

Vahlens Handbücher

Louis Perridon
Manfred Steiner
Andreas Rathgeber

**Finanzwirtschaft
der Unternehmung**

Vahlen

17. Auflage

Zum Inhalt

„...gehört zu den etablierten Standardwerken für den gesamten Bereich der Investition und Finanzierung.“
boerse.de-MAGAZIN

Dieses Lehrbuch und Nachschlagewerk ist das Standardwerk für den gesamten Bereich der Investition und Finanzierung nach deutschem Recht. Neben den wichtigen Methoden der klassischen Finanz- und Investitionstheorie werden auch neue Finanzinstrumente und Erkenntnisse im Bereich der Kapitalmärkte erläutert, sodass dem Leser ein fundierter Überblick über den aktuellsten Stand der Forschung ermöglicht wird.

Aus dem Inhalt

- Management der Vermögensstruktur – Investitionsrechnung und Disposition des Umlaufvermögens
- Wertpapiergeschäfte – Analyse von Aktien und Aktienindizes sowie Wertpapier-Programmentscheidungen und Risikomanagement mit Termingeschäften
- Alternativen der Kapitalaufbringung – Finanzierungsformen, Kapitalstruktur und Verschuldungspolitik
- Finanzanalyse – Kennzahlenanalyse und Kapitalflussrechnung
- Finanzplanung – Kapitalbedarfs- und Liquiditätsplanung, Plananpassung und Kontrolle

Ein auf dieses Lehrbuch abgestimmtes Übungsbuch ist ab dem Wintersemester 2017 im Buchhandel erhältlich.

Zu den Autoren:

Dr. Dr. h.c. Louis Perridon und **Dr. Manfred Steiner** waren bis zu ihrer Emeritierung Professoren für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Augsburg.

Dr. Andreas Rathgeber ist Professor am Institut Materials Resource Management und am Kernkompetenzzentrum Finanz- und Informationsmanagement an der Universität Augsburg.

Finanzwirtschaft der Unternehmung

von

Prof. Dr. Dr. h. c. Louis Perridon

Prof. Dr. Manfred Steiner

Prof. Dr. Andreas W. Rathgeber

17., überarbeitete und erweiterte Auflage

Verlag Franz Vahlen München

Vorwort zur 17. Auflage

In der 17. Auflage wurden sowohl inhaltliche als auch didaktische Erweiterungen vorgenommen. Zu Beginn jedes Abschnitts erfolgt jetzt eine Darstellung der wichtigsten Kernaussagen. Dies soll dazu beitragen, dass die Lesbarkeit und die Erlernbarkeit des dargebotenen Stoffes weiter verbessert wird.

Im Abschnitt über Kapitalstruktur und Risikomanagement wurden neuere empirische Erkenntnisse berücksichtigt. So insbesondere zur Wirkung von Steuern und Insolvenzrisiko auf die Kapitalstruktur. Ähnliches erfolgte auch im Kapitel über Bewertung von Optionen. Hier wurden die Ergebnisse neuerer Literatur, insbesondere zu impliziten Volatilitäten und zur Entstehung von Smiles, eingebunden.

Neu aufgenommen in das Buch wurden Rohstoffderivate zur Steuerung von Rohstoffrisiken. Institutionell werden internationale Warenterminbörsen und die dort gehandelten Produkte vorgestellt. Als Instrument des Risikomanagements für Rohstoffe wird das Hedging mit Rohstofffutures (Commodity Futures) ausführlich erläutert. Dabei wird die unterschiedliche Wertfindung (Bepreisung) von Financial Futures und Commodity Futures, insbesondere die Verfügbarkeitsprämie (Convenience Yield), dargelegt.

Änderungen in der Rechnungslegung wurden eingearbeitet. Dies gilt vor allem für den Deutschen Rechnungslegung Standard (DRS) 21 zur Kapitalflussrechnung und für den neuen IFRS 16 zu Leasing. Letzterer wird für viele Leasingverträge zum Bilanzausweis führen, die heute noch off balance sheet gehandhabt werden können, also nicht in der Bilanz ausgewiesen sind. Durch den Bilanzausweis können wichtige Unternehmenskennzahlen, so vor allem zur Kapitalstruktur, beeinflusst werden und sich damit Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung ergeben.

Weitere rechtliche Veränderungen, so im KWG und bei der Kapitaladäquanzverordnung, die zu einer neuen Eigenkapitaldefinition und Unterlegungsvorschriften bei Kreditinstituten führen, fanden in der Neuauflage ebenfalls Berücksichtigung.

Wie bei jeder Neuauflage wurde das Stichwortverzeichnis einer Überarbeitung unterzogen. Sollten Sie als Leser trotz der von uns angewandten Sorgfalt Fehler entdecken, so bitten wir um Hinweis unter

ps-hinweise@wiwi.uni-augsburg.de

Wir danken allen Lesern, die durch ihre Anregungen zur Verbesserung des Buches beigetragen haben. Für die tatkräftige Unterstützung bei der Überarbeitung des Werkes danken wir Herrn Dr. Tobias Gaugler, MBA, Herrn Markus Hang, M.Sc, Frau Lisa Held, B.Sc, Herrn Herbert Mayer, M.Sc., Herrn Johannes Stadler, M.Sc und Herrn Dipl.-Kfm. Markus Wanner. Unser Dank gilt auch Herrn Dennis Brunotte, unserem Lektor im Verlag Vahlen, für die sachkundige Begleitung des Buchprojektes.

Ende des Jahres 2015 hatten wir den schmerzlichen Verlust unseres Mitautors Prof. em. Dr. Louis Perridon zu beklagen. Er verstarb am 17. Dezember 2015 im Alter von 97 Jahren. Prof. Perridon war Gründungsbeauftragter und Gründungspräsident der Universität Augsburg. Eine der Gründungsideen der im Jahre 1970 entstandenen Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Augsburg war es, den Studenten zu Vorlesungen und Übungen begleitendes schriftliches Lehrmaterial zur Verfügung zu stellen, was damals noch keine Selbstverständlichkeit war. Auf diese Zeit geht die Entstehung des Buches „Finanzwirtschaft der Unternehmung“ zurück. Das Buch soll auch in seiner Neuauflage die Erinnerung an Prof. Dr. Louis Perridon wachhalten.

Augsburg im August 2016

*Manfred Steiner
Andreas Rathgeber*

Inhaltsübersicht

Vorwort zur 17. Auflage	V
Symbole	XIX

A. Grundlagen der Finanzwirtschaft der Unternehmung

I. Finanzwirtschaftliche Grundbegriffe	3
II. Finanzwirtschaft und Zielsetzung der Unternehmung	10
III. Forschungsansätze in der Finanzwirtschaft	19

B. Management der Vermögensstruktur

I. Investitionsrechnung	31
II. Finanzwirtschaftliche Disposition des Umlaufvermögens	163

C. Wertpapiergeschäfte

I. Organisation der Finanzmärkte	183
II. Ansätze zur Beurteilung festverzinslicher Effekten und Portefeuillestrategien	198
III. Konzeption und methodische Ansätze der Analyse von einzelnen Aktien und Aktienindizes	228
IV. Wertpapierprogrammentscheidungen – Aktienanalyse im Portefeuillezusammenhang	276
V. Risikomanagement mit Termingeschäften	346
VI. Die Besteuerung von Wertpapieren	410

D. Alternativen der Kapitalaufbringung

I. Systematisierungsansätze der Finanzierungsformen	419
II. Außenfinanzierung	423
III. Innenfinanzierung	541
IV. Kapitalstruktur und Verschuldungspolitik	558
V. Die neoinstitutionalistische Betrachtung der Finanzierungsbeziehung	619

E. Finanzanalyse

I. Kennzahlenanalyse	645
II. Kennzahlensysteme	678
III. Kapitalflussrechnung	695

F. Finanzplanung

I. Begriff und Wesen der Finanzplanung	719
II. Prognosemethoden im Rahmen der Finanzplanung	730
III. Kapitalbedarfsplanung	747
IV. Liquiditätsplanung	754
V. Integrierte Finanzplanung	759
VI. Plananpassung und Kontrolle	762
Literaturverzeichnis	769
Stichwortverzeichnis	821

Inhaltsverzeichnis

Vorwort zur 17. Auflage	V
Symbole	XIX

A. Grundlagen der Finanzwirtschaft der Unternehmung

I. Finanzwirtschaftliche Grundbegriffe	3
1. Ökonomischer Bezugsrahmen	3
2. Kapital und Vermögen	6
3. Finanzmanagement	8
II. Finanzwirtschaft und Zielsetzung der Unternehmung	10
1. Theorien der Unternehmung und Zielsysteme	11
2. Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien	13
a) Unabhängigkeit	13
b) Liquidität	13
c) Rentabilität	15
d) Unsicherheit	16
e) Shareholder Value	18
III. Forschungsansätze in der Finanzwirtschaft	19
1. Das Forschungskonzept der klassischen Finanzierungslehre	21
2. Neoklassische Finanzierungstheorien	23
a) Einwertige Ansätze unter der Annahme der Sicherheit	23
b) Kapitaltheorie	24
c) Finanzchemie und Financial Engineering	26
3. Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	27

B. Management der Vermögensstruktur

I. Investitionsrechnung	31
1. Allgemeines zu Investitionsrechenverfahren	31
a) Investitionsbegriff	31
b) Grundlagen der Investitionsrechnung	32
c) Überblick über die Investitionsrechenverfahren	34
d) Ausgangsbeispiel	35
2. Statische Investitionsrechenverfahren (Praktikerverfahren)	36
a) Kostenvergleichsrechnung	37
aa) Grundlagen	37
bb) Auswahlprobleme	40

b)	Gewinnvergleichsrechnung	42
aa)	Grundlegendes	42
bb)	Beispielrechnung	43
c)	Rentabilitätsvergleichsrechnung (Return on Investment)	44
aa)	Grundlegendes	44
bb)	Beispiel	44
d)	Amortisationsrechnung (Pay-off Period)	46
aa)	Grundlegendes	46
bb)	Durchschnittsrechnung	46
cc)	Totalrechnung	47
dd)	Beurteilung des Verfahrens	50
e)	Kritik an statischen Investitionsrechenverfahren	51
3.	Dynamische Investitionsrechenverfahren	
	(Isolierte Mehrperiodenmodelle)	52
a)	Grundlagen dynamischer Verfahren	53
b)	Darstellung der dynamischen Verfahren für den Fall der	
	Einzelinvestition	56
aa)	Kapitalwertmethode	56
bb)	Interne Zinssatzmethode	59
cc)	Annuitätenmethode	62
dd)	Einfluss der Verfahrenswahl auf die Investitionsentscheidung	
	für den Fall der Einzelentscheidung	63
c)	Das Auswahlproblem	63
aa)	Vollständiger und begrenzter Vorteilsvergleich	63
bb)	Einfluss der Rechenverfahren auf die Investitionsentscheidung	
	beim Alternativenvergleich	68
d)	Das Problem der optimalen Nutzungsdauer	72
aa)	Bestimmungsfaktoren der Nutzungsdauer	72
bb)	Ermittlung der optimalen Nutzungsdauer eines einmaligen	
	Investitionsobjektes	73
cc)	Ermittlung der wirtschaftlichen Nutzungsdauer bei Unter-	
	stellung von Investitionsketten	76
dd)	Ermittlung der optimalen Nutzungsdauer bei einer unendlichen	
	Kette von identischen Investitionsobjekten	78
e)	Approximative Verfahren zum Ersatzzeitpunkt	81
aa)	Vorüberlegungen	81
bb)	Lösung des Ersatzzeitproblems mithilfe der MAPI-Methode	81
f)	Die Steuern als Einflussgröße in der Investitionsrechnung	83
g)	Modellannahmen und Anwendbarkeit der Kapitalwertmethode	86
aa)	Vorüberlegungen	86
bb)	Modellannahmen der Kapitalwertmethode und Realwelt	86
cc)	Anpassung der Prämissen an die Realwelt als Lösungs-	
	möglichkeit?	90
dd)	Anwendbarkeit in der Realwelt trotz Prämissenverletzung?	91
ee)	Die Umsetzung der Kapitalwertmethode für die Anwendung in	
	der Realwelt	91
h)	Dynamische Endwertverfahren	94
aa)	Vermögensendwertmethode	95
bb)	Sollzinssatzmethode	97

4. Investitionsprogrammentscheidungen	100
a) Problemstellung	101
b) Die klassischen Ansätze zur Bestimmung des optimalen Investitions-/Finanzierungsprogramms (Dean-Modell)	101
c) Die Lösung des Interdependenzproblems mithilfe der linearen Programmierung	105
aa) Das Einperiodenmodell	106
bb) Das Mehrperiodenmodell	107
cc) Der Einfluss des Produktionsprogramms auf das optimale Investitionsprogramm	112
d) Beurteilung der Modellansätze für Investitionsprogramm- entscheidungen	113
5. Berücksichtigung der Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen	115
a) Die Unsicherheitssituation und ihre Formen	117
aa) Risiko	117
bb) Ungewissheit	118
b) Traditionelle Lösung durch Korrekturverfahren	120
c) Investitionsentscheidungen auf der Grundlage von Wahrscheinlichkeiten	122
aa) $\mu\sigma$ -Prinzip	122
bb) Bernoulli-Prinzip	128
cc) (Semi-)Subjektive Investitionsbewertung	134
dd) Investitionsentscheidung auf Basis von Kapitalmarktgleich- gewichtsmodellen	139
d) Sensitivitätsanalyse	141
e) Risikoanalyse	144
aa) Einsatzbereich und Verfahrensablauf	144
bb) Anwendung der Simulationstechnik auf Investitions- entscheidungen	146
cc) Beispiel einer Investitionssimulation	146
dd) Beurteilung des Simulationsverfahrens	149
f) Entscheidungsbaumverfahren	150
g) Realoptionen	155
h) Berücksichtigung der Unsicherheit durch das Chance Constrained Programming	158
II. Finanzwirtschaftliche Disposition des Umlaufvermögens	163
1. Das Kassenhaltungsproblem	165
a) Ziele und Aufgaben der Kassenhaltung	165
b) Entwicklung von Cash-Management-Systemen	166
aa) Darstellung von Cash-Management-Systemen	166
bb) Beurteilung von Cash-Management-Systemen	168
c) Theoretische Kassenhaltungsmodelle	169
aa) Das Baumol-Modell	169
bb) Das Modell von Beranek	172
cc) Das Modell von Miller und Orr	172
dd) Beurteilung der Kassenhaltungsmodelle	175
2. Die Disposition des Forderungsbestandes	175
3. Die Lagerhaltung als finanzwirtschaftliches Entscheidungsproblem	177

C. Wertpapiergeschäfte

I. Organisation der Finanzmärkte	183
1. Überblick	183
2. Nationale Kassamärkte	185
3. Xeno-/Euromärkte	188
a) Überblick	188
b) Eurogeldmarkt	190
c) Eurokreditmarkt	191
d) Eurokapitalmarkt	191
4. Terminmärkte	192
a) Terminbörsen und Over-the-Counter-Märkte	192
b) Wettbewerb auf den Terminmärkten	194
c) Die European Exchange (EUREX)	196
II. Ansätze zur Beurteilung festverzinslicher Effekten und Portefeuillestrategien	198
1. Effektivrendite	199
2. Barwertbestimmung	202
a) Barwerte unter der Annahme konstanter Kalkulationszinssätze	202
b) Barwertbestimmung unter Berücksichtigung nicht-flacher Zinsstrukturkurven	203
aa) Zinsstrukturkurven	204
bb) Nullkuponanleihen-Effektivrenditen (Spot-Rates)	205
cc) Terminzinssätze (Forward-Rates)	208
3. Bonitätsrisiko	210
4. Zinsänderungsrisiko und Immunisierungsstrategien	214
a) Zinsänderungsrisiko	214
b) Duration	215
c) Effective Duration	220
d) Key Rate Duration	221
III. Konzeption und methodische Ansätze der Analyse von einzelnen Aktien und Aktienindizes	228
1. Grundlagen	229
a) Aufgaben und Ansätze der Aktienanalyse im Überblick	229
b) Aktienkurse als stochastischer Prozess	232
2. Fundamentalanalyse	235
a) Das theoretisch fundierte Konzept des Present Value	235
aa) Investitionstheoretische Grundlagen	235
bb) Ansatz der wertbestimmenden Ergebnisgrößen	236
cc) Die Wahl des dem Modell zugrunde liegenden Kalkulationszinssfußes	241
b) Discounted Cashflow-Verfahren zur Unternehmensbewertung	242
c) Das vereinfachende Konzept des Price-Earning-Ratio-Wertfaktors (PER)	249
aa) PER als Kennziffer der Aktienkursbewertung	249
bb) Wertpapierstrategien auf Basis von PER-Analysen	250
d) Das Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCF) als verbesserte Grundlage für die Wertpapieranalyse	250

e) Künstliche Neuronale Netze	251
f) Monetaristische Erweiterungen	253
3. Die technische Analyse	256
a) Verwendung von Kursdiagrammen (Charts)	257
b) Ansätze zur Analyse des Gesamtmarktes	260
aa) Aktienindizes	260
bb) Trendentwicklungen und zyklische Schwankungen	262
cc) Prognose des Gesamtmarktverlaufs	264
dd) Zur Zuverlässigkeit von Gesamtmarktprognosen	267
c) Klassische Ansätze zur Prognose von Einzelwerten	268
aa) Aktientrendanalyse	268
bb) Widerstands- und Unterstützungslinien	270
cc) Formationen	271
dd) Zur Zuverlässigkeit des Formationssystems und des Chart Reading	274
IV. Wertpapierprogrammentscheidungen – Aktienanalyse im Portefeuille- zusammenhang	276
1. Portefeuilletheorie	278
a) Theorie der Wertpapiermischung (Portfolio Selection Theory)	278
b) Indexmodell	286
c) Marktmodell (MM)	287
2. Kapitalmarkttheoretische Grundlagen der Wertpapieranalyse	288
a) Untersuchungszielsetzungen der Kapitalmarkttheorie	288
b) Der klassische Ansatz der Kapitalmarkttheorie: Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)	289
aa) Modellannahmen	289
bb) Die Kapitalmarktlinie	291
cc) Die Wertpapierlinie (Capital Asset Pricing Model)	293
dd) Die Preisgleichung (Capital Asset Pricing Model)	298
c) Modellvarianten	300
d) Multi-Beta Capital Asset Pricing Model	303
e) Empirische Überprüfung des Kapitalmarktmodells	304
f) Die Arbitrage Pricing Theory	307
aa) Modellannahmen	307
bb) Herleitung der Bewertungsgleichung	309
cc) Identifikation der relevanten Faktoren	311
3. Anlageentscheidungen im modernen Portefeuillemanagement – Asset Allocation	313
a) Grundlagen der Entscheidung	313
b) Kapitalmarkttheoretische Kennzahlen zur Beurteilung von Anlagemöglichkeiten	316
c) Ableitung einer Anlagephilosophie	320
4. Investmentfonds	322
5. Performance-Messung	328
6. Behavioral Finance	332
a) Einschränkungen der Arbitragemöglichkeiten	333
b) Psychologische Erklärungen	334
aa) Meinungsbildung	334

bb) Präferenzbildung	337
c) Anwendung der Behavioral Finance auf einige bekannte Kapitalmarktanomalien	343
d) Die Coherent Market Hypothesis	344
V. Risikomanagement mit Termingeschäften	346
1. Überblick	348
2. Unbedingte Termingeschäfte	350
a) Forwards und Futures	350
aa) Kennzeichnung von Forward- und Future-Geschäften	350
bb) Die Preisbildung von Financial Futures	353
cc) Motive für den Abschluss von Futures	354
dd) Devisentermingeschäfte	356
ee) Rohstofftermingeschäfte	358
b) Swap-Geschäfte	364
aa) Grundformen von Swap-Transaktionen	365
bb) Währungsswap	365
cc) Zinsswap	367
dd) Swap-Märkte	369
ee) Asset Swap	370
3. Bedingte Termingeschäfte	373
a) Optionsgeschäfte im Überblick	373
b) Bewertung von Optionsrechten auf Aktien	376
aa) Komponenten des Wertes einer Option	376
bb) Optionsbewertungsmodelle	380
cc) Put-Call-Parität	390
dd) Kennzahlen des Optionsgeschäfts	391
c) Zinsbegrenzungsverträge	394
aa) Cap	394
bb) Floor	395
cc) Collar	396
d) Devisenoptionen	396
e) Kreditderivate	397
5. Kombinationen aus Termin- und Grundgeschäften nebst deren Bewertung	399
a) Portefeuilleversicherungen	399
b) Finanzchemie und Financial Engineering als Grundlage moderner Bewertungsmethoden	401
aa) Grundbausteine des Financial Engineering	401
bb) Indexzertifikate	402
cc) Discount-Zertifikate	403
dd) Bandbreitenzertifikate	405
ee) Resümee	406
VI. Die Besteuerung von Wertpapieren	410
1. Wertpapiere im Privatvermögen	410
2. Wertpapiere im Betriebsvermögen	413
3. Besonderheiten bei ausländischen Wertpapieren	414

D. Alternativen der Kapitalaufbringung

I. Systematisierungsansätze der Finanzierungsformen	419
II. Außenfinanzierung	423
1. Einlagen- und Beteiligungsfinanzierung	423
a) Beteiligungsfinanzierung von Unternehmungen ohne direkten Zugang zur Börse	426
b) Beteiligungsfinanzierung von Unternehmungen mit Zugang zur Börse	432
c) Besonderheiten der internationalen Beteiligungsfinanzierung	443
aa) Depository Receipts (DR)	443
bb) Tracking Stocks	444
cc) Equity Carve-out/Spin-Off	446
2. Grundlagen der Kreditfinanzierung	447
a) Charakteristika und Formen	448
b) Kreditwürdigkeit	450
c) Insolvenzverfahren	450
d) Kreditbesicherung	451
e) Covenants zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber	459
3. Langfristige Kreditfinanzierung	460
a) Schuldverschreibungen	461
aa) Industrieobligationen	462
bb) Anleihen von Kreditinstituten und der öffentlichen Hand	465
b) Varianten der Schuldverschreibung	465
aa) Optionsschuldverschreibungen	465
bb) Wandelschuldverschreibungen	471
cc) Gewinnschuldverschreibungen	474
dd) Nullkuponanleihen (Zerobonds)	475
ee) Anleihen mit variabler Verzinsung (Floating Rate Notes)	476
ff) Weitere Anleihen mit nicht konstanter Verzinsung	477
gg) Doppelwährungsanleihen (Multi-Currency Notes)	477
hh) Anleihen in Verbindung mit Zins- und Währungsswaps	477
c) Schulscheindarlehen	478
d) Langfristige Bankkredite	482
e) Gesellschafterdarlehen	484
f) Tilgungsmodalitäten und Effektivbelastung bei langfristigen Krediten	485
g) Genussscheine	489
4. Kurzfristige Kreditfinanzierung	490
a) Handelskredite	491
b) Kontokorrentkredite	493
c) Wechseldiskontkredite	494
d) Commercial Papers, Euronotes und Medium Term Notes	498
e) Lombardkredite	501
f) Kreditleihe	503
g) Kredite im Auslandsgeschäft	506
5. Kreditsubstitute	510
a) Factoring	511

b) Asset Backed Securities	513
aa) Konzept und Kategorisierung von Asset Backed Securities	513
bb) Struktur und Design	515
cc) Motivationen	520
c) Leasing	522
aa) Konzeption	522
bb) Operating Leasing	523
cc) Financial Leasing	523
dd) Vertragsgestaltung des Financial Leasing bei Vollamortisation	524
ee) Teilamortisationsverträge	528
ff) Bedeutung der steuerlichen Zurechnung	529
gg) Berücksichtigung des Finanzierungs-Leasings in der Handelsbilanz	530
hh) Bilanzierung von Leasing nach internationalen Rechnungslegungsnormen	530
ii) Vergleich Leasing und Kauf	532
III. Innenfinanzierung	541
1. Definition und Systematisierung	542
2. Selbstfinanzierung	543
a) Offene Selbstfinanzierung	543
b) Stille Selbstfinanzierung	545
c) Beurteilung der Selbstfinanzierung	547
3. Finanzierung aus Umsatzeinzahlungen mittels Abschreibungen	549
a) Begriff	549
b) Kapitalfreisetzungs- und Kapazitätserweiterungseffekt	550
c) Beurteilung des Kapazitätserweiterungseffekts	552
4. Finanzierung aus Umsatzeinzahlungen mittels Rückstellungen	554
5. Finanzierung durch Vermögensumschichtung (Kapitalfreisetzung)	556
IV. Kapitalstruktur und Verschuldungspolitik	558
1. Kapitaltheoretische Ansätze zur Optimierung der Unternehmensfinanzierung	560
2. Financial Leverage und Kapitalkosten	562
a) Der Leverage-Effekt	562
b) Kapitalkosten und Marktwert	568
3. Verschuldungsanalyse	569
a) Die These des optimalen Verschuldungsgrades	569
aa) Grundannahmen der These	569
bb) Das Problem der Konditionenanpassung für die Altgläubiger	571
b) Das Modigliani-Miller-Theorem	572
aa) Modellannahmen	572
bb) Modigliani-Miller-Thesen	574
cc) Thesen-Beweise	578
dd) Modellmodifikationen	583
c) Vergleichende Würdigung der Modellansätze	586
4. Verfahren der Kapitalkostenbestimmung	591
a) Bestimmung der Eigenkapitalkosten bei Unsicherheit mithilfe des CAPM	591

b) Modigliani-Miller und Wertadditivitätstheorem (WAT)	595
c) Bestimmung der Eigenkapitalkosten mit Optionspreismodellen	598
d) Bestimmung der Eigenkapitalkosten mithilfe des Verfahrens der impliziten Kapitalkosten	603
5. Finanzierungskostenvergleich unter besonderer Berücksichtigung der Steuerbelastung	605
6. Die Bedeutung der Ausschüttungsentscheidung für die optimale Unternehmensfinanzierung	609
a) Dividendenpolitik und vollkommener Kapitalmarkt	609
b) Dividendenpolitik und Steuern	610
c) Dividendenpolitik und informationsineffizienter Kapitalmarkt	611
7. Einsatz von Risikomanagementinstrumenten	612
V. Die neoinstitutionalistische Betrachtung der Finanzierungsbeziehung . .	619
1. Abgrenzung der neoinstitutionalistischen Ansätze	620
2. Agency-Theorie und Finanzierungsbeziehungen	622
a) Asymmetrische Informationsverteilung vor Vertragsabschluss	622
b) Informationsasymmetrie nach Vertragsabschluss	628
c) Der Markt für Unternehmensübernahmen als Kontrollinstrument	633
d) Beteiligung der Manager am Unternehmenserfolg	633
e) Investor Relations	637

E. Finanzanalyse

I. Kennzahlenanalyse	645
1. Analysezwecke	646
2. Analyseablauf	647
3. Bestandsorientierte Strukturkennzahlen	649
a) Vermögensstruktur	649
b) Kapitalstruktur	650
c) Horizontale Bilanzstruktur	654
aa) Finanzierungsregeln (langfristige Deckungsgrade)	654
bb) Liquiditätsregeln und -kennzahlen (kurzfristige Deckungsgrade)	657
d) Beurteilung bestandsorientierter Kennzahlen	659
4. Stromgrößenorientierte Kennzahlen	660
a) Erfolgskennzahlen	660
aa) Absolute Erfolgskennzahlen	660
bb) Relative Erfolgskennzahlen	671
b) Aktivitätskennzahlen	676
II. Kennzahlensysteme	678
1. Logisch-deduktive Kennzahlensysteme	679
a) Du-Pont-System	680
b) Pyramid-Structure-of-Ratios-System	681
c) ZVEI-System	682
2. Empirisch-induktive Kennzahlensysteme	683
a) Kennzahlen-Auswahlverfahren auf univariater Basis	684
b) Auswahlverfahren auf multivariater Basis	688
aa) Multivariate Diskriminanzanalyse	688

bb) Künstliche Neuronale Netze	690
c) Übersicht	691
III. Kapitalflussrechnung	695
1. Begriff und Aufgaben	696
2. Beständedifferenzenbilanz	697
3. Veränderungsbilanz und Bewegungsbilanz	699
4. Einbeziehung von Kontenumsätzen in Kapitalflussrechnungen (Brutto- und Teilbrutto-Bewegungsrechnungen)	703
5. Einbeziehung der Erfolgsrechnung in Kapitalflussrechnungen	704
6. Fondsrechnung	705
7. Aufstellungs- und Publizitätspflicht	711
F. Finanzplanung	
I. Begriff und Wesen der Finanzplanung	719
1. Planung	720
2. Organisation der Planung	721
3. Planungs- und Budgetierungsgrundsätze	724
4. Stellung der Finanzplanung und Budgetierung im Rahmen der Gesamtplanung	725
5. Aufgaben und Ablauf der Finanzplanung	727
6. Formen und Arten der Finanzplanungsrechnung	727
II. Prognosemethoden im Rahmen der Finanzplanung	730
1. Subjektive Planzahlenbestimmung	731
2. Extrapolierende Verfahren	732
a) Trendanalyse	733
b) Berücksichtigung von Zyklus und Saison	742
3. Kausale Prognosen	744
III. Kapitalbedarfsplanung	747
1. Prognoseplanung	747
2. Standardfinanzplanung	752
IV. Liquiditätsplanung	754
V. Integrierte Finanzplanung	759
VI. Plananpassung und Kontrolle	762
Literaturverzeichnis	769
Stichwortverzeichnis	821

Symbole

α	Irrtumswahrscheinlichkeit
β	Betafaktor bzgl. des Markt- oder Faktorportefeuilles
Γ	Marktpreis des Risikos
ε	Störterm
λ	Risikoprämie des Faktorportefeuilles
μ	Erwartungswert
π	Risikoprämie
ρ	Kapitalkostensatz
σ	Standardabweichung
a	Wiedergewinnungsfaktor
A	Agio
a, b	Regressionskoeffizienten
AfA	Absetzung für Abnutzung
An	Annuität
A_t	Auszahlungen zum Zeitpunkt t
AZ	Amortisationsdauer
Bt	Buchwert des Eigenkapitals im Zeitpunkt t
BG	Mapi
BU	Bernoullinutzen
BW	Barwert
c_1	Lagerkosten
C	Callpreis
C_0	Kapitalwert
$C_0(n)$	Kapitalwert der Anlage n
CC	Cost of Carry
COV	Kovarianz
D	Duration
Delta	Greeks
Div	Dividende
e	Thesaurierungsquote
E	Emissionskurs
ED	Effektive Duration
EK	Eigenkapital
Er	Erlöse
E_t	Einzahlungen zum Zeitpunkt t
f()	Dichtefunktion
FK	Fremdkapital
G	Gewinn
g	Gewinnwachstum
GK	Gesamtkapital
H()	Höhenpräferenzfunktion
i	Zinssatz (diskret)
i, j, n, m	Laufvariable
I_0	Investitionsauszahlung
i_{eff}	Effektivzins
i_{nom}	Nominalzins

i_t	Zinssatz für die Periode t
$i_{(t_1-t_2)}$	Terminzinssatz
j	Steiger Zins
J_i	Jensens Alpha von Anlage i
k	Faktorpreis
K^{fix}	Fixkosten
$k_{i,n}$	Korrelationskoeffizient zwischen i und n
Kon	Konvexität
KRD	Key Rate Duration
K_t	Kurs zum Zeitpunkt t
K^{var}	Variable Kosten
KWR	Kapitalwertrate
L	Hebel
L_T	Liquidationserlös zum Zeitpunkt T
l_t	Entnahmen im Zeitpunkt t
M	Wechselkurs
MD	Modifizierte Duration
N	Nominalwert
$N()$	Normalverteilung
P	Putpreis
P^M	Marktpreis
$\text{Pr}()$	Wahrscheinlichkeit
P_t	Preis zum Zeitpunkt t
Q	Liquide Mittel
q	Aufzinsungsfaktor
r	Marktrendite
R	Interner Zinssatz bzw. diskrete Rendite
$R(H())$	Risikopräferenzfunktion
ROI	Return on Investment
RBF	Rentenbarwertfaktor
R_f	Diskreter risikoloser Zins
r_f	Stetiger risikoloser Zins
R_i	Diskrete Rendite einer Investition i
R_M	Rendite des Marktportefeuilles
SA	Sicherheitsäquivalent
S	Steuersatz
s^{EK}	Steuersatz Einkommensteuer
s^{FK}	Steuersatz Gewerbesteuer
S_i	Sharpe Maß von Anlage i
s_t	Nullkuponeffektivverzinsung
sw	Swapsatz oder Par Yield Coupon Rate
SZ	Stückzinsen
T	Endzeitpunkt T
t	Zeitpunkt t
T_i	Treynor Ratio von Anlage i
$U()$	Nutzen
UW	Unternehmenswert
V	Vermögen
VAR	Varianz
w_i	Portefeuillegewicht des Wertpapiers i
X	Basispreis einer Option oder eines Optionsscheins
x,y	Anzahl von Projekten etc.
y_C	Verfügbarkeitsprämie (Convience Yield)
ZAF	Zerobondabszinsungsfaktor
ZG	Zeitlicher Grenzgewinn
Z_t	Zahlungsüberschüsse, Rückflüsse zum Zeitpunkt t

Kapitelübersicht

I. Finanzwirtschaftliche Grundbegriffe	3
1. Ökonomischer Bezugsrahmen	3
2. Kapital und Vermögen	6
3. Finanzmanagement	8
II. Finanzwirtschaft und Zielsetzung der Unternehmung	10
1. Theorien der Unternehmung und Zielsysteme	11
2. Finanzwirtschaftliche Entscheidungskriterien	13
III. Forschungsansätze in der Finanzwirtschaft	19
1. Das Forschungskonzept der klassischen Finanzierungslehre	21
2. Neoklassische Finanzierungstheorien	23
3. Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	27
Literatur	28

I. Finanzwirtschaftliche Grundbegriffe

Lernziele dieses Kapitels

- Zentral für die Finanzwirtschaft der Unternehmung ist das Verständnis der Unternehmung als Produktionshaushalt in Austauschbeziehungen mit den Märkten (Arbeits-, Beschaffungs-, Absatz und Finanzmarkt). Besonders hervorzuheben ist, dass jedem Strom an Produktionsmitteln, Gütern bzw. Arbeitsleistungen ein Zahlungsstrom entgegensteht.
- Die Zahlungen basieren auf Geld, welches als Tausch-, Zahlungs- sowie Wertaufbewahrungsmittel dient.
- Das Vermögen einer Unternehmung umfasst – ungeachtet ihrer Funktion – alle Güter, über die ein Produktionshaushalt verfügt. Damit stellt Vermögen potenzielle Kaufkraft dar.
- Die potenzielle Kaufkraft des Vermögens wird auch als (Real-)Kapital der Unternehmung bezeichnet. Es entspricht der „Summe der Werte aller materiellen und immateriellen Güter“, in denen das Kapital der Unternehmung investiert ist.
- Diese betriebswirtschaftlichen Vermögens- und Kapitalbegriffe sind weiter gefasst als die bilanziellen Begriffe, da hier zusätzlich Ausweispflichten zu beachten sind.
- Management bezeichnet führende Tätigkeiten und umfasst Planung, Steuerung und Kontrolle. Aus finanzwirtschaftlicher Sicht fällt dabei dem Management die Aufgabe zu, die Existenz der Unternehmung unter Einhaltung des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichts zu sichern.
- Das finanzwirtschaftliche Gleichgewicht lässt sich in ein strukturelles und ein dispositives finanzwirtschaftliches Gleichgewicht unterteilen. Ersteres setzt voraus, dass langfristig die Erträge die Aufwendungen überdecken. Letzteres ist gegeben, wenn zwingend fällige Verbindlichkeiten jederzeit uneingeschränkt erfüllt werden können.

1. Ökonomischer Bezugsrahmen

In einer arbeitsteilig organisierten Volkswirtschaft gibt es grundsätzlich zwei Kategorien von Wirtschaftssubjekten, solche, die sich der Produktion von Gütern bzw. Dienstleistungen widmen, und solche, die diese Güter oder Dienstleistungen verbrauchen. Erstere werden „**Unternehmen**“ oder „Unternehmungen“, letztere „**Haushalte**“ genannt. Beide Kategorien haben miteinander gemein, dass sie aus ökonomischer Sicht über **knappe Ressourcen** verfügen und deshalb mit ihnen sparsam, d. h. effizient haushalten müssen. Anders gesagt, die Wirtschaftseinheiten, die man richtiger Produktionshaushalte bzw. Konsumhaushalte nennen sollte, müssen, wenn sie ihre Zielsetzungen optimal erreichen wollen, die ihnen zur Verfügung stehenden Ressourcen so einsetzen, dass sie damit unter den gegebenen technologischen, ökonomischen, soziologischen, rechtlichen, politischen und sonstigen Bedingungen einen höchstmöglichen ökonomischen Nutzen erzielen, sei es in der Form der Einkommenserzielung (Gewinn), sei es in der Form der Einkommensverwendung.

Ein **Produktionshaushalt** ist eine auf Fortbestand ausgerichtete und von einem Willenszentrum geleitete Wirtschaftseinheit, die an einem oder mehreren Teilvorgängen des gesellschaftlichen Produktionsprozesses teilnimmt, indem sie einerseits Wirtschaftsgüter auf ihren Beschaffungsmärkten erwirbt und, nach ihrer Umwandlung in absatzfähigere Produkte, diese andererseits auf den einschlägigen Absatzmärkten veräußert. In dieser Definition wird absichtlich auf mögliche Zielsetzungen, wie Gewinnerzielung, Kostendeckung usw., verzichtet, da die Ziele nicht für alle Produktionshaushalte identisch sein müssen. So können z. B. Unterschiede in den Zielsetzungen zwischen öffentlichen und privaten Produktionshaushalten bestehen.

Volkswirtschaftlich fällt den Produktionshaushalten die Aufgabe zu, die Gesellschaft mit Gütern und Dienstleistungen zu versorgen, die zur Befriedigung der vorhandenen und erkennbaren Bedürfnisse benötigt werden. Die Produktionshaushalte sollen einen Beitrag zur Erhaltung und Erhöhung des Wohlstandes der Volkswirtschaft, in die sie eingebettet sind, liefern. Sobald ein Produktionshaushalt diese Dienstleistung an der Gesellschaft nicht mehr erbringt, hat er grundsätzlich seine Raison d'Être verloren.

Den anderen Pol der Volkswirtschaft bilden die **Konsumhaushalte**. Auf diese ist letzten Endes die Aktivität der Produktionshaushalte gerichtet, weil sie die letzten Abnehmer der in der Volkswirtschaft produzierten Güter und Dienstleistungen sind. Der Konsumhaushalt ist somit eine Wirtschaftseinheit, welche die zur Befriedigung der Bedürfnisse ihrer Mitglieder notwendigen Güter und Dienstleistungen auf den einschlägigen Beschaffungsmärkten erwirbt und das dazu benötigte Einkommen über den Arbeitsmarkt und ggf. den Finanzmarkt aufbringt, indem sie Arbeitskraft und/oder finanzielle Mittel auf diesen Märkten anbietet.

Aus den obigen Definitionen geht hervor, dass die einzelnen Wirtschaftseinheiten durch ein **Netz von Märkten** miteinander verbunden sind (vgl. *Abbildung A 1*). In einer arbeitsteiligen Verkehrswirtschaft sind Märkte notwendige Institutionen, deren primäre

Aufgabe – alle anderen ihnen zugesprochenen Funktionen, wie Preisgestaltungsfunktion, Informationsfunktion u. ä., können auf ihr begründet werden – es ist, Anbieter und Nachfrager von Wirtschaftsgütern miteinander in Verbindung zu bringen. Märkte sind also funktional betrachtet „Bindeglieder“ zwischen den Produktionshaushalten untereinander einerseits und zwischen diesen und den Konsumhaushalten andererseits.

Die bloße Existenz der Märkte genügt aber nicht, um den Tauschverkehr zwischen den Wirtschaftseinheiten optimal zu gestalten. Um ihre Funktion als „Bindeglied“ effizient erfüllen zu können, müssen die Marktteilnehmer über ein Instrument verfügen, das sie in die Lage versetzt, ihre Wertschätzungen bezüglich der auf den Märkten befindlichen Wirtschaftsgüter zu quantifizieren und sie somit miteinander vergleichen zu können. Dieses Instrument ist das **Geld**. In einer geldmäßig organisierten Volkswirtschaft gibt Geld seinem Besitzer **undifferenzierte Kaufkraft**, d. h. ein Anrecht auf einen Teil des Sozialprodukts. Die Volkswirtschaftslehre lehrt, dass Geld grundsätzlich drei Funktionen erfüllt: Es ist als erstes **Tausch- bzw. Zahlungsmittel** sowie als zweites **Wertaufbewahrungsmittel**. Die zweite Funktion des Geldes ermöglicht es, zeitliche Differenzen zwischen eingehenden und ausgehenden Zahlungsströmen zu überbrücken. Auf dieser Funktion beruht unter anderem die **Kassenhaltung** der Wirtschaftssubjekte. Neben diesen beiden materiellen Funktionen erfüllt das Geld noch eine dritte, abstrakte Funktion, nämlich die einer **Recheneinheit**. Diese Funktion ermöglicht es, die Wertschätzungen der Güter und Dienstleistungen in einem „Referenzgut“ auszudrücken.

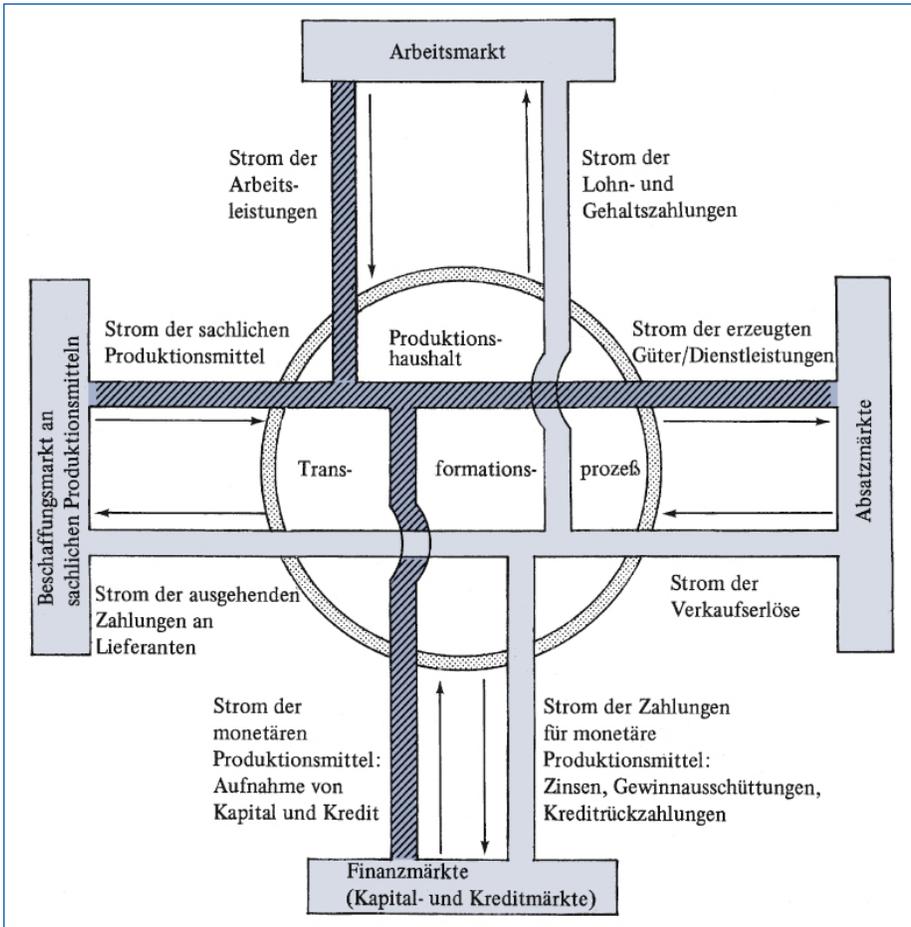


Abb. A 1: Bindung des Produktionshaushaltes im Marktsystem

Um an dem gesellschaftlichen Tauschprozess erfolgreich teilnehmen zu können, sind diese Funktionen des Geldes effizient zu nutzen. Vor allem müssen die Wirtschaftseinheiten über Geld verfügen. Die Beschaffung von Kaufkraft stellt folglich das primäre Ziel **finanzwirtschaftlicher Aktivität** einer Wirtschaftseinheit dar. In der älteren Literatur stand die Kaufkraftbeschaffung bisweilen so sehr im Vordergrund, dass sie als die finanzwirtschaftliche Funktion schlechthin betrachtet wurde. Im Laufe der Zeit wurde dieser enge Finanzierungs-begriff weit gehend verlassen und eine Verbindung der Beschaffungs- und Verwendungsfunktion unter dem Begriff der **Finanzwirtschaft** hergestellt.

Danach umfasst die Finanzwirtschaft neben der Akquisition gerade auch die Disposition finanzieller Mittel.

2. Kapital und Vermögen

Um produzieren zu können, braucht ein Produktionshaushalt Sachmittel, wie Rohstoffe, Betriebsmittel, Maschinen, Gebäude, Bargeld u. ä., aber auch Personen in dispositiver und ausführender Tätigkeit. Schließlich verfügt er evtl. noch über immaterielle Güter, wie Patente, Rechte usw. Die Gesamtheit aller materiellen und immateriellen Güter, die in Übereinstimmung mit den Zielsetzungen der Unternehmung eine produktive Funktion erfüllen, werden als das **Vermögen** des Unternehmens i. e. S. definiert. I. d. R. wird der Begriff Vermögen weiter ausgelegt und umfasst schließlich – ungeachtet ihrer jeweiligen Funktion – alle Güter, über die ein Produktionshaushalt verfügt. Angesichts dieses erweiterten Begriffsinhaltes erscheint es dann sinnvoll, zwischen **betriebsnotwendigem Vermögen** (= Vermögen i. e. S.) und **neutralem Vermögen** zu differenzieren. Das notwendige Betriebsvermögen unterliegt den spezifischen Risiken, die ein Produktionshaushalt aufgrund der Natur seiner Aktivitäten eingehen muss. Das neutrale Vermögen unterliegt ökonomischen Risiken, die primär nicht unmittelbar aus den normalen Aktivitäten des Produktionshaushaltes entstehen. Es handelt sich um Vermögenselemente, die zwar für den Produktionshaushalt als Ganzes von Vorteil sein können, aber nicht direkt für die erklärten (produktiven) Sachziele eingesetzt werden. Wenn bspw. mehr Vorräte gehalten werden, als für den normalen Aktivitätsgrad notwendig sind, weil davon ein Spekulationsgewinn erhofft wird, gehört diese Vorrathaltung nicht zu den Aktivitäten der normalen Geschäftsausübung des betreffenden Produktionshaushaltes. Zur Bestimmung, ob ein Vermögenselement dem notwendigen oder dem neutralen Vermögen zuzurechnen ist, muss die Frage der betriebswirtschaftlichen Funktion des betreffenden Vermögenselements geklärt werden.

Das Vermögen stellt potenzielle Kaufkraft dar; erst wenn es in (undifferenzierte) reale Kaufkraft umgewandelt worden ist, verfügt die Unternehmung über Geld. Anders gesagt, im Vermögen ist Geld gebunden, dort ist es investiert. Diese potenzielle Kaufkraft des Vermögens wird auch das **(Real-)Kapital** der Unternehmung genannt. Es entspricht der „Summe der Werte aller materiellen und immateriellen Güter, in denen das Kapital des Unternehmens investiert ist“.¹ Vermögen und Kapital stehen in einem spiegelbildlichen Verhältnis. Sie sind zwei Bezeichnungen für ein und dieselbe Sache, nämlich für die Gesamtheit aller Werte, die ein Produktionshaushalt zur Erreichung seiner Ziele einsetzt. Eine Beziehung zwischen beiden Größen kann nur über eine Bewertung des Vermögens in Geldeinheiten hergestellt werden.

Abzugrenzen von den betriebswirtschaftlichen Vermögens- und Kapitalbegriffen sind die **bilanziellen Begriffe**. Sie sind enger gefasst, da zu ihnen nur die ausweispflichtigen, d. h. aufgrund der handels- und steuerrechtlichen Vorschriften zu bilanzierenden, Vermögenspositionen und Kapitalteile zählen. In der Bilanzpraxis wird das Vermögen in Anlagevermögen und Umlaufvermögen unterteilt. Unter **Anlagevermögen** versteht man die Gesamtheit der Vermögenselemente, die dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen und dem wirtschaftlichen Eigentum der Unternehmung zuzurechnen sind. Sie stehen i. d. R. für mehrere Produktionszyklen zur Verfügung.²

¹ Gutenberg, Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 1958, unveränderter Nachdruck 1990, S. 106.

² Der Produktionszyklus umfasst grundsätzlich drei Phasen: Beschaffung der Produktionsfaktoren, ihre Transformation in Erzeugnisse (Produktion im technischen Sinne) und den Absatz derselben.

Die Verringerung des abnutzbaren Anlagevermögens erfolgt über die Abschreibungen, Zugänge erfolgen über Ersatzbeschaffungen. Da diese längerfristig vorhandenen Vermögensgüter die Struktur eines Produktionshaushaltes bestimmen, können sie unter Einbeziehung der langfristigen Teile des Umlaufvermögens auch als **Strukturvermögen** bezeichnet werden. Im **Umlaufvermögen** werden Vermögensgegenstände ausgewiesen, die nicht dauernd dem Geschäftsbetrieb dienen sollen (Vorräte, Forderungen, Zahlungsmittel). Die Zusammensetzung der einzelnen Vermögenspositionen verändert sich mit dem Umsatzprozess. Die Teile des Umlaufvermögens, die sich innerhalb eines Produktionszyklus umsetzen, bezeichnet man auch als **Umschlagvermögen**. In der Bilanz kommt der Spiegelbildcharakter von Vermögen und Kapital dadurch zum Ausdruck, dass sich die Summen der Aktiva und Passiva entsprechen. Die Passivseite gibt Auskunft darüber, welche Teile des Kapitals von den Eigentümern (**Eigenkapital**) und welche Teile von Gläubigern (**Fremdkapital**) zur Verfügung gestellt worden sind. Dagegen zeigt die Aktivseite, in welchen Vermögenspositionen das Kapital gebunden ist. Eine direkte Beziehung zwischen speziellen Kapitalpositionen und einzelnen Vermögensteilen liegt jedoch generell nicht vor, obwohl die traditionellen Finanzierungsregeln, wie etwa die „Goldene Bilanzregel“ (sie fordert in ihrer engen Fassung, dass das Anlagevermögen von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital gedeckt wird, vgl. *Abschnitt E I 3 c*), solche direkten Beziehungsverhältnisse herstellen. Diese Regeln gehen vom Gedanken der **partiellen Finanzierung** aus.

Die partielle Betrachtungsweise stellt auf die Bindungsdauer des Kapitals auf das einzelne Vermögensteil bzw. auf eine Gruppe von Vermögensteilen ab. Man geht also davon aus, dass das vorhandene oder noch zu beschaffende Kapital jeweils in einen ganz bestimmten Vermögensgegenstand investiert wird. Da sich das Vermögen aus einer Vielzahl von einzelnen Objekten zusammensetzt, wird angenommen, dass diese infolge unterschiedlicher Investitions- und Desinvestitionsintervalle auch eine fristenkongruente Finanzierung erfordern. Die Finanzierung hat sich bei partieller Betrachtungsweise also nach der Dauer der Kapitalbindung in den individuellen Vermögensgütern zu richten.

Statt den Fokus auf einzelne Vermögensteile oder auf Gruppen von Vermögensteilen zu richten, kann man den Kapitalbedarf auch für die gesamte Vermögensmasse des Produktionshaushalts **global** ermitteln und die Finanzierung den Schwankungen des Gesamtvermögens bzw. des gesamten investierten Kapitals anpassen. Wird der Gesamtkomplex aller Zahlungsvorgänge betrachtet, spricht man von **totaler Finanzierung**.

Während also bei der partiellen Finanzierungsauffassung für jedes einzelne Investitionsobjekt (Aktivum) die geeignete Finanzierungsform gesondert bestimmt werden muss, dienen im totalen Finanzierungsansatz z. B. Kredite nicht der Finanzierung ganz bestimmter Investitionsobjekte, sondern der Finanzierung des ganzen Produktionshaushalts.³ Folgt die finanzielle Unternehmensführung der totalen Finanzierungstheorie, muss sie ihre Finanzierungsentscheidungen auf einen langfristigen Finanzplan

³ Dies schließt natürlich nicht aus, dass Kredite zweckgebunden sein können. Aber in der Logik des totalen Finanzierungsansatzes ist die Investition, die durch den gebundenen Kredit finanziert wird, als ein Teil der totalen Investitionsmasse zu sehen, die einen zusätzlichen Kapitalbedarf auslöst, der durch diese zusätzliche Kreditaufnahme gedeckt wird. Die totale Finanztheorie betrachtet einen Produktionshaushalt als ein organisches Ganzes. Sie behauptet allerdings nicht, dass partielle Betrachtungsweisen nicht zulässig seien, sondern lediglich, dass diese im Rahmen des Ganzen gesehen werden müssten.

stützen. Aus diesem müssen alle künftigen Finanzbedürfnisse in Höhe und zeitlicher Dauer ersichtlich werden, und die finanzielle Unternehmensführung kann sich dann aufgrund dieser Informationen entscheiden, ob sie kurz- oder langfristiges Fremdkapital oder zusätzliches Eigenkapital zur Finanzierung des Defizits im Finanzplan in Anspruch nehmen kann oder soll.

3. Finanzmanagement

Bezüglich des Begriffs Management gibt es viele sehr unterschiedliche Auffassungen. Sofern sich überhaupt eine einheitliche Meinung feststellen lässt, dürfte sie wohl dahin gehen, dass Management führende Tätigkeiten in einem Unternehmen – allgemeiner: in einer Wirtschaftseinheit – bezeichnet. Diese Tätigkeit umfasst die drei Hauptphasen Planung, Steuerung und Kontrolle. In Bezug auf den organisatorischen Aufbau und die Aufgliederung der Managementfunktionen lassen sich wiederum drei Ebenen unterscheiden: das **Top Management**, etwa der Vorstand einer Aktiengesellschaft, der in bestimmten Fällen seine Managementaufgaben mit dem Aufsichtsrat teilt; das **Middle Management**, etwa Abteilungsleiter, und das **Lower Management**, etwa die Meister in den Werkstätten. Diese Auffassung des Managements ist zwar für praktische Zwecke, insbesondere für die Entwicklung von Managementtechniken, sehr nützlich, führt aber an dieser Stelle nicht weiter.

Ausgangspunkt für die Betrachtung des Finanzmanagements im Rahmen der Geschäftsführung sei wieder die funktionale Stellung des Produktionshaushaltes in der Volkswirtschaft. Diese beruht auf der Arbeitsteilung des gesellschaftlichen Produktionsprozesses. Durch die Arbeitsteilung sind alle Produktionshaushalte über den Weg des Marktsystems miteinander verbunden, sie sind aufeinander angewiesen. Die Arbeitsteilung – und das gilt auch für die Arbeitsteilung innerhalb eines Unternehmens – ist dann erst sinnvoll und möglich, wenn alle an einem bestimmten Produktionsprozess teilhabenden Produktionshaushalte **kontinuierlich** arbeiten, sodass ein Güterstrom entsteht, der alle einschlägigen Produktionshaushalte durchläuft. Ein Produktionshaushalt kann nur dann sinnvoll am gesellschaftlichen Leistungserstellungsprozess teilnehmen, wenn er von seinen vorgelagerten Lieferanten regelmäßig bedient wird, wofür ihm finanzielle Mittel zur Verfügung stehen müssen, und wenn er selbst mit einem regelmäßigen Absatz seiner Produkte rechnen kann, aus dem heraus wiederum undifferenzierte Kaufkraft zur Finanzierung des fortgesetzten Produktionsprozesses erzielt wird. Aus diesem Umstand lässt sich schon die Notwendigkeit der Dauerhaftigkeit der Produktionshaushalte ableiten.

Auch betriebswirtschaftlich ist das Prinzip der Dauerhaftigkeit zu belegen. Die technische Produktion erfordert den Einsatz von Vermögenselementen, die mehreren Produktionszyklen dienen und über viele Jahre nutzungsfähig sind. Eine nur kurzfristige Verwendung dieser Vermögensgüter ist meist unwirtschaftlich. Produktionshaushalte sind generell auf Fortbestand angelegt. Dem Management fällt damit die Aufgabe zu, die Existenz der Unternehmung durch Erhaltung des finanzwirtschaftlichen Gleichgewichts dauerhaft zu sichern.

Das **strukturelle finanzwirtschaftliche Gleichgewicht** setzt voraus, dass langfristig die Erträge mindestens die Aufwendungen decken und erfasst daher die Rentabilitätssituation der Unternehmung. Letztlich bezieht es sich wie das **dispositive finanzielle Gleichgewicht** auf die Liquidität des Unternehmens (vgl. *Abschnitt E 1 1, Abbildung E 1*). Diese

bezeichnet die Fähigkeit der Unternehmung, die zwingend fälligen Verbindlichkeiten jederzeit uneingeschränkt erfüllen zu können. Von einem **Liquiditätseingpass** ist dann die Rede, wenn kurzzeitige (nicht dauerhafte!) Liquiditätsprobleme auftreten, die im Falle der Wiederholung durchaus zu einer Beeinträchtigung der Bonität führen können. Damit stellt der Liquiditätseingpass die Vorstufe zur **Zahlungsunfähigkeit** (Illiquidität) der Unternehmung dar. Sie ist definiert als das auf dem Mangel an Zahlungsmitteln beruhende dauerhafte Unvermögen des Unternehmens, seine sofort zu erfüllenden Geldschulden noch im Wesentlichen begleichen zu können. Sie ist insbesondere bei Zahlungseinstellung anzunehmen und begründet das Ausscheiden der illiquiden Unternehmung aus dem volkswirtschaftlichen Produktions- und Konsumprozess.

Damit wird die Liquiditätserhaltung zur Daueraufgabe, zur absoluten Nebenbedingung für die Sicherung der Unternehmensexistenz. Sie stellt die Kernaufgabe des Finanzmanagements dar. Aus ihr lassen sich die folgenden Teilaufgaben ableiten:

1. **situative Liquiditätssicherung**

Hier geht es um die tägliche Abstimmung der Zahlungsströme und um die Bestimmung, Bildung und Auflösung der Liquiditätsreserve (Zahlungsmittel, Bankguthaben, kurzfristig verlustfrei abrufbare oder liquidierbare Vermögenspositionen, die nicht wesentlich sind für die Produktion).

2. **kurzfristige Finanzierung**

Auf dieser Ebene hat sich die finanzielle Führung stärker an den betrieblichen Leistungsprozessen auszurichten. Sie hat das freie Innenfinanzierungsvolumen (laufende Einzahlungen ./ laufende Auszahlungen + einmalige Kapitalfreisetzungsvorgänge) zu ermitteln und darauf abgestimmt die Zufuhr von Eigen- und Fremdkapital von außen einzuleiten.

3. **strukturelle Liquiditätssicherung**

Im Rahmen der strukturellen Liquiditätssicherung sorgt das Finanzmanagement für die ausgewogene (i. d. R. mindestens gleich langfristige) Finanzierung der Investitionsvorgaben. Ziel dabei ist es zu vermeiden, dass ungleichgewichtige Finanzierungsmaßnahmen zu Engpässen führen, weil etwa Probleme mit der Anschlussfinanzierung auftreten oder ungeplant steigende Finanzierungskosten zu einer Beeinträchtigung der Rentabilität führen.

Eine besondere Stellung innerhalb der Unternehmensleitung nimmt das **Finanzmanagement in der Krisensituation** ein.⁴ Für den Fall, dass sich Liquiditätseingpässe abzeichnen, muss der Finanzbereich befugt sein, in Abstimmung mit den Verantwortlichen der Beschaffung, Produktion und des Absatzes nacheinander alle regelmäßig auf das erfolgswirtschaftliche Optimum hin konzipierten Planungsansätze in Frage zu stellen. Je nach Ausmaß und Bedeutung des drohenden Liquiditätsproblems muss dem Finanzmanagement Einflussnahme auf den Umsatzprozess und auf die Disposition der Vermögensgegenstände möglich sein.

Voraussetzung für ein effizientes Finanzmanagement ist dessen entsprechende hierarchische Eingliederung. Je nach Größe der Unternehmung und Umfang der anfallenden Aufgaben kann eine Arbeitsteilung zwischen Mitarbeitern der finanzwirtschaftlichen Abteilung nötig werden. Denkbar ist auch, dass Angestellte anderer Abteilungen finanzwirtschaftliche Aufgaben wahrnehmen. Die Gefahr einer derart dezentralen

⁴ Vgl. Steiner, Unternehmensfinanzierung in der Krisensituation, 1994, S. 223 ff.

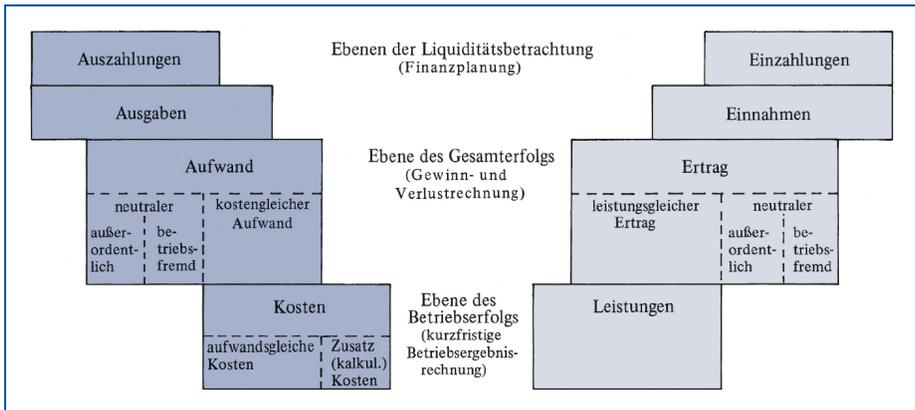


Abb. A 2: Das Auseinanderfallen der Erfolgs- und Liquiditätsbetrachtung

Aufgabenerfüllung besteht darin, dass bestimmte wesentliche Aufgaben nicht definiert sind (Gap) oder doppelt zugewiesen werden (Overlap); in der Folge kann es zu Kompetenzstreitigkeiten und Motivationsproblemen kommen. Gerade auch deshalb, weil es nur eine Liquidität der Unternehmung gibt, ist unbedingt zu gewährleisten, dass die finanzwirtschaftlichen Tätigkeiten auf allen Ebenen umfassend zentral koordiniert werden.

Die gezeigte grundlegende Bedeutung der Liquidität für die Unternehmensexistenz erfordert gleichzeitig eine möglichst hohe Aufhängung der finanziellen Führung in der Unternehmenshierarchie. Denkbar ist, dass die Leitung des Finanzmanagements Mitglied der Geschäftsführung ist oder dass genau einem Mitglied der Geschäftsführung die Verantwortung für den finanziellen Bereich zugewiesen wird.

II. Finanzwirtschaft und Zielsetzung der Unternehmung

Lernziele dieses Kapitels

- Die Unternehmung stellt einen am erwerbswirtschaftlichen Prinzip orientierten Produktionshaushalt dar, der durch seine Aktivitäten Mehrwert für seine Eigentümer erwirtschaften soll.
- Die Lehre von der Finanzwirtschaft der Unternehmung befasst sich mit Theorie und Technik der Kapitalaufbringung und Kapitalanlage.
- Finanzwirtschaftliche Unternehmungstheorien basieren überwiegend auf holistischen Unternehmungsauffassungen, bei der die Unternehmung als Entscheidungseinheiten angesehen wird.

- Unter den finanzwirtschaftlichen Entscheidungskriterien kann die Erhaltung der Unabhängigkeit nicht als Maximierungsproblem, sondern als Nebenbedingung angesehen werden. Unabhängigkeit beinhaltet dabei die Erhaltung der Dispositionsfreiheit und Flexibilität der Unternehmung.
- Auch die Erhaltung der Liquidität wird als strenge Nebenbedingung angesehen. Im Wesentlichen wird die Liquidität dabei als positiver Zahlungsbestand, als Deckungsverhältnis von Vermögensteilen zur Rückverwandlung in Geld, als Deckungsverhältnis von Vermögensteilen zu Verbindlichkeiten und als Eigenschaft von Wirtschaftssubjekten angesehen, ihren Zahlungsverpflichtungen bei Aufforderung in jedem Zeitpunkt nachkommen zu können.
- Unter den finanzwirtschaftlichen Entscheidungskriterien bedingt die Erzielung maximaler Rentabilität, definiert als Ergebnis (z. B. Gewinn) im Verhältnis zum eingesetzten Kapital, die Zielsetzung der Maximierung eines Ergebnisses, das zu verschiedenen Zeitpunkten und in verschiedenen Zeiträumen anfallen kann. Die typisch denkbaren Zielsetzungen sind dabei die Vermögensmaximierung (Maximierung des Unternehmensvermögens am Ende des Handlungszeitraums (Totalperiode) bei gegebenen Entnahmen), die Entnahmemaximierung (Maximierung der Entnahmen bei gegebenem Unternehmensvermögen) oder die Wohlstandsmaximierung (Kombination von Vermögens- und Entnahmemaximierung).
- Komplementär zum Entscheidungskriterium der Rentabilität ist die einer finanzwirtschaftlichen Maßnahme innewohnende Unsicherheit zu sehen. Bei Kapitalanlageentscheidungen steht das Sicherheitsstreben unsicheren und im Zeitverlauf schwankenden Rückflüssen gegenüber. Grundsätzlich nimmt dabei mit steigender maximal erzielbarer Rentabilität das Kapitalverlustrisiko zu.
- Die Steigerung des Unternehmenswerts inkorporiert Rentabilität und Unsicherheit als Entscheidungskriterium und wird mittels des Shareholder-Value-Ansatzes auf die Steigerung des Werts der Eigentümer ausgerichtet. Davon abzugrenzen ist der Stakeholder-Ansatz, der eine Steigerung des Werts aller Anspruchsgruppen zum Ziel hat. Nach dem Shareholder-Ansatz sind die Interessen der übrigen Stakeholder nur insofern zu berücksichtigen, als sie eine unumstößliche Nebenbedingung darstellen.

Die Einteilung der Wirtschaftseinheiten in Produktions- und Konsumhaushalte ist systemindifferent, d. h. unabhängig davon, welches Wirtschaftssystem jeweils vorliegt. Im marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem hat sich die **Unternehmung** als Erscheinungsform des Produktionshaushalts herausgebildet. Sie stellt einen am **erwerbswirtschaftlichen Prinzip** orientierten Produktionshaushalt dar, der durch seine Aktivitäten einen Mehrwert (z. B. in Form von Konsumnutzen) für seine Eigentümer erwirtschaften soll.⁵ Die weiteren Ausführungen dieses Buches stellen auf die Unternehmung als der in marktwirtschaftlichen Systemen vorherrschenden Form des Produktionshaushaltes ab.

1. Theorien der Unternehmung und Zielsysteme

Die Lehre von der Finanzwirtschaft der Unternehmung befasst sich mit Theorie und Technik der Kapitalaufbringung und Kapitalanlage (Investition). Die **Kapitalaufbringung** zerfällt dabei in drei Teilprobleme:

⁵ Vgl. auch *Gutenberg*, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1, 1983, S. 457 ff.; *Wöhe*, Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2013, S. 382.

1. **Kapitalstruktur**
(Finanzierungsarten und deren zweckmäßige Kombination),
2. **Kapitalvolumen**
(Ermittlung des Kapitalbedarfs) und
3. **Kapitalkosten**
(Bestimmung der Kapitalkosten und der kostenoptimalen Finanzierung)

Im Bereich der **Kapitalanlage** wird untersucht,

1. **welche Vermögensteile** beschafft werden sollen,
2. in welchem wertmäßigen **Umfang** Vermögensteile beschafft werden sollen und
3. wie lange eine Kapitalanlage in den entsprechenden Vermögensteilen erfolgen soll (**Kapitalanlagedauer**).

Rationale finanzwirtschaftliche Entscheidungen über diese Tatbestände können nur bei Zugrundelegung eines Zieles oder eines Zielkatalogs getroffen werden. In der Betriebswirtschaftslehre haben sich unterschiedliche Betrachtungsweisen der Unternehmung und – damit verknüpft – der unternehmerischen Zielvorstellungen herausgebildet. Stark vereinfacht kann in holistische und behavioristische Theorien der Unternehmung getrennt werden.

1. **Holistische** Unternehmenstheorien
 - 1.1. Traditionelle ökonomische Konzeptionen
 - 1.2. Spieltheoretische Unternehmensanalyse
 - 1.3. Kybernetische und systemtheoretische Unternehmenstheorie
2. **Behavioristische** Unternehmenstheorien
 - 2.1. Verhaltensorientierte Unternehmungstheorien (Behavioral Theory of the Firm)
 - 2.2. Konflikttheoretische Unternehmungsanalyse

Bei den holistischen Betrachtungsweisen wird die Unternehmung letztendlich als Entscheidungseinheit gesehen. Die Theorien gehen daher i. d. R. davon aus, dass nur ein oder wenige Unternehmensziele existieren, die zudem quantifizierbar sind. Dabei wird eine maximale oder optimale Zielerreichung angenommen. Die behavioristischen Unternehmenstheorien gehen demgegenüber von Individualzielen der Organisationsteilnehmer aus, die sich im Zeitablauf verändern. Ferner wird angenommen, dass sich die Organisationsteilnehmer mit einer befriedigenden Zielerreichung begnügen, da maximale oder optimale Zielverwirklichung in der Realität meist nicht erreichbar und häufig auch nicht messbar ist.

Die Finanzierungs- und Investitionstheorien beruhen überwiegend auf holistischen Unternehmungsauffassungen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass diese Theorien Ergebnis eines wohl definierten Bündels von Annahmen und Folgerungen, eines geschlossenen Modells, sind und neben Erklärungsmodellen auch Entscheidungsmodelle anbieten. Die behavioristischen Ansätze konzentrieren sich dagegen auf Erklärungsmodelle. Im Bereich der Finanzwirtschaft finden sie vor allem Verwendung beim Budgetmanagement (Budgetfestsetzung und -kontrolle unter Berücksichtigung von Verhaltensreaktionen), bei der Beurteilung von Humaninvestitionen und bei der Analyse der Zielsetzungen von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Theorien, die nur mit einem oder wenigen quantifizierbaren Zielen arbeiten, haben den Vorteil, dass sich hierbei konkrete Zielfunktionen formulieren lassen und damit mathematische Metho-