

Univ.-Prof. Dr. Michael Bitz
Prof. Dr. Udo Terstege

Modul 31501

Finanzwirtschaft: Grundlagen

Kurs 41500: Finanzwirtschaft: Grundlagen
Kurseinheit 1: Einführung

LESEPROBE

wirtschafts
wissenschaft

Der Inhalt dieses Dokumentes darf ohne vorherige schriftliche Erlaubnis durch die FernUniversität in Hagen nicht (ganz oder teilweise) reproduziert, benutzt oder veröffentlicht werden. Das Copyright gilt für alle Formen der Speicherung und Reproduktion, in denen die vorliegenden Informationen eingeflossen sind, einschließlich und zwar ohne Begrenzung Magnetspeicher, Computerausdrucke und visuelle Anzeigen. Alle in diesem Dokument genannten Gebrauchsnamen, Handelsnamen und Warenbezeichnungen sind zumeist eingetragene Warenzeichen und urheberrechtlich geschützt. Warenzeichen, Patente oder Copyrights gelten gleich ohne ausdrückliche Nennung. In dieser Publikation enthaltene Informationen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Die vorgesehene Dreiteilung bei der Problembehandlung entspricht in gewisser Weise der in der praxisnäheren Literatur häufig anzutreffenden Übung, die Aufgaben des Finanzmanagements durch das „**magische Dreieck**“ aus Rentabilität, Risiko und Liquidität zu verdeutlichen. Wie wir jedoch noch sehen werden, haben die mit den drei Schlagworten umrissenen Anforderungen an das Finanzmanagement recht unterschiedlichen Charakter und sind weder begrifflich noch konzeptionell auf der gleichen Ebene angesiedelt.

3.2 Vermögens- und Barwertmaximierung als originäre Zielvorgabe

3.2.1 Ein barwertorientiertes Vermögenskonzept

Dem Ihnen bereits aus unserem A-Modul bekannten Leitbild des Unternehmens als privat- und marktwirtschaftliche Erscheinung des Betriebes folgend gehen wir von der gewissermaßen als Axiom gesetzten Annahme aus, dass das gesamte unternehmerische Handeln – und damit auch das des Finanzmanagements – darauf auszurichten ist, den Nutzen der im jeweiligen Planungs- und Entscheidungszeitpunkt aktuell vorhandenen Gesellschafter zu steigern. Mit der Verwendung des Nutzenbegriffes ist diese Zielvorgabe einerseits noch viel zu vage, um daraus konkrete Beurteilungsmaßstäbe abzuleiten. Mit der Festlegung auf die Gesellschafter als die bei jeglicher Bewertung maßgebliche Referenzgruppe wird allerdings andererseits doch eine wesentliche Festlegung getroffen. Dieser in vielen Teilbereichen der Betriebswirtschaftslehre teils explizit vorgegebenen, teils implizit unterstellten Zielvorstellung entsprechend ist es eben nicht die primäre Aufgabe der Unternehmenstätigkeit, z.B. ein gutes Image auf den Absatzmärkten zu erreichen, zufriedene Kunden zu haben, möglichst hohe Umsätze oder Marktanteile zu erzielen, von Geldgebern und Ratingagenturen positiv eingeschätzt zu werden, ein freundliches Arbeitsklima zu realisieren, neue Arbeitsplätze zu schaffen oder benötigte Rohstoffe so billig wie möglich einzukaufen. Nichtsdestoweniger kann die Realisierung derartiger Anforderungen sehr wohl ein **Mittel** zu dem übergeordneten Zweck der Steigerung des Nutzens der Gesellschafter darstellen.

übergeordnete
Zielvorstellung:
Nutzenmehrung
der Gesellschafter

Ziel-Mittel-Relationen

Zur weiteren Konkretisierung wollen wir von einer Welt ausgehen, in der die Gesellschafter ihren Nutzen an monetären Größen messen und zwar konkret an den Einzahlungen, die ihnen aus ihrer Gesellschafterposition heraus zufließen, sowie den Auszahlungen, die sie in dieser Eigenschaft zu leisten haben. Einzahlungen können im Wesentlichen aus Entnahmen der Gesellschafter oder Ausschüttungen an sie sowie den Erlösen bei dem isolierten Verkauf nur des eigenen Gesellschaftsanteils oder der völligen Liquidation des Unternehmens resultieren. Bei den von den Gesellschaftern möglicherweise noch zu leistenden Auszahlungen ist etwa an Zahlungen im Zusammenhang mit der Einforderung von ausstehenden Einlagen oder Nachschussverpflichtungen, der Übernahme weiterer Gesellschaftsanteile etwa im Zuge einer Kapitalerhöhung oder aber auch an möglicher-

Entnahmestrom-
optimierung als
Konkretisierung
der Zielvorstellung

weise erfolgende Zahlungen in der Insolvenz des Unternehmens zu denken. Der sprachlichen Einfachheit halber wollen wir die Gesamtheit dieser Zahlungen im Folgenden kurz als „Entnahmestrom“ bezeichnen. Der formalen Einfachheit wegen wollen wir in diesem einleitenden Abschnitt zudem von den Gesellschaftern zu leistende Zahlungen ausschließen, so dass der „Entnahmestrom“ nur noch positive Elemente enthält.

Die Aufgabe des Finanzmanagements kann dann – ebenso wie die der übrigen Funktionsbereiche – dahingehend präzisiert werden, einen für die Gesellschafter möglichst „günstigen“ Entnahmestrom zu realisieren. Dabei wollen wir an dieser Stelle die Möglichkeit unterschiedlicher Beurteilungen innerhalb der Gruppe der Gesellschafter außer Acht lassen.

Das Prinzip der **Entnahmestromoptimierung** hat in zahlreiche finanzwirtschaftliche Theorie- und Modellbildungen Aufnahme gefunden. Etliche Modelle gehen dabei von einem exogen vorgegebenen zeitlichen Endpunkt des betrachteten Entnahmestroms aus, während in anderen Modellen ein „ewig lebendes“ Unternehmen und dementsprechend ein zeitlich nicht begrenzter Entnahmestrom unterstellt wird. Welcher der beiden Varianten auch immer man folgt, hängen die Möglichkeiten, Handlungsalternativen nach dem Prinzip der Entnahmestromoptimierung beurteilen zu können, in hohem Maße davon ab, von welchen Präferenzen und Transaktionsmöglichkeiten der Gesellschafter man ausgeht.

Dominanzüberlegungen
zur Entnahmestrom-
optimierung

Geht man nur von der schwachen Prämisse aus, dass Gesellschafter in jeden Zeitpunkt höhere Einzahlungen geringeren Einzahlungen vorziehen, und trifft ansonsten keine weiteren Annahmen über die persönlichen Präferenzen der Gesellschafter und die ihnen im Privatbereich zur Verfügung stehenden Transaktionsmöglichkeiten, so bleiben die Beurteilungsmöglichkeiten nach dem Prinzip der Entnahmestromoptimierung sehr eng begrenzt. Es erlaubt die Fundierung finanzwirtschaftlicher Entscheidungen dann nur bei Vorliegen **allgemeiner zeitlicher Dominanzbeziehungen**, die Ihnen bereits aus dem A-Modul bekannt sind.¹⁾

1 Vgl. Kurs „Investition“ (40520).

Beispiel 3.01:

Nach bisherigem Planungsstand ist bei einem auf insgesamt drei Jahre angelegten Unternehmen am Ende eines jeden der kommenden drei Jahre, also in den Zeitpunkten $t = 1, 2, 3$, mit folgenden Entnahmen zu rechnen:

+11.000; +12.100; +13.310.

Das Management des betrachteten Unternehmens habe nun zwei einander ausschließende Handlungsalternativen A und B identifiziert, die dazu führen würden, dass der Entnahmestrom alternativ das folgende Aussehen annehmen würde:

A: +11.000; +12.221; +13.310

B: +9.950; +12.100; +14.762.

Geht man von der nahe liegenden Annahme aus, dass höhere Entnahmen niedrigeren vorgezogen werden, so ist sofort erkennbar, dass es nach dem Ihnen bereits aus unserem A-Modul bekannten Prinzip der allgemeinen zeitlichen Dominanz offensichtlich vorteilhaft ist, von der bislang vorgesehenen Unternehmenspolitik abzuweichen und das Projekt A zusätzlich zu realisieren: Der dadurch realisierbare Entnahmestrom stimmt in $t = 1$ und $t = 3$ mit dem ursprünglichen überein, führt in $t = 2$ aber zu einem höheren Wert. Fraglich ist demgegenüber, wie das Projekt B zu beurteilen ist, da das einfache Dominanzprinzip weder im Vergleich zu der Ausgangssituation noch im Vergleich zu Projekt A eine eindeutige Aussage zulässt.

Um zu einem aussagekräftigeren Kriterium zu gelangen, wollen wir deshalb als nächstes unterstellen, dass es aus Sicht der Gesellschafter möglich ist, einen vorgegebenen Entnahmestrom durch Auf- bzw. Abzinsoperationen der Ihnen ebenfalls schon bekannten Art zu einem einzigen Wert zusammenzufassen. Der Bezugszeitpunkt für die Ermittlung eines solchen Wertes kann im Prinzip beliebig gewählt werden. In vielen Zusammenhängen ist es allerdings besonders nahe liegend, dafür einen Zeitpunkt ganz zu Beginn des betrachteten Zahlungsstroms zu wählen. Wir werden dieser Praxis im Rahmen dieses Kursprogramms zumeist auch folgen und als Bezugszeitpunkt entweder den Beginn des Jahres vor der ersten Entnahme oder den Zeitpunkt der ersten Entnahme selbst wählen. Das Ergebnis einer derartigen Rechnung bezeichnet man bekanntlich allgemein als **Barwert**.

Hinsichtlich der für eine derartige Barwertbestimmung benötigten Zinssätze sind verschiedene Konstellationen vorstellbar: so können sie entweder Ausdruck rein subjektiver Zeitpräferenzen sein oder aus exogenen Marktgrößen abgeleitet werden. Sie können im Zeitablauf konstant bleiben oder wechselnde Werte annehmen. Wir werden auf derartige Probleme an der einen oder anderen Stelle noch näher eingehen, in diesem einleitenden Bereich jedoch einfach unterstellen, dass die entsprechenden Zinssätze vorgegeben sind.

Barwertmaximierung
zur Entnahmestrom-
optimierung

Die Aufgabe des Finanzmanagements kann dann dahingehend präzisiert werden, sich bei der Koordination der in seinem Einwirkungsfeld liegenden Zahlungsströme so zu verhalten, dass der Barwert des sich letztendlich ergebenden Entnahmestroms maximiert wird. Diesem Konzept wird in weiten Teilen der Finanzierungstheoretischen Literatur gefolgt. Es hat zudem inzwischen auch breiten Einzug in die Unternehmenspraxis gefunden. So stellen etwa die in der Unternehmensbewertung inzwischen weit verbreiteten **Ertragswert- oder Discounted-Cash-Flow (DCF)-Verfahren** nichts anderes dar als spezielle Barwertberechnungen. Und auch der gelegentlich zu einer „wertorientierten“ Unternehmensführung herangezogene **Shareholder Value** in seinen vielfältigen Varianten ist in formaler Hinsicht nichts anderes als ein Entnahmebarwert.

Für die folgenden Ausführungen wollen wir dieses Konzept – nach wie vor unter der Annahme der Ergebnissicherheit – etwas weiter präzisieren und formalisieren. Dazu nehmen wir an, dass Management und Gesellschafter übereinstimmend davon ausgehen, dass die bislang vorgesehene Unternehmenspolitik in den Zeitpunkten $t = 0, 1, 2, \dots, T$ zu sicher vorhersehbaren Entnahmen $e_0^0, e_1^0, e_2^0, \dots, e_T^0$ führt. Der hochgestellte Index 0 soll dabei verdeutlichen, dass es sich um den Entnahmestrom handelt, mit dem nach dem Informationsstand im Zeitpunkt $t = 0$ gerechnet wird. Die aus den im Betrachtungszeitpunkt noch ungewissen Möglichkeiten, durch das Aufspüren lohnender „neuer“ Alternativen zusätzliche Entnahmen zu ermöglichen, sollen hingegen gänzlich aus der Bewertung ausgeklammert werden. Bei einem als konstant unterstellten Zinsfuß von r gilt dann für den Barwert dieses sicheren Zahlungsstroms:¹⁾

$$(3.01) \quad VV_0^0 = \sum_{t=0}^T e_t^0 \cdot (1+r)^{-t} .$$

Analog gilt für den Barwert des unmittelbar nach Auszahlung der Entnahme e_0^0 verbleibenden Entnahmestroms:

$$(3.01') \quad VN_0^0 = \sum_{t=1}^T e_t^0 \cdot (1+r)^{-t} .$$

Die durch die Relationen (3.01) und (3.01') definierten Barwerte können als Maßstab für die Höhe des im Ausgangspunkt der Betrachtung gegebenen Vermögens der Gesellschafter angesehen werden. Wir werden dafür im Folgenden zumeist vom „Vermögenswert“ reden, gelegentlich auch die Bezeichnung „Unternehmenswert“ verwenden.

1 VV steht für „Vermögen vor“ und VN für „Vermögen nach“ Entnahme.

Wie bereits im Beispiel 3.01 verdeutlicht, kann es durch die weiteren Aktivitäten des Managements im Laufe der ersten Periode dazu kommen, dass sich das Aussehen des für die Zeitpunkte $t = 1, 2, \dots, T$ zu erwartenden Entnahmestroms gegenüber den im Zeitpunkt $t = 0$ ursprünglich unterstellten Werten verändert. Die entsprechenden Größen seien mit $e_1^1, e_2^1, e_3^1, \dots, e_T^1$ bezeichnet. Für den auf den Zeitpunkt $t = 1$ bezogenen Barwert des jetzt erwarteten Entnahmestroms (einschließlich der in $t = 1$ unmittelbar bevorstehenden Entnahme) gilt dann

$$(3.02) \quad \text{VV}_1^1 = \sum_{t=1}^T e_t^1 \cdot (1+r)^{-t+1} .$$

Barwert des Entnahmestroms als Vermögensmaßstab

Die Aufgabe des Managements unseres Idealunternehmens kann dann dahingehend präzisiert werden, alle Maßnahmen zu ergreifen, durch die das am Ende der betrachteten Periode gemäß Relation (3.01) gegebene Vermögen der Gesellschafter möglichst groß wird. Diese Präzisierung des Prinzips der Entnahmestromoptimierung zu der Zielsetzung der Vermögensmaximierung erlaubt es jetzt auch, nicht mehr allein nach dem Dominanzprinzip bewertbare Veränderungen des Entnahmestroms zu beurteilen.

Vermögensmaximierung als präzisierte Zielsetzung

Beispiel 3.02:

Geht man von den in Beispiel 3.01 gegebenen Daten aus und unterstellt man einen konstanten Kalkulationszins von 10%, so beträgt das als Barwert des ursprünglich zu erwartenden Entnahmestroms definierte Ausgangsvermögen der Aktionäre gemäß Relation (3.01')

$$\begin{aligned} \text{VN}_0^0 &= 11.000 \cdot 1,1^{-1} + 12.100 \cdot 1,1^{-2} + 13.310 \cdot 1,1^{-3} \\ &= 30.000 . \end{aligned}$$

Würden nun keinerlei neue Maßnahmen ergriffen und der in Aussicht genommene Entnahmestrom unverändert bleiben, so würde sich das am Ende der Periode (vor Tätigkeit der vorgesehenen Entnahme) gegebene Vermögen auf

$$\begin{aligned} \text{VV}_1^0 &= 11.000 + 12.100 \cdot 1,1^{-1} + 13.310 \cdot 1,1^{-2} \\ &= 33.000 \end{aligned}$$

belaufen. Nach dem im Zeitpunkt $t = 0$ gegebenen Kenntnisstand über die realisierbaren Aktivitäten wäre insoweit also eine Steigerung des Vermögens der Gesellschafter von 30.000 auf 33.000 GE „vorprogrammiert“. Wir werden darauf später noch einmal zurückkommen.

Um die beiden aus Beispiel 3.01 bereits bekannten Modifikationen des Aktionsprogramms definitiv beurteilen zu können, sind nun ganz einfach die jeweiligen Barwerte der daraus resultierenden Entnahmeströme zu berechnen. Man erhält so die Ergebnisse

$$\begin{aligned} VV_1^A &= 11.000 + 12.221 \cdot 1,1^{-1} + 13.310 \cdot 1,1^{-2} \\ &= 33.110 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} VV_1^B &= 9.950 + 12.100 \cdot 1,1^{-1} + 14.762 \cdot 1,1^{-2} \\ &= 33.150 . \end{aligned}$$

Wie schon aufgrund von Dominanzüberlegungen gar nicht anders zu erwarten war, erkennt man zunächst, dass die Aufnahme des **Projektes A** im Vergleich zu dem ursprünglichen Aktivitätsplan zu einer „Verbesserung“ des Entnahmestroms führen würde. Über die bereits aus der Dominanzanalyse vorliegende Erkenntnis hinaus kann der Vermögensvorteil dieser Maßnahme im Vergleich zur Ausgangssituation jetzt allerdings mit 110 GE (bezogen auf den Zeitpunkt $t = 1$) genau quantifiziert werden.

Weiterhin erkennt man, dass die Aufnahme des **Projektes B**

- im Vergleich zur Ausgangssituation ebenfalls vorteilhaft ist und
- einen größeren Vermögensvorteil als die Alternative A bringt.

Angesichts der Annahme, dass sich die Projekte A und B wechselseitig ausschließen, wäre es aus Sicht der Gesellschafter am günstigsten, das ursprünglich vorgesehene Aktivitätsprogramm durch die Aufnahme des Projektes B zu modifizieren.

Unter den hier nach wie vor geltenden Annahmen (Ergebnissicherheit, fest vorgegebene Werte für das Ausgangsvermögen und den Zins) kann das Ziel der auf den Barwert VV_1^1 bezogenen Vermögensmaximierung auch noch in anderer Weise formuliert werden. Eine Möglichkeit dazu besteht darin, die in der betrachteten Periode eintretende Veränderung des Vermögens, also die Differenz $VV_1^1 - VN_0^0$ als zu maximierende Zielgröße zu definieren. Diese Differenz korrespondiert offensichtlich mit dem in der Betriebswirtschaftslehre allgemein üblichen Begriff des Periodengewinns, so wie er durch Relation (3.03) formal verdeutlicht wird.

$$(3.03) \quad g_1^1 = VV_1^1 - VN_0^0 = (VN_1^1 - VN_0^0) + e_1^1 .$$

Gewinn- und Rendite-
maximierung als alter-
native Zielformulierung

Dabei läuft es auf dasselbe Ergebnis heraus, ob der Gewinn

- als Vermögensveränderung vor Entnahme interpretiert wird, so wie das der erste Term verdeutlicht, oder
- als Summe aus der Vermögensveränderung nach Entnahmen zuzüglich der erfolgten Entnahme, so wie das der zweite Term aufzeigt.

Bezieht man den in der einen oder anderen Weise definierten Gewinn schließlich auf das zu Periodenbeginn eingesetzte Vermögen VN_0^0 , so erhält man mit

$$(3.04) \quad r_1^1 = \frac{g_1^1}{VN_0^0}$$

einen Ausdruck, der nichts anderes angibt als die auf das ursprünglich eingesetzte Vermögen erzielte **Rendite**.

In der bislang modellierten Welt sind die Zielsetzungen der Vermögensmaximierung, der Gewinnmaximierung und der Renditemaximierung zwangsläufig äquivalent. Wir weisen Sie aber darauf hin, dass diese Äquivalenz nicht zwangsläufig bestehen bleibt, wenn die hier maßgeblichen Prämissen variiert werden.

Übungsaufgabe 3.01:

Gehen Sie von den Daten der Beispiele 3.01 und 3.02 aus und bestimmen Sie jeweils Gewinn und Rendite für den Fall, dass

- das ursprünglich vorgesehene Aktivitätsprogramm unverändert realisiert wird,
- zusätzlich Projekt A realisiert wird bzw.
- anstelle von A zusätzlich Projekt B realisiert wird!

Etwas anders verhält es sich mit dem Ihnen schon aus früheren Studienabschnitten bekannten Prinzip, bei der Auswahl *einzelner* Investitions- oder Finanzierungsprojekte der Kapitalwertmaximierung zu folgen. Dieser Beurteilungsmaßstab führt nur dann zu Entscheidungen, die mit der Vermögensmaximierung in dem hier definierten Sinne kompatibel sind, wenn gesichert ist, dass

Vermögensmaximierung der Gesellschafter und Projektbeurteilung anhand von Kapitalwerten

- der Kapitalwert des Einzelprojektes und die aus der Projektdurchführung resultierende Veränderung des Vermögens VV_1^1 das gleiche Vorzeichen haben und
- die Vermögensänderung (ΔV) umso größer ausfällt, je größer der Kapitalwert (K) des Einzelprojektes ist.

Fasst man ΔV als Funktion von K auf, müssten also die Bedingungen

$$\Delta V(K=0) = 0 \quad \text{und}$$

$$d\Delta V(K)/dK > 0$$

erfüllt sein.

Diese Bedingungen sind insbesondere – aber nicht nur – dann erfüllt, wenn

- sich die mit dem betrachteten Einzelprojekt verbundenen Ein- und Auszahlungen zeitpunkt- und betragsgleich in entsprechenden Erhöhungen bzw. Verminderungen des gesamten Entnahmestroms niederschlagen und
- der Kapitalwert des Einzelprojektes und der Barwert des Entnahmestroms auf der Basis eines übereinstimmenden Kalkulationszinsfußes ermittelt werden.

In diesem Fall gilt nämlich einfach $\Delta V = K$. Daneben sind allerdings auch weniger einschränkende Konstellationen denkbar, in denen die angegebenen Bedingungen erfüllt sind.

3.2.2 Ökonomischer Gewinn und Residualgewinn

Zur Einordnung verschiedener praktisch relevanter Steuerungs- und Analysekonzepte wollen wir Sie kurz noch mit zwei anderen Gewinnkonzepten vertraut machen, die im finanzierungstheoretischen Schrifttum bereits seit den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts bekannt sind, in den letzten Jahren jedoch mit gewissen Modifikationen auch in der Praxis, insbesondere im Bereich der Unternehmensberatung und der Unternehmensanalyse, Beachtung gefunden haben.

Dazu betrachten wir zunächst den Gewinn g_1^0 , der sich in der ersten Periode realisiert hätte, wenn das ursprüngliche Aktionsprogramm und damit auch der ursprünglich erwartete Entnahmestrom keinerlei Modifikationen unterzogen worden wären. Für den nun auf den Zeitpunkt $t = 1$ bezogenen Barwert des unveränderten Entnahmestroms, berechnet vor Abzug der unmittelbar bevorstehenden Entnahme e_1^0 , würde dann gelten:

$$\begin{aligned}
 (3.05) \quad VV_1^0 &= \sum_{t=1}^T e_t^0 \cdot (1+r)^{-t+1} \\
 &= (1+r) \cdot \sum_{t=1}^T e_t^0 \cdot (1+r)^{-t} \\
 &= (1+r) \cdot VN_0^0 .
 \end{aligned}$$

Unternehmenswert
bei unverändertem
Entnahmestrom

Der Unternehmenswert würde also gegenüber dem Ausgangsvermögen zwangsläufig steigen, was ja auch ohne explizite Berechnung unmittelbar plausibel ist: Der zu bewertende Entnahmestrom ist völlig unverändert geblieben. Der Bewertungszeitpunkt ist jedoch eine Periode in die Zukunft verschoben worden, mithin fallen sämtliche Abzinsungseffekte schwächer aus, was bei einem nach unseren

Annahmen zwangsläufig positiven Ausgangswert VN_0^0 zu einer Barwerterhöhung führen muss.

Für den sich unter der Fiktion eines unverändert bleibenden Entnahmestroms einstellenden Periodengewinn erhält man dann ausgehend von dem letzten Term in (3.05) unmittelbar die Relation

$$(3.06) \quad g_1^0 = VV_1^0 - VN_0^0 = r \cdot VN_0^0.$$

Die durch diesen Ausdruck spezifizierte Gewinngröße wird im theoretischen Schrifttum häufig als **ökonomischer Gewinn** bezeichnet. Wie der letzte Term in Relation (3.06) unmittelbar verdeutlicht, kann der ökonomische Gewinn auch als „Verzinsung des ursprünglich eingesetzten Vermögens“ interpretiert werden. Wenn Sie sich die Daten der Beispiele 3.01 und 3.02 noch einmal anschauen, können Sie leicht erkennen, dass die durch (3.06) allgemein beschriebenen Gegebenheiten dort in der Tat erfüllt sind. Bei unverändertem Entnahmestrom würde sich dessen Barwert im ersten Jahr gerade von 30.000 auf 33.000 GE, also um 10%, erhöhen, was exakt dem verwendeten Kalkulationszinsfuß entspricht.

ökonomischer Gewinn
als Verzinsung des
eingesetzten Vermögens

Geht man nun wieder davon aus, dass das Aktionsprogramm in der Periode 1 tatsächlich geändert wird, so kann der de facto eintretende Gewinn g_1^1 dem ökonomischen Gewinn g_1^0 gegenübergestellt werden. Beschränken wir uns auf den unter den hier unterstellten Prämissen nahe liegenden Fall, dass $g_1^1 > g_1^0$ gilt, so kann die Differenz dieser beiden Größen

$$(3.07) \quad gg_1^1 = g_1^1 - g_1^0 = g_1^1 - r \cdot VN_0^0$$

auch als **Residualgewinn** bezeichnet werden. Bezieht man die in (3.07) enthaltenen Gewinngrößen in jeweils einheitlicher Weise auf das ursprünglich eingesetzte Vermögen VN_0^0 , so kann analog die **Residualrendite** durch

$$(3.08) \quad rr_1^1 = (r_1^1 - r)$$

definiert werden.

Der Verwendung derartiger Residualmaße liegt die Überlegung zugrunde, dass sich ein Gewinn in Höhe von $g_1^0 = r \cdot VN_0^0$ bzw. eine Rendite in Höhe von r schon allein aus den zu Periodenbeginn „vorprogrammierten“ Aktivitäten und insoweit ohne alles weitere unternehmerische Handeln ergeben hätten. Erst eine über die sich in dieser Weise „automatisch“ ergebende Verzinsung des Anfangsvermögens hinausgehende Vermögenssteigerung kann in dieser Sichtweise als zusätzliche

„Philosophie“ von
Residualmaßen

„Wertschöpfung“ der betrachteten Periode angesehen werden. Für die hier interessierende Frage der für das Finanzmanagement maßgeblichen Zielgrößen ist – zumindest solange wir den Prämissenkranz unseres einfachen Grundmodells nicht verlassen – die Unterscheidung zwischen dem gesamten Gewinn g_1^1 und dem Residualgewinn gg_1^1 allerdings unerheblich. Bei der Beurteilung zur Auswahl stehender Handlungsalternativen über die damit verbundenen Entnahmeströme führen beide Maßstäbe stets zu einer übereinstimmenden Beurteilung der Alternativen.

Residualmaße zur
Beurteilung der
Managementleistung

Anders könnte es sich demgegenüber in unserer Modellwelt verhalten, wenn Maßstäbe für die Qualität der durch das Unternehmensmanagement in einer Periode erbrachten Leistungen gesucht werden. Für die Suche nach solchen Maßstäben wird teilweise von der Annahme ausgegangen, dass die einfache Fortführung bereits in früheren Perioden eingeleiteter Aktivitäten keine besondere unternehmerische Leistung darstellt, sondern die spezielle Aufgabe des Managements gerade darin besteht, neue, profitable Projekte aufzuspüren und ihre Realisierung zu beginnen. Geht man davon aus, dass es zu der Fortführung der bereits eingeleiteten Aktivitäten wirklich keiner weiteren Anstrengungen des Managements bedarf, und sucht man dann Maßstäbe für die „wirkliche“ Leistung des Managements und in diesem Zusammenhang auch nach Grundlagen für Vergütungsvarianten, durch die das Management Anreize empfängt, im Eigeninteresse genau das zu tun, was zugleich auch im Sinne der Gesellschafter ist, so dürften Residualmaße der durch (3.07) bzw. (3.08) umschriebenen Art in der hier unterstellten artifiziellen Welt der Ergebnissicherheit dazu besser geeignet sein als „einfache“ Gewinn- oder Renditegrößen.

EVA als populäres
Residualmaß

Allerdings ist größte Vorsicht geboten, wenn versucht wird, diese an sehr spezielle Annahmen geknüpfte Modellerkenntnis unmittelbar in die Praxis zu übertragen. Nichtsdestoweniger hat dieses hier zunächst nur in einem modellmäßigen Kontext verdeutlichte Konzept seit einigen Jahren unter der eingängigen Bezeichnung **EVA** als Kürzel für „Economic Value Added“ auch in der Wirtschaftspraxis erhebliche Beachtung gefunden. Dabei erstaunt allerdings gelegentlich, mit welcher Unbekümmertheit, und ab und an auch mit welchem Mangel an Literaturkenntnis, versucht wird, eine unmittelbare Brücke aus der Welt theoretischer Modelle ins konkrete Wirtschaftsleben zu schlagen. Es liegt nahe, dass die Fundamente derartiger gedanklicher Brücken häufig wenig solide sind. Einen ersten Eindruck von der Problematik, geeignete Größen für die Beurteilung und Belohnung von Managern festzulegen, vermittelt Ihnen Übungsaufgabe 3.02.