

Inhaltsverzeichnis

Kapitel I Der Finanzbereich des Unternehmens – Aufgaben und Ziele	1
1 Finanzwirtschaftliche Interessen und Ziele	1
1.1 Die Rolle der Kapitalgeber im Unternehmen	1
1.2 Die Durchsetzung von Interessen im Unternehmen	3
1.3 Die Bedeutung finanzwirtschaftlicher Ziele für die Unternehmenspolitik	6
1.4 Der Inhalt finanzwirtschaftlicher Ziele und die Ableitung operationaler Unterziele	8
1.5 Zusammenfassung	9
2 Zahlungsvorgänge	9
2.1 Finanzbereich und Leistungsbereich	9
2.2 Der Leistungssaldo	10
2.3 Zahlungen zwischen Unternehmen und Kapitalgebern	11
2.4 Steuern und Subventionen	13
2.5 Finanzinvestitionen	13
2.6 Finanzierungsarten	14
2.7 Zusammenfassung	15
3 Aufgaben des Finanzbereichs	16
3.1 Die Liquiditätsbedingung	16
3.2 Zielorientierte Gestaltung von Zahlungsströmen	17
3.3 Planung, Durchführung und Kontrolle von Aktionsprogrammen aus finanzwirtschaftlicher Sicht	18
3.4 Zusammenfassung	22
4 Organisation der Finanzwirtschaft	22
4.1 Aufgabenabgrenzung und Instanzenbildung	22
4.2 Die organisatorische Verbindung von Finanzen und Rechnungswesen ..	24
4.3 Kompetenzen und Lenkungsinstrumente	26
4.4 Zusammenfassung	28
Literaturangaben zu Kapitel I	29

Kapitel II Finanzierungstitel und Finanzierungsmärkte	30
1 Finanzierungstitel: Begriffliche Grundlagen	30
2 Eigenschaften von Finanzierungstiteln	31
2.1 Rechtliche Grundlagen	32
2.2 Monetäre Rechte und Pflichten	33
2.2.1 Anwartschaft des Inhabers auf Zahlungen des Emittenten	33
2.2.2 Zahlungsverpflichtungen des Titelinhabers	41
2.3 Gestaltungsrechte des Titelinhabers	43
2.3.1 Veräußerung des Finanzierungstitels	43
2.3.2 Kündigung des Finanzierungstitels	45
2.3.3 Ausübung von sonstigen Optionen	46
2.4 Einwirkungs- und Informationsrechte des Titelinhabers	48
2.4.1 Einwirkungsrechte des Titelinhabers	48
2.4.2 Informationsrechte des Titelinhabers	51
2.5 Zusammenfassung	52
3 Märkte für Finanzierungstitel	53
3.1 Primärmarkt, Sekundärmarkt und derivative Märkte	53
3.2 Aufgaben der Märkte für Finanzierungstitel	55
3.2.1 Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten	55
3.2.2 Verringerung der Informationskosten	56
3.2.3 Orientierung von Entscheidungen an Marktwerten	57
3.3 Die Organisation von Teilmärkten für Finanzierungstitel	58
3.3.1 Kennzeichen hoch organisierter Märkte	58
3.3.2 Beispiele für hoch organisierte Teilmärkte	61
3.3.3 Beispiele für wenig organisierte Teilmärkte	64
3.4 Nationale und internationale Finanzmärkte	65
3.5 Zusammenfassung	66
4 Zur Theorie der Finanzierungsmärkte: Drei Betrachtungsweisen	67
4.1 Transaktionen auf Finanzierungsmärkten als intertemporaler Tausch	67
4.2 Risikotransformation und Risikoallokation mit Hilfe von Finanzierungstiteln	68
4.3 Vertragsgestaltung bei asymmetrischer Information	69
4.4 Zusammenfassung	71
Literaturangaben zu Kapitel II	72

Kapitel III Finanzwirtschaft und Rechnungswesen des Unternehmens. . . .	73
1 Zusammenhänge zwischen den wichtigsten Rechnungsgrößen	73
1.1 Vermögensbestände und ihre Veränderungen	73
1.2 Bewertungsfragen	76
2 Finanzwirtschaftliche Erfolgsmessung.	78
2.1 Der Erfolg des Unternehmens.	78
2.1.1 Totalerfolg und Periodenerfolg	78
2.1.2 Kapitalwert und ökonomischer Gewinn.	82
2.2 Der Erfolg des Leistungsbereichs	85
2.2.1 Leistungssaldo und Leistungsgewinn	85
2.2.2 Kosten- und Leistungsrechnung	88
2.2.3 Der Kapitalwert des Leistungsbereichs	89
2.3 Der Erfolg einzelner Projekte.	95
2.3.1 Projekte als Gegenstände von Entscheidungen im Leistungsbereich	95
2.3.2 Teilpläne im Leistungsbereich	95
2.3.3 Absolute und relative Projekterfolgsmessung.	97
2.3.4 Abhängigkeiten zwischen Projekten	99
2.4 Zusammenfassung	100
3 Finanzplanung und -kontrolle	101
3.1 Zur Bedeutung von Planungs- und Kontrollrechnungen im Finanzbereich: Zahlungsbezogene und bilanzbezogene Betrachtungsweise	101
3.2 Kapitalbedarfsrechnung	104
3.2.1 Zweck und Methoden der Kapitalbedarfsrechnung.	104
3.2.2 Zahlungsbezogene Kapitalbedarfsrechnung	105
3.2.3 Bilanzbezogene Kapitalbedarfsrechnung	107
3.3 Die Bedeutung von Bilanzkennzahlen für finanzwirtschaftliche Dispositionen	114
3.3.1 Bilanzkennzahlen als Beurteilungsmaßstäbe und Zielgrößen . . .	114
3.3.2 Vertikale Bilanzkennzahlen	115
3.3.3 Horizontale Bilanzkennzahlen	117
3.3.4 Der dynamische Verschuldungsgrad	120
3.4 Kapitalflußrechnung und Planbilanzen	121
3.4.1 Bewegungsbilanz und Kapitalflußrechnung	121
3.4.2 Die Kapitalflußrechnung als Planungsinstrument	126

X	Inhaltsverzeichnis	
3.5	Kurzfristige Finanzplanung	127
3.5.1	Kurzfristige Zahlungspläne	127
3.5.2	Bilanzkennzahlen zur kurzfristigen Liquiditätsbeurteilung	130
3.6	Finanzkontrolle	132
3.7	Zusammenfassung	133
4	Rechnungswesen und Vertragsbeziehungen	134
	Literaturangaben zu Kapitel III	138
	Kapitel IV Finanzwirtschaftliche Entscheidungen bei Sicherheit	140
1	Das Entscheidungsproblem	140
1.1	Entscheidungen der Kapitalgeber und der Unternehmen	140
1.2	Aufbereitung des Entscheidungsproblems	143
1.3	Zur Bewertung der Alternativen	145
1.4	Zur Verwertung der Modellösung	145
1.5	Zur Prämisse sicherer Erwartungen	147
1.6	Zusammenfassung	148
2	Beurteilungskriterien für Kapitalbudgets	149
2.1	Grundlagen	149
2.2	Der Konsumnutzen	150
2.2.1	Nutzenfunktion und Indifferenzkurven	150
2.2.2	Das optimale Realinvestitionsprogramm ohne Kapitalmarkt	151
2.2.3	Das optimale Realinvestitionsprogramm bei Existenz eines vollkommenen Kapitalmarktes (Fisher-Modell)	153
2.3	Das Endvermögen	156
2.4	Der Marktwert	157
2.5	Die Beurteilungskriterien bei unvollkommenem Kapitalmarkt	158
2.5.1	Die Alternativenkurve	158
2.5.2	Der Konsumnutzen (Hirshleifer-Modell)	160
2.5.3	Das Endvermögen	161
2.5.4	Der Marktwert	161
2.6	Zusammenfassung	163
3	Beurteilungskriterien für Investitionsprogramme und -projekte	164
3.1	Das Problem	164
3.2	Kapitalwert und Annuität	166
3.2.1	Der Kapitalwert	166

3.2.2 Die Annuität	170
3.3 Verzinsungsmaße	172
3.3.1 Der interne Zinsfuß	172
3.3.2 Der interne Zinsfuß mit Zwischenanlage und Zwischenfinanzierung	176
3.3.3 Die Initialverzinsung	177
3.3.4 Return on Investment	177
3.4 Die Amortisationsdauer	179
3.5 Interpretation der Beurteilungskriterien	181
a) Der Kapitalwert	181
b) Die Annuität	183
c) Der interne Zinsfuß	184
d) Die Amortisationsdauer	185
3.6 Zusammenfassung	185
4 Kapitalbudgetierung: Entscheidungsregeln bei konstanten Finanzierungskosten	186
4.1 Entscheidung zwischen zwei Investitionsalternativen	186
Der Kapitalwert	188
Die Annuität	188
Der interne Zinsfuß	188
Die Amortisationsdauer	189
Vergleich der Entscheidungsregeln	189
4.2 Entscheidung über mehr als zwei Investitionsalternativen	192
4.2.1 Kapitalwertbezogene Entscheidungsregeln	192
Der Kapitalwert	192
Die Annuität	192
4.2.2 Mittelbarer Parametervergleich	193
Der interne Zinsfuß	193
Die Amortisationsdauer	196
4.3 Investitionsentscheidung bei periodenabhängigen Kalkulationszinsfüßen	198
4.4 Zwischenergebnis	200
4.5 Anwendungsbeispiele: Die optimale Nutzungsdauer von Investitionsprojekten	201
4.5.1 Fragestellungen	201
4.5.2 Die optimale Restnutzungsdauer	202
4.5.3 Die optimale zweigliedrige Investitionskette	204
4.6 Der Einfluß von Steuern auf die Investitionsentscheidung	205
4.6.1 Vorbemerkung	205
4.6.2 Einzahlungsüberschüsse nach Einkommensteuer	208

XII Inhaltsverzeichnis

4.6.3	Berücksichtigung der Gewerbesteuer	212
4.6.4	Berücksichtigung der Körperschaftsteuer	213
4.7	Inflation und Investitionsentscheidung	215
4.7.1	Vorbemerkung	215
4.7.2	Investitionsentscheidung ohne Steuern	216
4.7.3	Investitionsentscheidung mit Steuern	217
4.8	Zusammenfassung	220
5	Kapitalbudgetierung bei variablen Finanzierungskosten	221
5.1	Das Problem	221
5.2	Kapitalbudgetierung im Zwei-Zeitpunkt-Modell	222
5.2.1	Bestimmung des optimalen Kapitalbudgets	222
5.2.2	Kalkulationszinsfuß und Kapitalwerte der Projekte	224
5.2.3	Ganzzahligkeitsbedingungen für Investitionsprojekte	225
5.3	Mehr-Zeitpunkt-Modelle	226
5.3.1	Simultane Investitions- und Finanzplanung	226
5.3.2	Simultane Investitions-, Produktions- und Finanzplanung	230
5.3.3	Rechnerische Vereinfachung durch heuristische Planung	232
5.4	Zur Bedeutung der Budgetierungsmodelle	235
5.5	Zusammenfassung	236
6	Erfolgskontrolle und Anreize für Investitionsentscheidungen	236
6.1	Dezentralisierung von Investitionsentscheidungen	236
6.2	Erfolgskontrolle durch Periodenerfolgsrechnung	237
6.2.1	Die Kongruenz von Entscheidungs- und Kontrollrechnung: Barwertidentität	237
6.2.2	Zur Bemessung von Abschreibungen	239
6.3	Dezentrale Investitionsentscheidungen bei variablen Finanzierungskosten	241
6.4	Zusammenfassung	243
	Literaturangaben zu Kapitel IV	244
	Kapitel V Planungstechniken bei Unsicherheit	245
1	Grundbegriffe	245
1.1	Quasi-sichere Erwartungen	245
1.2	Die zustandsbezogene Betrachtungsweise	246
1.3	Wahrscheinlichkeiten	248

2	Prognosen	251
3	Risikoanalyse	252
3.1	Sensitivitätsanalyse	252
3.1.1	Fragestellungen der Sensitivitätsanalyse	252
3.1.2	Kritische Werte	253
3.1.3	Bandbreitenanalyse	258
3.2	Wahrscheinlichkeitsaussagen über Ergebnisgrößen	261
3.2.1	Zur Problemstellung	261
3.2.2	Die analytische Lösung	261
3.2.3	Risikoanalyse durch Simulation	264
3.3	Risikomaße	267
3.3.1	Risikomaße und klassische Entscheidungsprinzipien	267
3.3.2	Risikomaße für Investitionsprogramme und Einzelprojekte	272
3.4	Zusammenfassung	279
4	Planung und Informationsverarbeitung im Zeitablauf	279
4.1	Starre und flexible Planung	279
4.2	Techniken der flexiblen Planung	282
4.2.1	Flexible Planung auf der Basis des Zustandsbaums	282
4.2.2	Flexible Planung auf der Basis des Entscheidungsbaums	284
4.2.3	Die Bewertung von Realoptionen	290
4.3	Planrevisionen	290
4.4	Die Planung unspezifischen Anpassungspotentials: Liquiditätsreserven	291
4.5	Zusammenfassung	293
5	Risikopolitik	294
	Literaturangaben zu Kapitel V	294
	Kapitel VI Die Bewertung von Investitionen bei Unsicherheit	296
1	Entscheidungstheoretische Grundlagen	297
1.1	Die Ergebnismatrix	297
1.2	Das Bernoulli-Prinzip	298
1.3	Nutzenfunktionen	302
1.4	Nutzenfunktionen und klassische Entscheidungsprinzipien	306
1.5	Zusammenfassung	311

XIV Inhaltsverzeichnis

2	Beurteilung von Investitionen aufgrund subjektiver Risikopräferenz	311
2.1	Isolierte Beurteilung eines Investitionsprojekts	311
2.2	Beurteilung von Investitionsprogrammen	315
2.2.1	Das Modell der Portefeuille-Optimierung	315
2.2.2	Die Bestimmung effizienter Investitionsprogramme	326
2.3	Zusammenfassung	329
3	Der Marktwert als Beurteilungsmaßstab für Investitionsprojekte und -programme	329
3.1	Marktwert- und Nutzenmaximierung	329
3.2	Wertadditivität	333
3.2.1	Begriff und Bedeutung der Wertadditivität	333
3.2.2	Wertadditivität und Investitionsentscheidungen	336
3.2.3	Wertadditivität und Finanzierung	337
3.2.4	Voraussetzungen für Wertadditivität	343
3.3	Spezielle Bewertungsfunktionen	346
3.3.1	Der erwartete Kapitalwert	346
3.3.2	Bewertung mit Preisen für zustandsbedingte Zahlungsansprüche	347
3.3.3	Bewertung auf der Grundlage des „Capital Asset Pricing Model“	351
3.4	Zusammenfassung	358
	Literaturangaben zu Kapitel VI	364
	Kapitel VII Die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt	365
1	Die Bedeutung des Kapitalmarktes	365
2	Arbitragefreie Märkte	368
2.1	Das Prinzip der Arbitragefreiheit	368
2.2	Die Bewertung von Terminkontrakten und Swaps	370
2.2.1	Terminkontrakte auf Aktien	371
2.2.2	Terminkontrakte auf Anleihen	372
2.2.3	Swaps	373
2.3	Die Bewertung von Optionen	374
2.3.1	Ein Beispiel	374
2.3.2	Grundlagen des Modells von BLACK und SCHOLES	379
2.3.3	Interpretation des Modells von BLACK und SCHOLES	382
2.4	Zusammenfassung	384
3	Die Bewertung von Ertrag und Risiko	385

3.1	Ermittlung der Preise für zustandsabhängige Ansprüche	385
3.2	Ein Spezialfall: Das Capital Asset Pricing Model	387
Anhang: Ableitung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) aus dem State Preference Ansatz		388
3.3	Die Zeitstruktur der Zinssätze	391
3.3.1	Ableitung der Zeitstruktur	391
3.3.2	Theorien zur Zeitstruktur der Zinssätze	392
3.3.3	Terminzinssätze	394
3.4	Zusammenfassung	395
4	Die Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt	395
4.1	Ein einfaches Modell bei vollkommenem Kapitalmarkt	395
4.2	Informationseffizienz	398
4.2.1	Zum Begriff des informationseffizienten Kapitalmarktes	398
4.2.2	Stufen der Informationseffizienz	398
4.3	Informationsverarbeitung auf unvollkommenen Märkten	401
4.4	Methoden und Erfolgsaussichten der Informationsverarbeitung durch Kapitalanleger	402
4.4.1	Formen der Wertpapieranalyse	402
4.4.2	Erfolgsaussichten der Informationsverwertung	405
4.4.3	Anlagepolitik bei zufälligen Kursschwankungen	410
4.4.4	Die Mikrostruktur des Marktes	414
4.5	Zur Bedeutung der Informationsverarbeitung	415
4.6	Zusammenfassung	417
Literaturangaben zu Kapitel VII.		418
Kapitel VIII Finanzierungsverträge bei Informationsasymmetrie		419
1	Asymmetrische Information und opportunistisches Verhalten	420
1.1	Formen asymmetrischer Information	420
1.2	Die Annahme opportunistischen Verhaltens	421
1.3	Vertragsgestaltung als ökonomisches Problem	423
1.3.1	Elemente der Vertragsgestaltung	423
1.3.2	Effiziente Verträge	426
1.4	Zusammenfassung	427
2	Unternehmensfinanzierung als Prinzipal-Agenten-Beziehung	428

XVI Inhaltsverzeichnis

2.1	Informationsasymmetrie bei Finanzierungsvorgängen	428
2.2	Opportunistisches Verhalten bei Beteiligungsfinanzierung	429
2.3	Opportunistisches Verhalten bei Kreditfinanzierung	431
2.4	Das Dilemma des Agenten	435
2.5	Zusammenfassung	438
3	Ein Prinzipal-Agenten-Modell der Unternehmensfinanzierung	438
3.1	Das Grundmodell	438
3.2	Ein vereinfachter Ansatz: Das LEN-Modell	441
3.3	Marktgleichgewichte	445
3.4	Grenzen der Aussagefähigkeit des LEN-Modells	446
3.5	Zusammenfassung	447
4	Finanzierungsverträge	447
4.1	Grundelemente der Vertragsgestaltung	447
4.1.1	Effizienz als Gestaltungskriterium	447
4.1.2	Teilungsregeln	449
4.1.3	Einwirkungsrechte	450
4.1.4	Beschränkung des Handlungsspielraums	451
4.1.5	Übermittlung von Informationen	452
4.1.6	Kontrollen	453
4.2	Zur Bedeutung des Rechnungswesens	453
4.2.1	Funktionen des Rechnungswesens im Rahmen von Finanzierungsverträgen	453
4.2.2	Maßstäbe für den Periodenerfolg: Bilanzieller Gewinn und Marktwert	455
4.3	Die Rolle von Intermediären	457
4.4	Corporate Governance	459
4.5	Zwingende gesetzliche oder freiwillige vertragliche Regelungen?	463
4.6	Zusammenfassung	465
	Literaturangaben zu Kapitel VIII	466
	Kapitel IX Finanzierungspolitik	468
1	Kriterien zur Beurteilung der Finanzierungspolitik	469
1.1	Wert des Zahlungsstromes von Finanzierungstiteln	469
1.2	Die durchschnittlichen Kosten des Gesamtkapitals	471
1.3	Die Insolvenzwahrscheinlichkeit	475
1.4	Risikoverteilung und Risikoausgleich	478
1.5	Zuweisung von Einwirkungs-, Gestaltungs- und Informationsrechten	479

1.6	Zusammenfassung	480
2	Verschuldungspolitik	481
2.1	Leverage- und Risikoeffekt einer Verschuldungszunahme	481
2.2	Irrelevanz der Verschuldungspolitik bei vollkommenem Kapitalmarkt	484
2.3	Die Berücksichtigung von Steuern	486
2.3.1	Einkommensteuer	486
2.3.2	Gewerbeertragsteuer	486
2.3.3	Körperschaftsteuer	487
2.3.4	Steuern und Kapitalmarktgleichgewicht	490
2.3.5	Auswirkungen auf das Kapitalkostenkonzept	492
2.4	Beschränkungen des Marktzugangs	493
2.5	Zwischenergebnis	496
2.6	Rechtliche Regelungen von Kreditbeziehungen	498
2.7	Verschuldungsgrenzen	502
2.7.1	Gründe für Verschuldungsgrenzen	503
2.7.2	Verschuldung, Kreditzinssatz und Gläubigervorrechte	506
2.7.3	Verschuldungsgrenze und Risiko des Investitionsprogramms	510
2.7.4	Finanzierung junger Unternehmen	511
2.7.5	Mezzanine Finanzierungsinstrumente	513
2.7.6	Die Fristigkeit der Verschuldung	517
2.7.7	Risiko- und Verschuldungsgrenzen seitens der Unternehmensleitung	519
2.8	Verfahren zur Neuordnung der Eigentumsverhältnisse	520
2.8.1	Liquidation versus Fortführung des Unternehmens	520
2.8.2	Außergerichtliche Verfahren zur Neuordnung der Eigentumsverhältnisse	522
2.8.3	Gerichtliche Verfahren zur Neuordnung der Eigentumsverhältnisse	527
2.8.4	Zur Wahl zwischen gerichtlichen und außergerichtlichen Verfahren	531
2.9	Kreditfinanzierung aus Sachleistungsverträgen	532
2.9.1	Grundlagen	532
2.9.2	Der Lieferantenkredit	533
2.9.3	Leasing	535
2.9.4	Pensionszusagen	540
2.10	Zusammenfassung	545
3	Politik der Eigenfinanzierung	547
3.1	Gründung	547
3.2	Einzahlung zusätzlichen Beteiligungskapitals	549
3.2.1	Der rechtliche Rahmen	549
3.2.2	Änderungen bei Einwirkungs- und Informationsrechten	551
3.2.3	Monetäre Wirkungen der Beteiligungsfinanzierung	553

XVIII Inhaltsverzeichnis

3.2.4	Vorgehensweisen bei der Aktienemission	555
3.2.5	Beteiligungsfinanzierung bei asymmetrischer Information	558
3.2.6	Der Einsatz unterschiedlicher Beteiligungstitel	564
3.3	Rückzahlung von Beteiligungskapital	565
3.3.1	Rückzahlung ohne Desinvestition	565
3.3.2	Rückzahlung mit Desinvestitionen	566
3.3.3	Rechtliche Schranken der Kapitalrückzahlung	566
3.4	Ausschüttungspolitik	568
3.4.1	Rahmenbedingungen	568
3.4.2	Zur Vorteilhaftigkeit einer Schütt-aus-Hol-zurück-Politik	569
3.4.3	Zur Vorteilhaftigkeit von Ausschüttungen bei gegebenem Investitionsprogramm.	570
3.4.4	Ausschüttungspolitik und Kontrolle der Manager	572
3.5	Zusammenfassung	575
4	Ein Fazit zur Finanzierungspolitik.	577
	Literaturangaben zu Kapitel IX	579
	Kapitel X Risikomanagement	581
1	Grundlagen	582
1.1	Gründe und Aufgaben für das Risikomanagement von Unternehmen . .	582
1.2	Instrumente des Risikomanagements.	585
1.3	Ebenen der Ergebnismessung	588
1.3.1	Der Zahlungsstrom.	589
1.3.2	Der Marktwert des Zahlungsstroms.	589
1.3.3	Konflikte zwischen Zahlungsstrom- und Marktwertisiko.	590
1.3.4	Zahlungsstrom und Marktwert vertraglich fest vereinbarter Transaktionen	594
1.3.5	Der Gewinn.	596
1.3.6	Folgerungen für das Risikomanagement	598
1.4	Statistische Risikomaße	598
1.4.1	Die Standardabweichung	598
1.4.2	Value at Risk.	600
1.5	Der Zeitbezug des Risikomanagements.	602
1.6	Bestimmung effizienter Portefeuilles	602
1.7	Zusammenfassung	604
2	Modelle des Risikomanagements	605

	Inhaltsverzeichnis	XIX
2.1	Risikominimierung	605
2.2	Risikomanagement eines Exporteurs	610
2.2.1	Ohne Absicherung des Wechselkursrisikos	610
2.2.2	Absicherung des Wechselkursrisikos durch Terminkontrakte ...	611
2.2.3	Modifikationen bei Value at Risk	614
2.2.4	Berücksichtigung von Devisenoptionen	615
2.3	Risikomanagement bei Existenz von Realoptionen	617
2.3.1	Ohne Absicherungsmöglichkeiten	617
2.3.2	Mit Absicherungsmöglichkeiten	621
2.4	Zusammenfassung	623
	Literaturangaben zu Kapitel X	624
	Literaturverzeichnis	625
	Sachverzeichnis	643