsobjekts heranzieht. An dieser Stelle soll zumindest erwähnt werden, dass man z. B. den Jahresüberschuss (oder in anderer Definition das Betriebsergebnis) eines Unternehmens auch zu seinen Umsatzerlösen in Beziehung setzen kann; man erhält so die **Umsatzrentabilität**.

Eine Modifikation der Kennzahl Gesamtkapitalrentabilität stellt der **Return On Investment (ROI)** dar, der als Quotient aus Jahresüberschuss bzw. Betriebsergebnis und Gesamtkapital gebildet wird. Um die Gründe für einen gegenüber dem Vorjahr verbesserten oder verschlechterten ROI besser analysieren zu können, zerlegt man ihn in die Bestandteile **Umsatzrentabilität** (Jahresüberschuss bzw. Betriebsergebnis : Umsatzerlöse) und **Kapitalumschlagshäufigkeit** (Umsatzerlöse : Gesamtkapital). Das Produkt dieser beiden Größen ergibt wiederum den ROI.²²

Welche der dargestellten Rentabilitätskennziffern die jeweils „richtige“ ist, hängt vom konkreten finanzwirtschaftlichen Entscheidungsproblem ab. So wird man bei einem Investitionsvorhaben zwar stets auch die Rentabilität des insgesamt eingesetzten Eigenkapitals im Auge behalten, vorrangig orientiert man sich aber an der Vorteilhaftigkeit des betreffenden Investitionsobjekts. Dagegen löst man sich bei der finanziellen Steuerung des Gesamtunternehmens weitgehend von der Objektebene und orientiert sich am Periodenergebnis.

Strittig kann allerdings sein, ob bei einer Finanzierungsentscheidung die **Eigenkapital- oder die Gesamtkapitalrentabilität** als Entscheidungskriterium herangezogen werden soll. Dabei ist die Frage zu beantworten, ob der bzw. die Eigentümer eines Unternehmens auf eine betriebliche Maßnahme verzichten soll(en), die zwar die Gesamtkapitalrentabilität vermindern, die Eigenkapitalrentabilität jedoch erhöhen würde. Ein Verzicht auf die Maßnahme hätte zwar zur Folge, dass sich das insgesamt – von Eigentümer(n) und Gläubigern – eingesetzte Kapital besser „verzinst“ als dies bei Durchführung der Maßnahme der Fall wäre. Ein Eigentümer kann aus seiner Sicht allerdings eine Verschlechterung der Gesamtkapitalrentabilität durchaus in Kauf nehmen, wenn sich durch die Maßnahme die „Verzinsung“ des von ihm eingesetzten Kapitals verbessert.²³ Das hier angedeutete Zusammenspiel zwischen mehreren Rentabilitätskennziffern ist Grundlage des **Leverage-Effekts**. Dabei geht es um die Frage, inwiefern sich durch Erhöhung des Verschuldungsgrads (Fremdkapital : Eigenkapital) die Eigenkapitalrentabilität steigern lässt.²⁴

Letztendlich geht es bei jeder unternehmerischen Betätigung um eine Maximierung des „**Unternehmenswerts**“ aus der Sicht des Anteilseigners. Diese aus dem Gewinnmaximierungsprinzip ableitbare Zielsetzung wird als **Shareholdervalue-Ansatz** bezeichnet. Bei dieser konsequent an der Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichteten Zielsetzung

²² Vgl. ausführlich hierzu Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd: Externes Rechnungswesen. 6. Aufl., München 2012, S. 373–375.

²³ Vgl. Bieg, Hartmut: Betriebswirtschaftslehre 2: Finanzierung. Freiburg i. Br. 1991, S. 23–24.

²⁴ Vgl. hierzu Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Investitions- und Finanzierungsmanagement. Band III: Finanzwirtschaftliche Entscheidungen, München 2000, S. 45–58.

sind die Interessen der anderen Anspruchsgruppen (**Stakeholder**) als Nebenbedingungen bzw. Unterziele zu berücksichtigen.²⁵

2. Die Liquidität

Würde man die Liquidität mit dem Zahlungsmittelbestand (Kassenbestand + jederzeit verfügbare Guthaben bei Kreditinstituten) gleichsetzen, so wäre ihr Umfang eindeutig und ihre Messung unproblematisch. Die Definition der Liquidität als positiver Zahlungsmittelbestand ist aber als finanzwirtschaftliches Kriterium wenig aussagefähig. Nicht die Höhe des Zahlungsmittelbestandes ist ausschlaggebend, sondern ob die Zahlungskraft eines Unternehmens insgesamt ausreicht, die an es gestellten Anforderungen zu erfüllen. Dem Umstand, dass der Zahlungsmittelbestand nur einen Teil der disponierbaren Zahlungsmittel umfasst, trägt der erste zu erörternde Liquiditätsbegriff Rechnung, wonach Liquidität die Eigenschaft eines Vermögensobjektes ist. Dem Umstand, dass Liquidität nicht nur durch die **Zahlungskraft**, sondern auch durch die **Zahlungsverpflichtungen** bestimmt wird, trägt der zweite Liquiditätsbegriff Rechnung, wonach Liquidität die Eigenschaft eines Wirtschaftssubjektes (in unserem Zusammenhang also eines Unternehmens) ist.

Versteht man Liquidität als eine Eigenschaft von Vermögensobjekten, so geht es im Wesentlichen um die **Liquidisierbarkeit** (oft verkürzt auch als Liquidierbarkeit bezeichnet) einzelner Vermögensgegenstände. Man kann also unter Liquidität die „Eigenschaft von Vermögensobjekten (verstehen; d. Verf.), mehr oder weniger leicht als Zahlungsmittel verwendet oder durch Verkauf oder Abtretung in ein Zahlungsmittel umgewandelt werden zu können“²⁶ (absolute Liquidität). Zahlungsmittel sind dabei dadurch gekennzeichnet, dass durch ihre Übertragung eine Zahlungsverpflichtung mit befreiender Wirkung erfüllt wird. Gesetzliche Zahlungsmittel, für die Annahmezwang besteht, verfügen bei ungestörter Geldwirtschaft über diese Eigenschaft. Inwieweit auch andere als die gesetzlichen Zahlungsmittel hier einzubeziehen sind, hängt von der Annahmefähigkeit der Gläubiger ab.²⁷

Zwei Aspekte sind für die angesprochene **Geldnähe von Vermögensobjekten** bestimmend:

- Der Zeitraum, in dem sich die einzelnen Vermögenspositionen im Rahmen des üblichen Umsatzprozesses wieder „verflüssigen“ (Self-liquidating Period). Im Zusammenhang mit dieser **ursprünglichen oder absoluten Liquidität** spricht *Moxter* von Geldwertungsabstand, *Stützel* von der Selbstliquidationsperiode.²⁸ Dieser Zeitraum spielt z. B. auch eine Rolle bei der Gliederung der Aktivseite von Bilanzen.

²⁵ Vgl. dazu *Perridon, Louis/Steiner, Manfred/Rathgeber, Andreas W.*: Finanzwirtschaft der Unternehmung. 16. Aufl., München 2012, S. 16–17; vgl. ausführlich dazu **Abschnitt 9, Kap. E.**

²⁶ *Stützel, Wolfgang*: Liquidität. In: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. 6. Band, Stuttgart/Tübingen/Göttingen 1959, S. 625.

²⁷ Vgl. *Bieg, Hartmut*: Schwebende Geschäfte in Handels- und Steuerbilanz. Frankfurt a. M./Bern 1977, S. 180–181.

²⁸ Vgl. *Moxter, Adolf*: Bilanzlehre. 2. Aufl. Wiesbaden 1976, S. 99–100, in der aktuellen Aufl. nicht mehr enthalten; *Stützel, Wolfgang*: Liquidität. In: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. 6. Band, Stuttgart/Tübingen/Göttingen 1959, S. 622.