

IWW-Studienprogramm

Vertiefungsstudium

Modul XIX

Jahresabschlussanalyse

von

Univ.-Prof. Dr. Michael Bitz

I. Gliederung

1 Grundlagen

- 1.1 Theoretische und begriffliche Grundlagen
 - 1.1.1 Begriff, Ziele und Träger der Jahresabschlussanalyse
 - 1.1.2 Analysebereiche und Vergleichsebenen der Jahresabschlussanalyse
- 1.2 Rahmendaten der folgenden Analyse
- 1.3 Die Strukturbilanz als Grundlage der Jahresabschlussanalyse
 - 1.3.1 Vorüberlegungen
 - 1.3.2 Ansatzkorrekturen
 - 1.3.3 Wertkorrekturen
 - 1.3.4 Aggregationen und Umgruppierungen
 - 1.3.5 Muster einer Strukturbilanz
 - 1.3.6 Anpassung der GuV an die Strukturbilanz

2 Analyse von Vermögens- und Kapitalstruktur

- 2.1 Grundlagen
- 2.2 Vermögensstrukturanalyse
 - 2.2.1 Intensitäts-Kennzahlen
 - 2.2.2 Umschlagskoeffizienten und verwandte Kennzahlen
- 2.3 Kapitalstrukturanalyse

3 Liquiditäts- und Cash-Flow-Analysen

- 3.1 Traditionelle Liquiditäts- und Deckungskennzahlen
- 3.2 Approximation des Innenfinanzierungsvolumens
 - 3.2.1 Finanzierungstheoretische Grundlagen
 - 3.2.2 Allgemeine Kategorien zur Herleitung des Cash Flow aus dem Jahresüberschuss
 - 3.2.3 Basisdefinition zur Herleitung des Cash Flow aus dem Jahresüberschuss
 - 3.2.4 Erweiterungen der Basisdefinition des Cash Flow
 - 3.2.5 Alternative Cash-Flow-Definitionen
- 3.3 Cash-Flow-Analysen
 - 3.3.1 Der Cash Flow als absoluter Wert
 - 3.3.2 Einbeziehung von Cash-Flow-Größen in umfassendere Zahlungsstromrechnungen
 - 3.3.2.1 Mittelherkunft und -verwendung
 - 3.3.2.2 Kapitalflussrechnungen nach DRS 2 und IAS 7
 - 3.3.3 Cash-Flow-Kennzahlen

4 Erfolgsanalyse

- 4.1 Problemstellung
- 4.2 Erfolgsbereinigung

- 4.2.1 Ausgangsgrößen der Erfolgsbereinigung
- 4.2.2 Elementare Bereinigungsgrößen
- 4.2.3 EBIT, EBITDA und andere kombinierte Bereinigungen
- 4.3 Erfolgsspaltung
- 4.4 Analyse der Aufwands- und Ertragsstruktur
- 4.5 Rentabilitätsanalyse
 - 4.5.1 Die Eigenkapitalrentabilität und verwandte Kennzahlen
 - 4.5.2 Die Gesamrentabilität
 - 4.5.3 ROCE und ROI
 - 4.5.4 Die Umsatzrentabilität
- 4.6 Kennzahlensysteme
- 5 Statistische Insolvenzprognose**
 - 5.1 Problemstellung und Grundkonzept
 - 5.2 Die multivariate Diskriminanzanalyse

II. Lehrziele

Nach dem Studium des Kapitels 1 sollten Sie in der Lage sein,

- die verschiedenen Analysebereiche der Jahresabschlussanalyse und ihre Ziele darzustellen,
- die unterschiedlichen Vergleichsebenen der Jahresabschlussanalyse zu erläutern,
- aus einer vorgegebenen Bilanz eine Strukturbilanz abzuleiten und die entsprechenden Korrekturen der GuV vorzunehmen.

Nach dem Studium des Kapitels 2 sollten Sie in der Lage sein,

- die Intensitätskennzahlen zu definieren und zu berechnen,
- die gängige Interpretation der Intensitätskennzahlen wiederzugeben und kritisch zu hinterfragen,
- den Umschlagskoeffizienten und verwandte Kennzahlen zu definieren, zu berechnen und zu interpretieren,
- die gängigsten Kapitalstrukturkennzahlen zu definieren, zu berechnen und in Zusammenhang mit dem Kapitalstrukturrisiko zu interpretieren.

Nach dem Studium des Kapitels 3 sollten Sie in der Lage sein,

- die traditionellen Liquiditäts- und Deckungskennzahlen zu erklären und zu berechnen,
- die Unterschiede zwischen dem Innenfinanzierungsvolumen als Saldo von Zahlungsgrößen und dem aus dem Jahresüberschuss indirekt hergeleiteten Cash-Flow als Indikator für diesen Saldo zu erklären und die Existenz beider Arten der Berechnung zu begründen,
- den Cash-Flow nach unterschiedlichen Definitionen zu berechnen und zu erläutern,
- eine Kapitalflussrechnung aus einem Jahresabschluss abzuleiten,
- verschiedene Cash-Flow-Kennzahlen darzustellen, zu berechnen und zu interpretieren.

Nach dem Studium des Kapitels 4 sollten Sie in der Lage sein,

- das Ziel der Erfolgsanalyse und ihre Teilbereiche darzustellen,
- das Ziel der Erfolgsspaltung und ihr Grundschema darzustellen,
- die wichtigsten Kennzahlen der Aufwands- und Ertragsstruktur zu definieren und zu berechnen,
- verschiedene Rentabilitätskennzahlen zu definieren, zu berechnen und zu interpretieren,
- die Methodik und Zielsetzung von Kennzahlensystemen darzustellen.

Nach dem Studium des Kapitels 5 sollten Sie in der Lage sein, das Grundkonzept der Ansätze zur statistisch fundierten Insolvenzprognose auf der Basis von jahresabschlussanalytischen Kennzahlen in seinen Grundzügen darzustellen.

III. Leseprobe (aus den Abschnitten 3.1 und 3.2)

•
•
•

Als Resümee kommt man also zu dem in der Finanzierungstheorie eigentlich nicht mehr bestrittenen Ergebnis, dass die Einhaltung bilanzorientierter Finanzierungsregeln der durch (3.6) bis (3.8') verdeutlichten Art konzeptionell gesehen für die Aufrechterhaltung der Liquidität eines Unternehmens weder hinreichend noch notwendig ist.

Es wäre allerdings auch verfehlt, den Liquiditäts- und Deckungsrelationen wegen dieses deutlichen Mangels an theoretischer Fundierung jegliche Relevanz abzusprechen. Soweit sich nämlich Kreditgeber, insbesondere Banken, bei der Kreditwürdigkeitsanalyse an derartigen Relationen orientieren, kommen die Unternehmen kaum umhin, die eigene Finanz- und Bilanzpolitik auf die Einhaltung dieser Regeln auszurichten, wenn die eigene Kreditwürdigkeit im Urteil der Banken nicht gefährdet werden soll. Die Verletzung einer solchen Norm signalisiert dem externen Analytiker dann in der Tat, dass auf das betrachtete Unternehmen ernsthafte finanzielle Probleme zukommen können. Unabhängig davon lassen sich auch aus der zeitlichen Veränderung der entsprechenden Kennzahlen gewisse Einblicke in die finanzielle Entwicklung des betrachteten Unternehmens gewinnen. Insbesondere eine sprunghafte Verminderung des Wertes einer oder gar mehrerer Kennzahlen sollte Anlass zu einer genaueren Ursachenanalyse geben.

Abschließend seien noch zwei als absolute Größen definierte Finanzkennzahlen erwähnt, die zum Teil in andere Relationen einbezogen werden. So bezeichnet man die Differenz zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigem Fremdkapital als **Working Capital** (W) und die Differenz zwischen dem gesamten Fremdkapital und dem monetären Umlaufvermögen als **Effektivverschuldung** (EV), also:

$$(3.9) \quad W = UV - KFK \quad \text{und}$$

$$(3.10) \quad EV = FK - LIM - MUV .$$

Während das Working Capital im Schrifttum ziemlich einheitlich gem. (3.9) definiert wird, finden sich hinsichtlich der Bestimmung der Effektivverschuldung zahlreiche im Detail unterschiedliche Varianten. So werden einerseits die Rückstellungen bei der Berechnung von FK teils gar nicht, teils nur in Höhe der Pensionsrückstellungen einbezogen; andererseits wird FK gelegentlich auch um gewisse im Anhang oder „unter dem Strich“ vermerkte Positionen ergänzt. Schließlich kürzen einzelne Analytiker das monetäre Umlaufvermögen um nicht kurzfristige Bestandteile, soweit diese ersichtlich sind.

Beiden Kennzahlen liegen verwandte Vorstellungen zugrunde:

- Dem Working Capital die Idee, bei planmäßiger „Freisetzung“ werde ein Teil des Umlaufvermögens zur Abdeckung der kurzfristigen Verbindlichkeiten benötigt, während die darüber hinaus zu erwartenden Einzahlungen, eben das Working Capital, im Unternehmen „arbeiten“ können.
- Bei der Ermittlung von EV geht man demgegenüber davon aus, ein Teil der Verbindlichkeiten könne bei Bedarf kurzfristig aus der Verwertung bestimmter Teile des UV getilgt werden, die danach noch verbleibende Schuldensumme hingegen, eben die Effektivverschuldung, müsse durch Einzahlungen aus dem weiteren Unternehmensprozess abgedeckt werden.

Die Problematik dieser vereinfachenden Sichtweisen ist im Zusammenhang mit den Liquiditätskennzahlen schon deutlich geworden.

Übungsaufgabe 3.01:

Gehen Sie von den Werten unseres Beispiels (vgl. Klapptafel im Anhang) aus und berechnen Sie auf der Basis der Strukturbilanz

- die Liquidität 1., 2. und 3. Grades
- die Deckungsgrade D_1 und D_2
- das Working Capital und die Effektivverschuldung

jeweils für das abgeschlossene Geschäftsjahr und das Vorjahr! Interpretieren Sie die von Ihnen gewonnenen Kennzahlen!

3.2 Approximation des Innenfinanzierungsvolumens

3.2.1 Finanzierungstheoretische Grundlagen

Angesichts der in Abschnitt 3.1 verdeutlichten Schwächen traditioneller Liquiditäts- und Deckungskennzahlen erscheint die Suche nach alternativen Möglichkeiten, Aufschluss über die künftige Zahlungsfähigkeit eines Unternehmens zu erhalten, angezeigt. Um die darauf ausgerichteten jahresabschlussanalytischen Ansätze fundiert einordnen zu können, ist es er-

forderlich, sich zunächst mit den einschlägigen finanzierungstheoretischen Grundlagen vertraut zu machen.

Der Ausdruck „Finanzierung“ wird in Theorie und Praxis in unterschiedlicher Bedeutung benutzt. Zum einen werden damit bestimmte *Aktivitäten* bezeichnet. Dies ist etwa bei der Aussage „Kreditaufnahme stellt eine Form der Finanzierung dar“ der Fall. Zum anderen werden aber auch die aus Finanzierungsmaßnahmen resultierenden *quantitativen Ergebnisse* als „Finanzierung“ bezeichnet. Dies ist etwa bei der Aussage „die Fremdfinanzierung im letzten Jahr betrug 24 Mio. Euro“ der Fall. Über diese grundlegende Doppeldeutigkeit hinaus wird der Umgang mit dem Begriff „Finanzierung“ weiter dadurch erschwert, dass über dessen genauen Inhalt weder als Bezeichnung für bestimmte Aktivitäten noch als Bezeichnung für den daraus resultierenden quantitativen Niederschlag Einigkeit herrscht.

-
-
-

Die soeben „en passant“ eingeführte Unterscheidung zwischen Außen- und Innenfinanzierung bedarf noch einer Präzisierung:

Als **Außenfinanzierung** bezeichnet man den Gesamtbetrag an Zahlungsmitteln, der dem Unternehmen innerhalb der betrachteten Periode durch gesonderte Finanztransaktionen zugeflossen ist oder – in vorausschauender Betrachtung – planmäßig zufließen wird. Dies kann etwa die Folge eines Kreditvertrages, der Aufnahme eines neuen Gesellschafters oder der Emission von Anleihen oder Aktien sein.

Als **Innenfinanzierung im engeren Sinne** bezeichnet man demgegenüber den Überschuss

- des Zahlungsmittelstroms, der dem Unternehmen innerhalb der Betrachtungsperiode aus Umsatzerlösen und sonstigen regelmäßigen Einzahlungsquellen zugeflossen ist (oder planmäßig zufließen wird), über
- den mit dem Betriebsprozess verbundenen Strom an laufenden Auszahlungen für Löhne, Fremdleistungen, Werkstoffe, Zinsen, Steuern und sonstige laufende Zahlungsbelastungen.

Wenn für diese Saldogroße in der Regel stillschweigend ein positives Vorzeichen unterstellt wird, so impliziert dies die Annahme, dass sich der laufende Betriebsprozess finanziell „selbst trägt“, also zu einem Einzahlungsüberschuss führt. Dass dies keineswegs zwingend in jeder Periode so sein muss, bedarf keiner näheren Begründung. Wir werden darauf gleich noch kurz zurückkommen.

Ergänzt man den als Innenfinanzierung im engeren Sinne bezeichneten Saldo um den Einzahlungsstrom aus singulären Transaktionen, wie dem Verkauf von Anlagegegenständen oder Rückzahlungen von Finanzanlagen, so sei der entsprechend erweiterte Saldo als **Innenfinanzierung im weiteren Sinne** bezeichnet.

Eine weitere Begriffsdifferenzierung ergibt sich schließlich, wenn auch noch die Möglichkeit in Betracht gezogen wird, den nach der engeren oder weiteren Formel ermittelten Innenfinanzierungssaldo um die in der Untersuchungs- bzw. Planperiode geleisteten oder geplanten Ausschüttungen zu reduzieren. Die sich so ergebende Größe könnte dann als „Innenfinanzierung nach Ausschüttungen“ bezeichnet werden. Für die folgenden Ausführungen wollen wir allerdings die Konvention treffen, dass sich der ohne einen entsprechenden Zusatz verwendete Begriff „Innenfinanzierung“ stets auf einen Zahlungssaldo *vor* Abzug von Ausschüttungen beziehen soll.

Neben Innen- und Außenfinanzierung besteht die dritte Finanzierungsquelle in der Möglichkeit, auf bereits in früheren Perioden gebildete **Liquiditätsreserven** zurückzugreifen. Aus pragmatischen Gründen sollen darunter die auf der Aktivseite der Bilanz gem. § 266 Abs. 2 HGB unter B III und IV ausgewiesenen Wertpapiere des Umlaufvermögens, Bankguthaben und sonstigen liquiden Mittel verstanden werden.

Die Summe aus Innen- und Außenfinanzierung sowie einem etwaigen Anfangsbestand an Liquiditätsreserven gibt darüber Auskunft, in welchem Ausmaß dem Unternehmen in dem Betrachtungszeitraum Zahlungsmittel zur Finanzierung von Investitionen, zur Tilgung von Verbindlichkeiten und zu Ausschüttungen an die Anteilseigner sowie ggf. zur Aufrechterhaltung oder sogar Neubildung von Liquiditätsreserven zur Verfügung gestanden haben oder – in prospektiver Sichtweise – zur Verfügung stehen werden. Der Betrag der Außenfinanzierung gibt dabei den Teil des Zahlungsmittelzuflusses an, der aus gesonderten Transaktionen auf dem Finanzmarkt resultiert, der Betrag der Innenfinanzierung hingegen den in der betrachteten Periode „aus eigener Kraft“, d.h. ohne Rückgriff auf gesonderte Finanztransaktionen oder vorhandene Liquiditätsreserven, erwirtschafteten Einzahlungsüberschuss. Errechnet sich für die Innenfinanzierung ein negativer Betrag, so signalisiert das entsprechende „Innendefizit“, dass sich der laufende Betriebsprozess auch unter Einbeziehung etwaiger Liquidationserlöse finanziell nicht „selbst getragen“ und einen Finanzierungsbeitrag erbracht hat, sondern im Gegenteil einen weiteren Finanzbedarf erzeugt hat, der zusätzlich durch vorhandene Liquiditätsreserven oder durch Außenfinanzierung gedeckt werden muss.

-
-
-

Dieser Sprachgebrauch macht eine Anmerkung zur Terminologie notwendig. Die Bezeichnung Cash Flow wird nämlich allgemein in unterschiedlichen Bedeutungen verwendet, wobei zumindest die folgenden drei unterschieden werden können.

- In bestimmten Zusammenhängen, etwa bei der Betrachtung investitionstheoretischer Fragestellungen, wird der Terminus „Cash Flow“ ganz allgemein als Bezeichnung für Zahlungsgrößen der unterschiedlichsten Art verwendet. Wenn etwa ein amerikanisches Unternehmen als Teil seines Jahresabschlusses ein „cash flow statement“ vorlegt, so ist damit keineswegs eine Angabe zum „Cash Flows“ als Indikator für das Innenfinanzierungsvolumen gemeint, sondern eine nach verschiedenen Bereichen gegliederte Zusammenstellung *sämtlicher* Zahlungsbewegungen des abgelaufenen Geschäftsjahres, also etwa eine Aufstellung nach Art von Abbildung 3.05.
- In anderen Zusammenhängen, insbesondere bei der Betrachtung von Problemen des Finanzmanagements, wird „Cash Flow“ als Bezeichnung für den aus der laufenden betrieblichen Tätigkeit resultierenden Zahlungssaldo verwendet, also letztlich als Bezeichnung für das Innenfinanzierungsvolumen.
- Im Zusammenhang mit jahresabschlussanalytischen Fragestellungen schließlich ist es – speziell im deutschsprachigen Schrifttum – üblich geworden, „Cash Flow“ als Bezeichnung für ein aus Jahresabschlussangaben abgeleitetes rechnerisches Konstrukt zu verwenden, das als *Indikator* für das Innenfinanzierungsvolumen in dem gerade schon angesprochenen Sinn angesehen werden kann.¹⁾

Hier wollen wir dem zuletzt dargestellten Sprachgebrauch folgen, also den eigentlich gesuchten Zahlungssaldo als „Innenfinanzierungsvolumen“ bezeichnen und „Cash Flow“ als Bezeichnung für den aus Jahresabschlussdaten abgeleiteten Indikator für diesen Saldo verwenden.

Die folgenden Abschnitte 3.2.2 bis 3.2.5 sind dem Problem gewidmet, einen solchen Indikator aus einem nach den „einfachen“ HGB-Vorschriften erstellten Jahresabschluss abzuleiten:

- In Abschnitt 3.2.2 werden die dazu notwendigen konzeptionellen Grundüberlegungen dargestellt. Dazu werden die Anforderungen verdeutlicht, die ein Rechensystem erfüllen müsste, mit dessen Hilfe das gesuchte Innen-

¹ Cash-Flow-Größen der im Folgenden darzustellenden Art werden im Schrifttum allerdings gelegentlich zur Approximation anderer Größen als des Innenfinanzierungsvolumens herangezogen. Insbesondere werden solche Größen als Erfolgsindikatoren interpretiert. Man will hiermit gewisse bewertungsbedingte Aussageschwächen des Jahresüberschusses beheben. Wie unten im Abschnitt 4.2.4.2 näher begründet, halten wir diese Interpretationsweise allerdings nicht für sachgerecht. Vgl. schon CHMIELEWICZ (1976) S. 195-199.

finanzierungsvolumen mit Hilfe von Jahresabschlussgrößen bestimmt werden kann.

- Darauf aufbauend wird im Abschnitt 3.2.3 ein Rechenschema entwickelt, das es im praktischen Anwendungsfall erlaubt, eine entsprechende Cash-Flow-Größe aus konkreten Jahresabschlussdaten herzuleiten.
- In Abschnitt 3.2.4 werden dann einige Überlegungen zur Erweiterung dieses Schemas vorgetragen.
- Schließlich erfolgt in Abschnitt 3.2.5 ein Vergleich mit verschiedenen in der Praxis anzutreffenden Cash-Flow-Formeln.

3.2.2 Allgemeine Kategorien zur Herleitung des Cash Flow aus dem Jahresüberschuss

3.2.2.1 Vorüberlegungen

Für den Versuch, das Innenfinanzierungsvolumen eines Unternehmens mit Hilfe von Jahresabschlussangaben zumindest näherungsweise abzuschätzen, bieten sich im Einzelnen verschiedene Ansatzpunkte. Wir wollen hier der in Theorie und Praxis am weitesten verbreiteten Methode folgen, den Jahresüberschuss, also den Saldo aller Erträge und Aufwendungen der abgelaufenen Periode,¹⁾ als Ausgangspunkt zu wählen. Zur sprachlichen Vereinfachung wollen wir Erträge und Aufwendungen im Folgenden gelegentlich unter dem Oberbegriff „Erfolge“ zusammenfassen; Erträge erscheinen dabei als positive, Aufwendungen als negative Erfolge.

In diesem Zusammenhang ist es zunächst zweckmäßig, sich zwei grundsätzlich schon bekannte Abschichtungen noch einmal in Erinnerung zu rufen, wie sie durch die Abb. 3.06 und Abb. 3.07 graphisch verdeutlicht werden:

1 Der Einfachheit halber bezeichnen wir im Folgenden diesen Saldo ungeachtet seines Vorzeichens stets als *Jahresüberschuss*. Ein etwaiger Jahresfehlbetrag schlägt sich in dieser Darstellungsweise als negativer Jahresüberschuss nieder. Die nachfolgenden Ausführungen sind allerdings völlig unabhängig von Vorzeichen und Höhe des Jahresüberschusses.

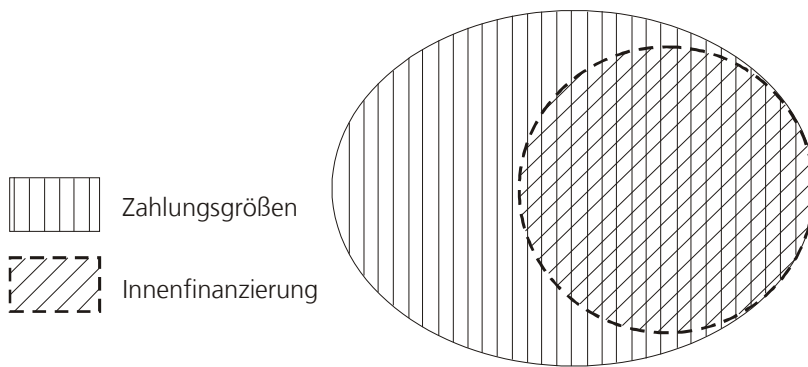


Abb. 3.06: Vorgänge der Innenfinanzierung als echte Teilmenge aller zahlungswirksamen Vorgänge

Nach unserer Definition bilden die der Innenfinanzierung zuzurechnenden „laufenden“ Ein- und Auszahlungen (diagonal gestreifte Fläche in Abb. 3.06) eine echte Teilmenge der Gesamtheit *aller* bei einem Unternehmen üblicherweise auftretenden Zahlungsvorgänge (senkrecht gestreifte Fläche in Abb. 3.06). Es gibt somit auch noch nicht der Innenfinanzierung zugeordnete Einzahlungen, insbesondere aus der Außenfinanzierung, und Auszahlungen, insbesondere für Investitionen, Tilgungen und Ausschüttungen („Mittelverwendung“).

-
-
-