

Inhaltsübersicht

Anhangsverzeichnis.....	XV
Abbildungsverzeichnis.....	XVII
Tabellenverzeichnis.....	XIX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII
Symbolverzeichnis.....	XXV
1 Problemstellung.....	1
2 Die Unternehmung als Instrument nutzenmaximierender Kapitalgeber.....	7
3 Die Herleitung von Unternehmenswertkalkülen und die Cash Flow Ermittlung aus den Daten der Unternehmensrechnung.....	33
4 Der Einfluß der Dividenden- und Finanzierungspolitik auf den Unternehmenswert.....	101
5 Die Wechselwirkungen der Investitions-, Finanzierungs- und Dividendenpolitik von Unternehmen.....	195
6 Thesen.....	309
Anhang.....	321
Literaturverzeichnis.....	403

Inhaltsverzeichnis

1	Problemstellung.....	1
2	Die Unternehmung als Instrument nutzenmaximierender Kapitalgeber	7
2.1	Das Nutzenstreben von Wirtschaftssubjekten.....	7
2.2	Die Grundstruktur intertemporaler Investitions- und Finanzierungsentscheidungen	10
2.2.1	Die individuelle Bewertung von Zahlungsströmen.....	10
2.2.2	Die Zahlungsstrombewertung unter Rückgriff auf dessen Marktwert.....	12
2.2.2.1	Der Marktwert und die Kapitalmarktvoraussetzungen für die Marktwertmaximierung als Entscheidungskriterium	12
2.2.2.2	Der reine Tausch von Zahlungsansprüchen über den Kapitalmarkt	16
2.2.2.3	Erweiterung der Zahlungstransformation um individuelle (Real-) Investitionen des Entscheidungsträgers.....	18
2.2.2.4	Unternehmen als auf (Real-) Investitionen spezialisierte Institutionen.....	24
2.2.3	Die im Diskontfaktor aggregierten Informationen	28
2.3	Zusammenfassung.....	30
3	Die Herleitung von Unternehmenswertkalkülen und die Cash Flow Ermittlung aus den Daten der Unternehmensrechnung	33
3.1	Einzahlungs- oder Ertragsüberschüsse als Bewertungsgrundlage	33
3.2	Der Cash Flow im Fokus wertorientierter Unternehmensführung.....	37
3.2.1	Die inhaltliche Konzeption des Unternehmens- Cash Flows.....	37
3.2.2	Ermittlung der Free Cash Flows auf Grundlage der Informationen des Rechnungswesens	39
3.2.2.1	Das progressive Ermittlungsverfahren für den Free Cash Flow.....	45
3.2.2.2	Die retrograde Ermittlung des Free Cash Flows	55
3.3	Die Ertragsteuerregelungen im deutschen Steuerrecht.....	58
3.4	Formale Entwicklung eines Unternehmensbewertungskalküls.....	68
3.4.1	Herleitung eines Unternehmensbewertungskalküls bei ausschließlicher Finanzierung mit Eigenkapital.....	68
3.4.2	Erweiterung des Unternehmensbewertungskalküls durch Berücksichtigung der Fremdfinanzierung.....	84
3.5	Zusammenfassung.....	95

4	Der Einfluß der Dividenden- und Finanzierungspolitik auf den Unternehmenswert	101
4.1	Die Kapitalstruktur der Unternehmung	101
4.1.1	Die Irrelevanz der Finanzierungsstruktur auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt	101
4.1.2	Berücksichtigung der Unternehmensbesteuerung als Marktunvollkommenheit	106
4.1.3	Erweiterung der Marktunvollkommenheit um die Besteuerung auf Kapitalgeberebene	114
4.1.3.1	Die Nachsteuerrenditebeziehung zwischen Eigen- und Fremdkapital im Kapitalmarktgleichgewicht	114
4.1.3.2	Einkommensteuerberücksichtigung durch einen Effektivsteuersatz	121
4.1.3.2.1	Klassisches Körperschaftsteuersystem	121
4.1.3.2.2	Deutsches Vollenrechnungssystem mit Gewerbeertragsteuer	133
4.1.3.3	Differenzierung der Einkommensbesteuerung in Wertzuwachs- und Dividendenbesteuerung	143
4.1.3.3.1	Klassisches Körperschaftsteuersystem	143
4.1.3.3.2	Deutsches Vollenrechnungssystem mit Gewerbeertragsteuer	152
4.2	Die Kapitalmarktgleichgewichtstheorie unter der Berücksichtigung von Steuern	163
4.2.1	Besteuerungsannahmen in der Gleichgewichtstheorie	163
4.2.2	After Tax Theory	165
4.2.3	Before Tax Theory	170
4.2.4	Irrelevanz der Dividenden- und Finanzierungspolitik für die Unternehmung	175
4.2.5	Steuerinduzierte Klientelbildung unter der Annahme progressiver Steuersätze	184
4.3	Zusammenfassung	190
5	Die Wechselwirkungen der Investitions-, Finanzierungs- und Dividendenpolitik von Unternehmen	195
5.1	Steigerung des Unternehmenswertes durch optimale Realinvestitions-, Finanzierungs- und Gewinnverwendungsentscheidungen: Darstellung des formalen Optimierungsproblems	195
5.2	"Steuer Irrelevanz Sicht"	205

5.3	"Traditionelle Sicht"	208
5.4	"Neue Sicht"	220
5.4.1	Der Standardansatz mit ausschließlicher Eigenfinanzierung	220
5.4.2	Aktienrückkäufe als Alternative zur Dividendenzahlung	231
5.4.3	Erweiterung des Finanzierungsspektrums um Fremdkapital unter Berücksichtigung einer externen Fremd- Eigenkapitalquote	242
5.4.4	Implizite Kosten der Fremdfinanzierung als Einwand gegen eine Gewichtung von Kapitalkosten mit den eingesetzten Finanzierungsquellen	249
5.5	Die dynamische Optimierung der Investitions-, Finanzierungs- und Dividendenpolitik der Unternehmung	255
5.5.1	Betrachtung der Körperschaft- und Einkommensteuer unter der Annahme konstanter Einkommensteuersätze	255
5.5.2	Erweiterung der Betrachtung um progressive Einkommensteuersätze	288
5.6	Zusammenfassung	304
6	Thesen	309
Anhang	321
Literaturverzeichnis	403

Anhangsverzeichnis

1	Mit Marktwerten gewogene, durchschnittliche Kapitalkosten $WACC$ und die Eigenkapitalkosten r_{EK}^L einer verschuldeten Unternehmung im Marktgleichgewicht unter Berücksichtigung von ESt. und KSt. In einem klassischen Körperschaftsteuersystem.....	321
1.1	Unendlich fließende Cash Flows, zukünftige Verschuldungsgrade sind bekannt:.....	321
1.2	Endlich oder unendlich fließende, konstante oder schwankende Cash Flows	325
1.2.1	Zukünftige Verschuldungsgrade sind in der ersten Periode bekannt, in nachfolgenden unsicher:.....	325
1.2.1.1	Die Eigenkapitalbesteuerung wird mit einem Effektivsteuersatz s_{EK} abgebildet.....	325
1.2.1.2	Differenzierung der Eigenkapitalbesteuerung s_{EK} in Einkommensteuern auf Dividenden s_e und Wertzuwächse s_w :	330
1.2.2	Zukünftige Verschuldungsgrade sind in allen Perioden unsicher.....	336
1.2.2.1	Die Eigenkapitalbesteuerung wird mit einem Effektivsteuersatz s_{EK} abgebildet.....	336
1.2.2.2	Differenzierung der Eigenkapitalbesteuerung s_{EK} in Einkommensteuern auf Dividenden s_e und Wertzuwächse s_w :	338
2	Mit Marktwerten gewogene, durchschnittliche Kapitalkosten $WACC$ und die Eigenkapitalkosten r_{EK}^L einer verschuldeten Unternehmung im Marktgleichgewicht unter Berücksichtigung von ESt., KSt. Und GewStE auf Basis des deutschen Steuerrechts.....	341
2.1	Unendlich fließende Cash Flows, zukünftige Verschuldungsgrade sind bekannt:.....	341
2.2	Endlich oder unendlich fließende, konstante oder schwankende Cash Flows.....	345
2.2.1	Zukünftige Verschuldungsgrade sind in der ersten Periode bekannt, in nachfolgenden unsicher:	345
2.2.1.1	Die Eigenkapitalbesteuerung wird mit einem Effektivsteuersatz s_{EK} abgebildet.....	345
2.2.1.2	Differenzierung der Eigenkapitalbesteuerung s_{EK} in Einkommensteuern auf Dividenden s_e und Wertzuwächse s_w :	349
2.2.2	Zukünftige Verschuldungsgrade sind in allen Perioden unsicher.....	355
2.2.2.1	Die Eigenkapitalbesteuerung wird mit einem Effektivsteuersatz s_{EK} abgebildet.....	355
2.2.2.2	Differenzierung der Eigenkapitalbesteuerung s_{EK} in Einkommensteuern auf Dividenden s_e und Wertzuwächse s_w :	357

3	Die Wechselwirkungen der Investitions-, Finanzierungs- und Dividendenpolitik von Unternehmen.....	360
3.1	"Steuer Irrelevanz Sicht"	360
3.2	"Traditionelle Sicht"	362
3.3	"Neue Sicht"	366
3.3.1	Der Standardansatz mit ausschließlicher Eigenfinanzierung	366
3.3.2	Aktienrückkäufe als Alternative zur Dividendenzahlung	367
3.3.3	Erweiterung des Finanzierungsspektrums um Fremdkapital unter Berücksichtigung einer externen Fremd- Eigenkapitalquote	369
3.3.4	Implizite Kosten der Fremdfinanzierung als Einwand gegen eine Gewichtung von Kapitalkosten mit den eingesetzten Finanzierungsquellen.....	376
3.4	Die dynamische Optimierung der Investitions-, Finanzierungs- und Dividendenpolitik der Unternehmung	380
3.4.1	Betrachtung der Körperschaft- und Einkommensteuer unter der Annahme konstanter Einkommensteuersätze.....	380
3.4.2	Erweiterung der Betrachtung um progressive Einkommensteuersätze.....	397

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	positiver, abnehmender Grenznutzenverlauf des Konsums	9
Abbildung 2:	interperiodische Nutzenverläufe	10
Abbildung 3:	Indifferenzkurvenverläufe	10
Abbildung 4:	Kapitalmarkttausch ohne (Real-) Investitionen; $Mopt$	17
Abbildung 5:	Konsumgüterkombinationen bei gleicher Erstausrüstung aber differierenden Indifferenzkurvenverläufen	17
Abbildung 6:	Investitionsmöglichkeitenlinie	19
Abbildung 7:	Investitionsoptimum ohne Kapitalmarkt; $Iopt$	19
Abbildung 8:	Individuelle Investitionsoptima ohne Kapitalmarkt	21
Abbildung 9:	Eindeutiges Investitionsoptima mit Kapitalmarkt; $IMopt$	21
Abbildung 10:	Unternehmensinvestitionsoptima mit Kapitalmarkt; $\Pi Mopt$	26
Abbildung 11:	Unternehmensinvestitionsoptima mit Kapitalmarkt; $\Pi Mopt$ und unendlichem Zeithorizont sowie einer Produktionsfunktion mit abnehmendem Grenzertrag	28
Abbildung 12:	Unternehmensfremdkapitalmarkt in der "After Tax Theory"	166
Abbildung 13:	Klientelbildung unter den Kapitalgebern einer Unternehmung	188
Abbildung 14:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (optimales Startkapital)	267
Abbildung 15:	Dynamik: FK über EK- Kosten (optimales Startkapital) - Rechnung	271
Abbildung 16:	Dynamik: EK- Kosten (optimales Startkapital) - Rechnung	274
Abbildung 17:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF)	280
Abbildung 18:	Dynamik: FK über EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF)	283
Abbildung 19:	Optimale Unternehmenspolitik wenn $K_0 < K_{EK,j}$ (links) oder wenn $K_0 > K_{EK,j}$ (rechts)	295
Abbildung 20:	Für Anteilseigner j optimale Unternehmenspolitik mit Startkapital $K = K_0$ (links) und $K = K_{EK,max}$ (rechts)	297
Abbildung 21:	Subjektive Unternehmenswerte für Anteilseigner mit $s_{e,1} > s_{e,2} > s_y = 0$	300
Abbildung 22:	Subjektive und Unternehmensmarktwerte im Kapitalmarktgleichgewicht bei (nur) zwei Kapitalgebergruppen, steuerbefreite und steuerpflichtige Kapitalgeber.	302

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Free Cash Flow- Berechnung im Rahmen der modifizierten Finanzierungsrechnung des Typs II A	44
Tabelle 2:	Berechnung des Marktwertes einer Pensionsrückstellung bei einem vom Kapitalmarktzinssatz abweichenden steuerrechtlichen Zinssatz ..	51
Tabelle 3:	Berechnung des Marktwertes von Finanzierungs- und Operating Leasingkontrakten	53
Tabelle 4:	Free Cash Flow- Berechnung im Rahmen der modifizierten Finanzierungsrechnung des Typs II B	56
Tabelle 5:	Berechnung der Definitiv- Körperschaftsteuerwirkungen auf den Free Cash Flow	60
Tabelle 6:	Effektiver Wertzuwachssteuersatz bei quotaler, jährlicher Veräußerung.....	70
Tabelle 7:	Cash Flow- Berechnung für die Unternehmenswertermittlung bei nur anteiliger Gewinnausschüttung	83
Tabelle 8:	Fremdkapitalbewertung vor und nach Steuern unter Annahme der Identität von Buch- und Marktwert	88
Tabelle 9:	Unternehmenswert nach Körperschaft- und differenzierter Einkommensteuer ohne Kapitalstrukturanpassung und klassischem Körperschaftsteuersystem	89
Tabelle 10:	Unternehmenswert nach Körperschaft-, differenzierter Einkommen- und Gewerbeertragsteuer ohne Kapitalstrukturanpassung und Körperschaftsteueranrechnungssystem	93
Tabelle 11:	Unternehmenswertkalküle im klassischen Körperschaftsteuersystem	99
Tabelle 12:	Unternehmenswertkalküle im deutschen Anrechnungssystem mit GewStE.....	100
Tabelle 13:	Daten für die Beispielrechnungen im 4. Kapitel	106
Tabelle 14:	Unternehmenswerte ohne Steuern – Rentenmodell.....	106
Tabelle 15:	Unternehmenswerte mit Körperschaftsteuer – Rentenmodell	114
Tabelle 16:	Unternehmenswert mit Körperschaft- und Einkommensteuer im klassischen Körperschaftsteuersystem -Rentenmodell	125
Tabelle 17:	Unternehmenswert nach Körperschaft- und effektiver Einkommensteuer mit jährlicher Kapitalstrukturanpassung und klassischem Körperschaftsteuersystem	133
Tabelle 18:	Unternehmenswerte mit Körperschaft-, Einkommensteuer und Gewerbeertragsteuer im Körperschaftsteuervollanrechnungssystem -Rentenmodell	138
Tabelle 19:	Kapitalkosten und Steuereffekte der Fremdfinanzierung im Überblick - Rentenmodell	138
Tabelle 20:	Unternehmenswert nach Körperschaft-, effektiver Einkommen- und Gewerbeertragsteuer mit jährlicher Kapitalstrukturanpassung und Körperschaftsteuervollanrechnungssystem	143
Tabelle 21:	Unternehmenswert nach Körperschaft- und differenzierter Einkommensteuer mit jährlicher Kapitalstrukturanpassung und klassischem Körperschaftsteuersystem	150

Tabelle 22:	Unternehmensbewertung im Klassischen Körperschaftsteuersystem mit Körperschaft- und differenzierter Einkommensteuer unter den Annahmen zur Berücksichtigung einer effektiven Einkommensteuer in Tabelle 17	151
Tabelle 23:	Unternehmenswert nach Körperschaft-, differenzierter Einkommen- und Gewerbeertragsteuer mit jährlicher Kapitalstrukturanpassung und Körperschaftsteuervollanrechnungssystem	155
Tabelle 24:	APV und ADR im Rentenmodell	156
Tabelle 25:	APV und ADR im Endlichkeitsmodell mit Effektiveneinkommensteuersatz und jährlicher Kapitalstrukturanpassung	157
Tabelle 26:	APV und ADR im Endlichkeitsmodell mit Dividenden- und Wertzuwachssteuersatz und jährlicher Kapitalstrukturanpassung	159
Tabelle 27:	APV und ADR im Endlichkeitsmodell mit Effektiveneinkommensteuersatz und stetiger Kapitalstrukturanpassung	160
Tabelle 28:	APV und ADR im Endlichkeitsmodell mit Dividenden- und Wertzuwachssteuersatz und stetiger Kapitalstrukturanpassung	162
Tabelle 29:	Renditeausdrücke für Fremd-, Beteiligungs- und Selbstfinanzierungskapital im Kapitalmarktgleichgewicht	176
Tabelle 30:	Traditionelle Sicht: Beispielrechnung 1	214
Tabelle 31:	Traditionelle Sicht: Beispielrechnung 2	214
Tabelle 32:	Neue Sicht: Beispielrechnung 1	223
Tabelle 33:	Neue Sicht: Beispielrechnung 2	224
Tabelle 34:	Neue Sicht: Beispielrechnung 3	227
Tabelle 35:	Neue Sicht: Beispielrechnung 4	229
Tabelle 36:	Neue Sicht mit Aktienrückkauf: Beispielrechnung 1	234
Tabelle 37:	Neue Sicht mit Aktienrückkauf: Beispielrechnung 2	236
Tabelle 38:	Neue Sicht mit Aktienrückkauf: Beispielrechnung 3	240
Tabelle 39:	Neue Sicht mit Fremdfinanzierung: Beispielrechnung 1	243
Tabelle 40:	Neue Sicht mit Fremdfinanzierung: Beispielrechnung 2	246
Tabelle 41:	Neue Sicht mit Fremdfinanzierung: Beispielrechnung 3	248
Tabelle 42:	Überblick über die Kapitalkosten und Bewertungsfaktoren für Grenzinvestitionskapital	252
Tabelle 43:	Zusammenfassung der möglichen Unternehmenspolitiken	263
Tabelle 44:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (optimales Startkapital) – Rechnung	266
Tabelle 45:	Dynamik: FK über EK- Kosten (optimales Startkapital)	269
Tabelle 46:	Dynamik: EK- Kosten (optimales Startkapital)	273
Tabelle 47:	Entscheidungsmatrix der Unternehmenspolitik	275
Tabelle 48:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (optimales Startkapital)	278
Tabelle 49:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF)	278
Tabelle 50:	Dynamik: FK unter EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF) - Rechnung	279
Tabelle 51:	Dynamik: FK über EK- Kosten (optimales Startkapital)	281
Tabelle 52:	Dynamik: FK über EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF)	281
Tabelle 53:	Dynamik: FK über EK- Kosten (Startkapital: traditionelle BF) - Rechnung	282

Tabelle 54:	Auswirkungen durch Variation fiskalischer und finanzieller Parameter.....	284
Tabelle 55:	Dividendenpolitiken beim Anteilseignerwechsel	292
Tabelle 56:	Mögliche Entwicklungspfadkombinationen nachfolgender Anteilseigner.....	292