



Josef Schosser

Bewertung ohne „Kapitalkosten“

Ein arbitrage-theoretischer
Ansatz zu Unternehmenswert,
Kapitalstruktur und persönlicher
Besteuerung



PETER LANG

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	1
1.1	Literatur	1
1.1.1	Grundlegendes	1
1.1.2	Unternehmensbewertungsliteratur	2
1.1.3	Neuere Kapitalstrukturtheorie	5
1.2	Beitrag der Arbeit	6
1.3	Methodik der Arbeit	6
1.4	Gang der Untersuchung	7
2	Theoretische Basis	9
2.1	Durch Handel in Finanztiteln zu erzeugende Zahlungsstromprozesse unter Berücksichtigung von Steuern	10
2.2	Arbitragefreiheit unter Berücksichtigung von Einkommensteuern . .	11
3	Grundmodell	15
4	Unternehmenssteuer	21
4.1	Lineare Abschreibung, definitive Verlustverrechnung	24
4.2	Lineare Abschreibung, keine Verlustverrechnung	26
4.3	Degressive Abschreibung, definitive Verlustverrechnung	28
4.4	Degressive Abschreibung, keine Verlustverrechnung	32
4.5	Eingeschränkte Verlustverrechnung und intertemporale Verlustverrechnung	34
5	Persönliche Besteuerung	37
6	Fremdkapital und Insolvenz	43
6.1	Grundsätzliche Überlegungen	43
6.2	Unternehmenssteuer, differenzierte persönliche Besteuerung, risiko- freies Fremdkapital	44
6.3	Ausfallgefährdung des Fremdkapitals: Wahl des geeigneten Insol- venzkriteriums und Konsequenzen für die Kapitalgeber	48
6.4	Unternehmenssteuer, differenzierte persönliche Besteuerung, ausfall- gefährdetes Fremdkapital	53
6.5	Unternehmenssteuer, differenzierte persönliche Besteuerung, ausfall- gefährdetes Fremdkapital, lineare Abschreibung, definitive Verlust- verrechnung	57
6.6	Unternehmenssteuer, differenzierte persönliche Besteuerung, ausfall- gefährdetes Fremdkapital, lineare Abschreibung, keine Verlustver- rechnung	61

6.7	Unternehmenssteuer mit Zinsschranke in Abhängigkeit des EBIT-DA, differenzierte persönliche Besteuerung, ausfallgefährdetes Fremdkapital, lineare Abschreibung, keine Verlustverrechnung	63
7	Optimale Verschuldung	67
7.1	Grundsätzliche Überlegungen	67
7.2	Optimale Verschuldung im Ausgangsbeispiel	67
7.3	Wirkung expliziter Insolvenzkosten auf das Finanzierungsoptimum .	70
7.4	Wirkung von Abschreibungen auf das Finanzierungsoptimum	72
8	Eine Modellerweiterung: Stochastische ausfallrisikofreie Zinssätze	75
9	Zusammenfassung	81
A	Stochastischer Diskontierungsfaktor im konsumorientierten Bewertungsmodell: Fall ohne Steuern	83
B	Stochastischer Diskontierungsfaktor im konsumorientierten Bewertungsmodell: Fall mit Steuern	89
C	Bedeutung der Modellparameter	91
D	Pseudo-Code zu den Simulationsrechnungen von Kapitel 4	95
D.1	Darstellung eines einzelnen Simulationsdurchlaufs	95
D.1.1	Erzeugen der Zufallsvariablen	95
D.1.2	Ermittlung der Ausschüttungen	95
D.1.3	Bewertung	95
D.2	Weitere Simulationsdurchläufe und Aggregation	96
E	Pseudo-Code zu den Simulationsrechnungen von Kapitel 6	97
E.1	Darstellung eines einzelnen Simulationsdurchlaufs	97
E.1.1	Erzeugen der Zufallsvariablen	97
E.1.2	Überprüfen der Liquidität	97
E.1.3	Ermittlung der bewertungsrelevanten Zahlungen	97
E.1.4	Bewertung	97
E.2	Weitere Simulationsdurchläufe und Aggregation	98
F	Unternehmenswert und explizite Insolvenzkosten	99
F.1	Normale Zinsverrechnung	99
F.2	Zinsschranke	100

G Unternehmenswert und Abschreibungshöhe	101
G.1 Normale Zinsverrechnung	101
G.2 Zinsschranke	102