

Ulrich Kloster

Kapitalkosten und Investitionsentscheidungen

**Eine finanzierungstheoretische
und empirische Untersuchung**



PETER LANG

Frankfurt am Main • Bern • New York • Paris

Inhalt

	Seite
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis.....	VIII
0. Einführung.....	1
0.1. Problemabgrenzung und -bedeutung.....	1
0.2. Aufbau der Untersuchung.....	3
1. Begründung der Notwendigkeit und Problematik der Bestimmung von Verzinsungsmaßstäben für die Beurteilung von Investitionsprojekten.....	4
1.1. Zum Stand der Investitionsrechnung aus theoretischer und praktischer Sicht.....	6
1.1.1. Zur theoretischen Eignung der betrieblichen Investitionsentscheidungskriterien für die Projektbeurteilung.....	6
1.1.2. Zur Anwendung der Investitionsentscheidungskriterien in der betrieblichen Praxis - eine Auswertung empirischer Untersuchungen.....	21
1.1.3. Zur Bedeutung von Verzinsungsmaßstäben für die Investitionsbeurteilung.....	28
1.2. Grundsätzliche Probleme bei der Bestimmung adäquater Verzinsungsmaßstäbe - Die Kalkulationszinsfußdiskussion.....	30
1.2.1. Aus den Zielvorstellungen von Investoren abzuleitende Anforderungen an den Kalkulationszinsfuß.....	31
1.2.2. Einschätzung der Eignung bestehender Konzeptionen zur Operationalisierung der Kalkulationszinsfußbestimmung.....	41

II

	Seite
1.3. Zur Relevanz von Kapitalkosten für die Investitionsprojekt - beurteilung.....	47
2. Zur Leistungsfähigkeit der Finanzwirtschaftslehre für die Ermittlung von Kapitalkosten.....	48
2.1. Forschungskonzeptionen innerhalb der Finanzwirtschafts- lehre.....	48
2.1.1. Die traditionelle Finanzwirtschaftslehre - zur empirisch- institutionellen Dimension des Kapitalkostenproblems.....	49
a. Erklärungszielsetzung des traditionellen Ansatzes.....	49
b. Funktionen und Ausprägungen der Kapitalkosten im traditionellen Ansatz.....	50
2.1.2. Der neoklassische Ansatz - zur kapital- und kapitalmarkt - theoretischen Dimension des Kapitalkostenproblems.....	52
a. Erklärungszielsetzung des neoklassischen Ansatzes.....	52
b. Funktionen und Ausprägungen der Kapitalkosten im neoklassischen Ansatz.....	55
2.1.3. Die neoinstitutionalistische Sichtweise - zur informations - ökonomisch-verfügungsrechtlichen Dimension des Kapital - kostenproblems.....	58
a. Erklärungszielsetzung der neoinstitutionalistischen Sichtweise.....	58
b. Funktionen und Ausprägungen der Kapitalkosten im neoinstitutionalistischen Ansatz.....	60
2.2. Kapitalkostendefinitionen und ihre theoretischen Grundlagen..	61
2.2.1. Definitionskonzepte zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten....	61
2.2.1.1. Eigenkapitalkosten im traditionellen Ansatz.....	63
2.2.1.2. Eigenkapitalkosten im neoklassischen Ansatz.....	66
2.2.1.2.1. Alternativvertragsätze als grundlegende Bewertungskon- zeption.....	66

III

Seite

2.2.1.2.2.	Kapitaltheoretische Kapitalkostenbestimmung: Das Dividendenwachstumsmodell.....	68
2.2.1.2.3.	Risikoadjustierte Kapitalkostenermittlung mit Hilfe des CAPM...	71
2.2.1.3.	Eigenkapitalkosten im neoinstitutionalistischen Ansatz.....	B1
2.2.1.4.	Ansätze zur Integration von weiteren Einflußfaktoren bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten.....	86
2.2.2.	Definitionskonzepte zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten..	33
2.2.2.1.	Fremdkapitalkosten im traditionellen Ansatz.....	94
2.2.2.2.	Fremdkapitalkosten im neoklassischen Ansatz.....	98
2.2.2.3.	Fremdkapitalkosten im neoinstitutionalistischen Ansatz.....	39
2.2.2.4.	Ansätze zur Integration von weiteren Einflußfaktoren bei der Bestimmung der Fremdkapitalkosten.....	102
2.2.3.	Zur Ableitung von Gesamtkapitalkosten aus den Definitionskonzepten.....	105
2.3.	Meßprobleme bei der Kapitalkostenermittlung.....	107
2.3.1.	Bei Anwendung einzelner Definitionskonzepte auftretende meßobjektbezogene Probleme.....	111
2.3.1.1.	Meßprobleme bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten.....	111
2.3.1.1.1.	Traditioneller Ansatz.....	111
2.3.1.1.2.	Neoklassischer Ansatz.....	115
	a. Alternativertragsatzkonzeption.....	115
	b. Dividendenwachstumsmodell.....	118
	c. CAPM.....	124
2.3.1.2.	Meßprobleme bei der Ermittlung der Fremdkapitalkosten.....	134
2.3.1.2.1.	Traditioneller Ansatz.....	134
	a. Langfristige Außenfinanzierung.....	134
	b. Kurz- und mittelfristige Außenfinanzierung.....	137
	c. Innenfinanzierung.....	139
	d. Finanzierungssurrogate.....	142
	e. Zwischenformen der Finanzierung.....	143
2.3.1.2.2.	Neoinstitutionalistischer Ansatz.....	145

	Seite
2.3.2. Zur Anwendung der Bewertungskonzeptionen auf einzelne Finanzierungsmaßnahmen.....	149
2.3.2.1. Die Kapitalkosten einer Aktienemission.....	149
2.3.2.2. Die Kapitalkosten des Schuldscheindarlehnens.....	162
2.3.2.3. Die Kapitalkosten von Pensionsrückstellungen.....	165
2.3.2.4. Die Kapitalkosten von Null-Kupon-Anleihen (Zero-Bonds).....	181
2.3.2.5. Zur Aussagefähigkeit der Berechnungsergebnisse.....	184
2.3.3. Verfahrensbezogene Probleme - Eine zusammenfassende Einschätzung der methodenbedingten Meßproblematik.....	185
3. Eine empirische Untersuchung zur Bedeutung von Kapital- kosten für die Beurteilung von Investitionsprojekten in deut- schen Großunternehmen.....	192
3.1. Begründung und Ziel der Untersuchung	192
3.2. Methodische Grundlagen der Untersuchung.....	194
3.2.1 Untersuchungsmethode.....	194
3.2.2. Wahl der Stichprobe.....	196
3.2.3. Aufbau und Inhalt des Fragebogens.....	196
3.2.4. Durchführung der Befragung und Reaktion der befragten Unternehmen.....	198
3.3. Ergebnisse der Untersuchung.....	201
3.3.1. Strukturdaten der befragten Unternehmen.....	201
3.3.2. Zur Praxis der Investitionsrechnung.....	203
3.3.2.1. Durchführung von Investitionsrechnungen.....	203
3.3.2.2. Bedeutung der einzelnen Investitionsrechnungsverfahren.....	204
3.3.2.3. Bedeutung der Verfahren in den einzelnen Branchen.....	206
3.3.3. Zur Praxis der Investitionsfinanzierung.....	209
3.3.3.1. Bedeutung unterschiedlicher Finanzierungsformen.....	209

	Seite
3.3.3.2. Einschätzung der Kosten der wichtigsten Finanzierungsformen.....	211
3.3.4. Zum Verhältnis von Kapitalkosten und Kalkulationszinsfuß in der Wirtschaftlichkeitsrechnung.....	218
3.3.4.1. Zum Stand der Ermittlung von Finanzierungskosten.....	218
3.3.4.1.1. Berücksichtigung der Finanzierungskosten im Rahmen der Investitionsrechnung.....	218
3.3.4.1.2. Differenzierungsgrade bei der Finanzierungskostenermittlung.....	219
3.3.4.1.3. Verfahrensweisen zur Einbeziehung von Finanzierungskosten in die Investitionsrechnung.....	220
3.3.4.2. Zur Praxis der Kalkulationszinsfußbestimmung.....	222
3.3.4.2.1. Zuständigkeiten für die Festsetzung des Kalkulationszinsfußes.....	222
3.3.4.2.2. Richtgrößen für die Bestimmung des Kalkulationszinsfußes....	223
3.3.4.2.3. Berücksichtigung weiterer Einflußgrößen im Kalkulationszinsfuß.....	227
3.3.4.2.4. Aktualisierung des Kalkulationszinsfußes.....	228
3.3.4.3. Zur Höhe der in der Praxis verwendeten Kapitalkosten- und Mindestrenditesätze.....	229
3.4. Abschließende Interpretation der Untersuchungsergebnisse.....	236
4. Zusammenfassung.....	237
Abkürzungsverzeichnis.....	243
Literaturverzeichnis.....	245
Anhang.....	263