

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort.....	V
Vorwort.....	VII
Inhaltsverzeichnis.....	IX
Abbildungsverzeichnis.....	XIX
Abkürzungsverzeichnis.....	XXVII

1. Vom Shareholder Value-Ansatz zum unternehmenswertorientierten Controlling

1.1.	Entwicklung und State of the Art der Shareholder Value-Idee	1
1.2.	Zum Begriff des Shareholder Value.....	2
1.3.	Ziele und Aufbau des Buches.....	3

2. Der Shareholder Value - ein neues Management-Paradigma ?

2.1.	Die Mergers & Acquisitions-Welle als Wegbereiter des Shareholder Value-Ansatzes	5
2.1.1.	Methodische Probleme der Bewertung von Akquisitionen	6
2.1.1.1.	Wunsch nach quantitativer Unterstützung der Akquisitionentscheidung	7
2.1.1.2.	Einbezug der Liquiditätssituation in die Unternehmensbewertung	8
2.1.2.	Wertlücken als Basis des Shareholder Value-Ansatzes	8
2.1.2.1.	Aufdeckung von Wertlücken	8
2.1.2.2.	Ursachen von Wertlücken.....	10
2.1.2.2.1.	Unrealistische potentielle Unternehmenswerte.....	11
2.1.2.2.2.	Suboptimale Entscheidungen des Managements	16

2.1.2.2.2.1.	Empirische Untersuchungen zur "Suboptimalität" von Management-Entscheidungen.....	16
2.1.2.2.2.2.	Mögliche Ursachen der "Performance"-Schwäche.....	19
2.1.2.2.3.	Unzureichendes Informationsangebot am Markt.....	26
2.1.2.2.3.1.	Die Informationswünsche der Eigentümer.....	27
2.1.2.2.3.2.	Das Informationsangebot der Unternehmen.....	28
2.1.2.2.4.	Mangelnde Informationsverarbeitung am Markt.....	30
2.1.3.	Die Entstehung eines Markt für Unternehmenskontrolle.....	33
2.1.4.	Die Übernahmewelle als Motor des Shareholder-Value-Ansatzes.....	41
2.2.	Die Informationsasymmetrien als Erklärungsansatz für die Notwendigkeit des Shareholder Value-Ansatzes.....	41
2.2.1.	Die Beziehung von Management und Eigentümer.....	42
2.2.2.	Grundtypen asymmetrischer Informationsverteilung.....	44
2.2.2.1.	Das Problem der Qualitätsunsicherheit.....	44
2.2.2.2.	Das Problem des Holdup.....	46
2.2.2.3.	Das Problem der Hidden Information.....	47
2.2.2.4.	Das Problem der Hidden Action.....	47
2.2.3.	Agency-Kosten und Wertsteigerungsmanagement.....	49
2.3.	Kritik an "traditionellen" Steuerungsgrößen der Unternehmensführung.....	50
2.3.1.	Mangelnde Korrelation zwischen jahresabschlußorientierten Kennzahlen und der Wertentwicklung am Kapitalmarkt.....	50
2.3.2.	Unterschiedliche Ermittlung gewinnorientierter Größen aufgrund gesetzlicher Spielräume im externen Rechnungswesen.....	54
2.3.3.	Mangelnde Berücksichtigung von Risiken.....	55
2.3.4.	Mangelnde Berücksichtigung des Zeitwertes des Geldes und des Vermögens (Inflation).....	55
2.3.5.	Verzerrung von Erfolgskennzahlen aufgrund der Altersstruktur des Anlagevermögens.....	56
2.3.6.	Verzerrung von Erfolgskennzahlen durch Leasing und Goodwill-Ausweis.....	56
2.3.7.	Keine Würdigung von Unterschieden in der Finanzierungsstruktur (Leverage-Effekt).....	57

2.3.8.	Keine Abbildung des Kapitalbedarfs zur Finanzierung zukünftigen Wachstums.....	57
2.3.9.	Vernachlässigung ökonomischer Wirkungen nach dem Betrachtungszeitraum.....	58
2.3.10.	Vergangenheitsorientierung.....	58
2.3.11.	Auswirkungen der Kritik an „traditionellen“ Steuerungsgrößen.....	59
2.4.	Zunehmende Bedeutung institutioneller und ausländischer Anleger.....	59
2.5.	Weiterentwicklung des strategisches Managements.....	61
2.6.	Der Shareholder Value-Ansatz als Grundlage für ein strategisches Anreizsystem.....	62
2.7.	Zur Notwendigkeit einer unternehmenswertorientierten Unternehmenssteuerung.....	64
2.8.	Konzeption eines unternehmenswertorientierten Controlling-Systems.....	65
2.8.1.	Controlling als Ansatz zur Unternehmenssteuerung.....	66
2.8.2.	Das Controllingsystem.....	68
2.8.3.	Einbettung des Unternehmenswertes in das Controllingsystem.....	70

3. Ermittlung des Unternehmenswertes

3.1.	Konzepte zur Ermittlung des Unternehmenswertes.....	73
3.2.	Ermittlung des Entscheidungswertes.....	76
3.2.1.	Entscheidungsalternativen der Eigentümer.....	76
3.2.2.	Zukunftserfolgswert.....	78
3.2.2.1.	Varianten von Zukunftserfolgswerten.....	78
3.2.2.2.	Bewertung der möglichen Zukunftserfolgswerte.....	81

3.2.2.2.1.	Bewertung der einzahlungsorientierten Sicht des Eigentümers.....	81
3.2.2.2.2.	Bewertung der rein ausschüttungsorientierten Sicht des Eigentümers	81
3.2.2.2.3.	Bewertung der zahlungsorientierten Sicht des Unternehmens	82
3.2.2.2.4.	Bewertung der Cash Flow-orientierten Sicht des Unternehmens	82
3.2.2.2.5.	Bewertung der gewinnorientierten Sicht des Unternehmens.....	84
3.2.2.2.6.	Mögliche Zukunftserfolgswerte und das Lücke-Theorem.....	86
3.2.2.3.	Geeignete Ansätze zur Ermittlung des Zukunftserfolgswertes.....	88
3.2.3.	Liquidationswert	89
3.2.4.	Der Einfluß des Substanzwertes auf den Entscheidungswert	99
3.2.5.	Marktorientierte Unternehmensbewertung	91
3.2.5.1.	Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung.....	92
3.2.5.2.	Marktorientierte Vergleichswerte	93
3.2.6.	Der Shareholder Value-Ansatz	95
3.3.	Ermittlung des Shareholder Value.....	97
3.3.1.	Zerlegung des Unternehmens in dezentrale Einheiten.....	97
3.3.2.	Wertbeitrag der Zentrale	102
3.3.3.	Eigenkapital- versus Gesamtkapitalansatz.....	104
3.3.4.	Der Wertbeitrag einer einzelnen Geschäftseinheit.....	109
3.3.4.1.	Planungshorizont.....	109
3.3.4.2.	Ermittlung der Freien Cash Flows	112
3.3.4.2.1.	Ermittlung der Freien Cash Flows für den Planungszeitraum	112
3.3.4.2.1.1.	Definitionen des Freien Cash Flows im Schrifttum.....	112
3.3.4.2.1.2.	Konzeptionelle Einordnung des Freien Cash Flows	118
3.3.4.2.1.3.	Die Bedeutung von Steuern und Zinsen bei der Ermittlung des Freien Cash Flow	128
3.3.4.2.1.4.	Rechnerische Ermittlung des Freien Cash Flow	137
3.3.4.2.1.5.	Prognose des Freien Cash Flow	143
3.3.4.2.2.	Ermittlung der Freien Cash Flows für den Anpassungszeitraum	147
3.3.4.2.3.	Ermittlung des Restwertes	154
3.3.4.3.	Ermittlung des Diskontierungszinsfußes	160
3.3.4.3.1.	Aufgaben des Diskontierungszinsfußes	160

3.3.4.3.2.	Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten.....	161
3.3.4.3.2.1.	Kapitalkosten der Beteiligungsfinanzierung.....	161
3.3.4.3.2.1.1.	Das Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	163
3.3.4.3.2.1.2.	Die Arbitrage Pricing Theory (APT).....	170
3.3.4.3.2.1.3.	Plausibilitätstest zu den Kosten der Beteiligungsfinanzierung.....	172
3.3.4.3.2.1.4.	Praktische Umsetzung des CAPM im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes.....	176
3.3.4.3.2.1.4.1.	Datengewinnung.....	176
3.3.4.3.2.1.4.2.	Anwendung des CAPM bei nicht-börsennotierten Bewertungsobjekten.....	180
3.3.4.3.2.2.	Kapitalkosten der Selbstfinanzierung.....	187
3.3.4.3.2.3.	Kapitalkosten der Finanzierung aus Rückstellungen.....	188
3.3.4.3.2.4.	Kapitalkosten der Kreditfinanzierung.....	190
3.3.4.3.3.	Errechnung der gewichteten Kapitalkosten mit Steuern.....	191
3.3.5.	Marktwert des Fremdkapitals.....	198
3.3.6.	Die Shareholder Value-Formel.....	200

4. Ausgestaltung des unternehmenswertorientierten Controlling

4.1.	Auswirkungen der Zielgröße „Shareholder Value“ auf das Controlling.....	203
4.2.	Operative Elemente des unternehmenswertorientierten Controlling.....	205
4.2.1.	Ansatzpunkte eines operativen unternehmenswertorientierten Controlling.....	205
4.2.2.	Erfolgskennzahlen zur Beurteilung von Unternehmen und zur Steuerung dezentraler Einheiten.....	209
4.2.2.1.	„Traditionelle“ Erfolgskennzahlen zur Unternehmenssteuerung.....	210
4.2.2.2.	Der Cash Flow Return on Investment (CFROI).....	213
4.2.2.3.	Unternehmenswertorientierte Erfolgskennzahlen auf Basis der Marktwert/Buchwert-Ansätze.....	221
4.2.2.3.1.	Marktwert/Buchwert-Ansätze bei vollkommenen Kapitalmarkt.....	222

4.2.2.3.1.1.	Aufwands- und ertragsorientierte Ansätze (Equity-Spread).....	222
4.2.2.3.1.1.1.	Das Modell mit konstantem, zeitlich unbegrenztem Wachstum (Gordon-Modell).....	223
4.2.2.3.1.1.2.	Das Modell mit konstantem, zeitlich begrenztem Wachstum.....	226
4.2.2.3.1.1.3.	Das Marktwert/Buchwert-RoE-Modell nach Wilcox	229
4.2.2.3.1.1.4.	Kritische Beurteilung der aufwands- und ertragsorientierten Ansätze (Equity Spread-Ansätze)	231
4.2.2.3.1.2.	Finanzwirtschaftliche Ansätze	233
4.2.2.3.1.2.1.	Der Ansatz des Economic Value Added (EVA).....	233
4.2.2.3.1.2.2.	Der Ansatz des Tobin's Q.....	238
4.2.2.3.1.2.3.	Finanzwirtschaftliches Marktwertmodell nach Stern/Rappaport und Value RoI	241
4.2.2.3.1.2.4.	Kritische Beurteilung der finanzwirtschaftlichen Ansätze	243
4.2.2.3.2.	Marktwert/Buchwert-Ansätze bei unvollkommenem Kapitalmarkt.....	244
4.2.2.3.2.1.	Ableitung des Marktwert/Buchwert-Verhältnisses und verwandter Kennzahlen aus dem Shareholder Value-Ansatz	244
4.2.2.3.2.2.	Der Börsenwert als Vergleichsmaßstab interner Rechnungen.....	250
4.2.2.3.3.	Empirische Ergebnisse zu Marktwert/Buchwert-Ansätzen	254
4.2.2.4.	Der Par Return on Investment (Par RoI) aus der PIMS-Studie	257
4.2.2.5.	Beurteilung der verschiedenen unternehmenswertorientierten Erfolgskennzahlen.....	260
4.2.3.	Unternehmenswertorientierte Kennzahlensysteme	264
4.2.3.1.	Das Shareholder Value-Netzwerk.....	264
4.2.3.2.	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem.....	267
4.2.3.2.1.	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem auf Gesamtunternehmensebene.....	269
4.2.3.2.2.	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem auf der Ebene der Geschäftseinheiten	270
4.2.3.2.3.	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem auf der Ebene eines einzelnen Jahres.....	272
4.2.3.2.4.	Würdigung des vorgeschlagenen Kennzahlensystems	278
4.2.4.	Unternehmenswertorientierte Ergebnisrechnung.....	278
4.2.4.1.	Kurzfristige Free Cash Flow-Rechnung	279
4.2.4.2.	Modifizierte Kapitalflußrechnung.....	284
4.2.4.3.	Langfristige Ergebnisrechnung.....	285

4.2.4.3.1.	Langfristige Produkt- bzw. Projektrechnung	287
4.2.4.3.2.	Langfristige Unternehmensergebnisrechnung	291
4.2.5.	Unternehmenswertorientierte Kontrolle und Abweichungsanalyse.....	295
4.2.5.1.	Zerlegung des Wertbeitrages in Wertgeneratoren.....	296
4.2.5.2.	Planung der Freien Cash Flows	297
4.2.5.3.	Erfassung der Ist-Werte und Korrektur der Planung.....	297
4.2.5.4.	Analyse der Wertabweichungen	301
4.2.5.4.1.	Alternative Abweichungsverrechnung.....	303
4.2.5.4.2.	Kumulative Abweichungsverrechnung.....	307
4.2.5.5.	Interpretation der Wertabweichung	310
4.2.6.	Unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse	313
4.2.6.1.	Unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse bei Null- Wachstum	313
4.2.6.2.	Unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse bei Wachstum und Ein-Perioden-Betrachtung.....	317
4.2.6.3.	Unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse bei Wachstum und Mehr-Perioden-Betrachtung.....	319
4.2.7.	Berücksichtigung von Risiken bei Shareholder Value-Rechnungen	323
4.2.7.1.	Risikozuschlag im Diskontierungszinß	323
4.2.7.2.	Risikoabschlag bei den Freien Cash Flows	323
4.2.7.3.	Sensitivitätsanalysen	325
4.2.7.4.	Worst-case/Best-case-Analysen.....	327
4.2.7.5.	Monte Carlo-Simulationen.....	329
4.2.8.	Unterstützung des unternehmenswertorientierten Controlling durch „traditionelle“ Controlling-Instrumente.....	331
4.2.9.	Modifikationen der „traditionellen“ Kosten- und Leistungsrechnung und „traditionellen“ Finanzrechnung.....	334
4.3.	Strategische Elemente des unternehmenswertorientierten Controlling.....	336
4.3.1.	Ansatzpunkte eines strategischen unternehmenswertorientierten Controlling	336
4.3.2.	Strategisches unternehmenswertorientiertes Controlling für Unternehmensstrategien.....	341
4.3.2.1.	Unternehmenswertorientiertes Portfolio-Management.....	341

4.3.2.1.1.	Das Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio.....	342
4.3.2.1.2.	Werttreiberorientierte Matrix-Darstellungen	348
4.3.2.1.2.1.	Portfolio Profitability Matrix	348
4.3.2.1.2.2.	Unternehmenswertorientierte Modifikation des Ronagraphen	356
4.3.2.1.2.3.	Value Curve	357
4.3.2.1.2.4.	Wertbeitragsportfolio nach BCG	360
4.3.2.1.2.5.	Index of Value Creation Potential.....	362
4.3.2.1.3.	Unternehmenswertorientierte Performance-Matrizen.....	363
4.3.2.1.3.1.	Performance-„Portfolio“ nach PIMS	364
4.3.2.1.3.2.	Value Creation Matrix	366
4.3.2.1.3.3.	Planwert-Portfolio nach BCG	368
4.3.2.1.3.4.	Werterzeugungs-/Cash Flow-Portfolio nach Höfner & Partner.....	369
4.3.2.1.3.5.	Market to Book Ratio versus Economic Value to Book Ratio- Matrix nach McKinsey & Co.....	370
4.3.2.1.3.6.	Eigene unternehmenswertorientierte Performance-Matrix	371
4.3.2.1.4.	Leaning Brick Pile	372
4.3.2.1.5.	Portfolio-Management und Ressourcen-Allokation	374
4.3.2.2.	Nutzung von Synergien und Shareholder Value.....	378
4.3.3.	Geschäftsfeldstrategien	380
4.3.3.1.	Aufgaben der Geschäftsfeldstrategie	380
4.3.3.2.	Generische Wettbewerbsstrategien, Kundennutzen und Wertsteigerungspotential	382
4.3.3.3.	Die Valcor-Matrix	385
4.3.3.4.	Bewertung von Strategien mit Hilfe des Shareholder Value- Ansatzes	387
4.3.3.4.1.	Bestimmung des Strategiebeitrages alternativer Strategien auf Geschäftsfeldebene	387
4.3.3.4.2.	Bewertung strategischer Optionen	394
4.3.3.4.3.	Unternehmenswertorientierte Bewertung von Geschäftsfeld- strategien	397

5. Schlußbetrachtung und zusammenfassende Ergebnisse

5.1.	Kritikpunkte am Shareholder Value-Ansatz	399
5.2.	Rahmenbedingungen für die Implementierung	400
5.3.	Zusammenfassende Thesen	401
	Literaturverzeichnis	405
	Glossar	440

Abbildungsverzeichnis

1. Vom Shareholder Value-Ansatz zum unternehmenswertorientierten Controlling

Abb. 1.1.:	Bedeutung des Shareholder Value-Ansatzes in verschiedenen Funktionen.....	2
Abb. 1.2.:	Unternehmenswertorientierte Controlling-“Pyramide“.....	4

2. Der Shareholder Value - ein neues Management-Paradigma ?

Abb. 2.1.:	Entwicklung des Volumens der Unternehmensübernahmen in den USA von 1967 bis 1993.....	5
Abb. 2.2.:	Entwicklung der Zahl der Unternehmenszusammenschlüsse in der Bundesrepublik Deutschland von 1970 bis 1994.....	6
Abb. 2.3.:	Wertlücken britischer Unternehmen im Jahre 1989.....	9
Abb. 2.4.:	Geschätzte Wertlücken für zehn US-amerikanische Einzelhandelsketten.....	9
Abb. 2.5.:	Ursachen von Wertlücken.....	11
Abb. 2.6.:	Reaktionen des US-Aktienmarktes auf Übernahmeangebote.....	14
Abb. 2.7.:	CFROI und Kapitalkosten für ausgewählte deutsche Blue Chips im Zeitraum 1987 bis 1989.....	17
Abb. 2.8.:	Ergebnisse der Studie von Bühner aus dem Jahre 1993.....	19
Abb. 2.9.:	Shareholder Value-Rechnung und Erfolgskapitalerhaltungsrechnung.....	23
Abb. 2.10.:	Vergleich der gewinnorientierten und der unternehmenswertorientierten Sicht.....	25
Abb. 2.11.:	Entscheidungswirkungen der gewinnorientierten bzw. unternehmenswertorientierten Sicht.....	26
Abb. 2.12.:	Akquisitionsprämien britischer Unternehmen in Abhängigkeit von Unternehmensgröße und Portfolio-Struktur.....	36
Abb. 2.13.:	Empirisch gemessene Wertsteigerungen bei Erhöhung des RoE um 10 %.....	38
Abb. 2.14.:	Beziehungen zwischen Management und Eigentümer.....	43
Abb. 2.15.:	Grundtypen der Verhaltensunsicherheit der Eigentümer in der Beziehung zum Management.....	45
Abb. 2.16.:	Erklärungsanteil verschiedener Erfolgskennzahlen (BCG-Studie).....	52

Abb. 2.17.:	Anteile institutioneller und ausländischer Anleger an ausgewählten Aktiengesellschaften.....	60
Abb. 2.18.:	Verteilung des Aktienbesitzes nach Gruppen der Anteilseigner in Deutschland	60
Abb. 2.19.:	Höchstbezahlter Chief Executive Officer des Jahres in US-Unternehmen	63
Abb. 2.20.:	Controlling als kybernetischer Prozeß.....	67
Abb. 2.21.:	Zielsystem und Controllingsystem des Unternehmens	68
Abb. 2.22.:	Kybernetisches Controllingsystem	69
Abb. 2.23.:	Unternehmenswertorientiertes Controllingsystem	72

3. Ermittlung des Unternehmenswertes

Abb. 3.1.:	Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung.....	73
Abb. 3.2.:	Handlungsmöglichkeiten des Eigentümers als Käufer bzw. Verkäufer und resultierende Unternehmenswertkonzeption.....	77
Abb. 3.3.:	Ansatzpunkte zur Ermittlung des Zukunftserfolgswertes.....	78
Abb. 3.4.:	Erfolgsgrößen von praktizierten Ansätzen zur Ermittlung des Zukunftserfolgswertes.....	88
Abb. 3.5.:	Arten des Substanzwertes	90
Abb. 3.6.:	Durchschnittliche Multiplikatoren für realisierte US-Unternehmens- transaktion	94
Abb. 3.7.:	Zerlegung des Gesamtunternehmenswertes in Wertbeiträge einzelner strategischer Geschäftseinheiten.....	99
Abb. 3.8.:	Auszahlungen und Nutzen als Determinanten des Wertbeitrags der Zentrale	103
Abb. 3.9.:	Drei-Phasen-Methode.....	109
Abb. 3.10.:	Drei-Phasen-Konzept der Unternehmensbewertung	110
Abb. 3.11.:	Vergleich verschiedener unternehmenswertbezogener Cash Flow-Ansätze ..	117
Abb. 3.12.:	Abgrenzung des Fonds der liquiden Mittel	119
Abb. 3.13.:	Fondsnachweis und Gegenbeständerechnung	120
Abb. 3.14.:	Gegenbeständerechnung mit zerlegten und unzerlegten Gegenbestands- konten	121
Abb. 3.15.:	Zerlegung der Veränderung des Bilanzgewinns.....	122
Abb. 3.16.:	Gegenbeständerechnung mit Gegenbestandsumsätzen unter Einbezug der Gewinn- und Verlustrechnung.....	122
Abb. 3.17.:	Kapitalflußrechnung nach Busse von Colbe und Freier Cash Flow.....	124

Abb. 3.18.:	Überleitung von Jahres-Cash Flow nach DVFA/SG zum Freien Cash Flow	126
Abb. 3.19.:	Steuerarten, -sätze und -bemessungsgrundlagen im deutschen Steuersystem	130
Abb. 3.20.:	Berechnung von Jahresüberschuß und Bilanzgewinn für Anrechnungs- und Doppelbesteuerungsverfahren	131
Abb. 3.21.:	Einnahmen des Investors und Einnahmen auf Unternehmensebene im Vergleich	132
Abb. 3.22.:	Ergebnisrechnung unter Berücksichtigung von Gewerbe- und Vermögensteuer	135
Abb. 3.23.:	Vergleich der Einnahmen des Investors und der Einnahmen auf Unternehmensebene bei Berücksichtigung von Gewerbe- und Vermögensteuer	136
Abb. 3.24.:	Erfolgsspaltung des Cash Flows	138
Abb. 3.25.:	Eigener Vorschlag zur Berechnung des Freien Cash Flow	143
Abb. 3.26.:	Wertgeneratoren nach Rappaport	144
Abb. 3.27.:	Definition der Erweiterungsinvestitionsraten nach Rappaport	145
Abb. 3.28.:	Vergleich der Free Cash Flow-Begriffe bei Bühner und Rappaport	146
Abb. 3.29.:	Konvergenz von Kapitalmarktrenditen mit zunehmendem Betrachtungshorizont	149
Abb. 3.30.:	Ramping-Verfahren mit linearer Anpassung	150
Abb. 3.31.:	Ramping-Verfahren mit einfach-exponentieller Anpassung	151
Abb. 3.32.:	Ramping-Verfahren nach dem exponentiellen Konvergenz-Modell von BCG	152
Abb. 3.33.:	Vergleich verschiedener Ramping-Verfahren	153
Abb. 3.34.:	Prozentualer Anteil der geschätzten Fünf-Jahres-Dividenden am Aktienkurs der Unternehmen des Dow Jones Industrial Average	154
Abb. 3.35.:	Anteil des Restwertes am gesamten Unternehmenswert bei konstantem Freien Cash Flow p.a.	159
Abb. 3.36.:	Finanzierungsquellen und Finanzierungsart	161
Abb. 3.37.:	Spezifisches und systematisches Risiko	164
Abb. 3.38.:	Die Kapitalmarktlinie	165
Abb. 3.39.:	Wertpapierlinie	166
Abb. 3.40.:	Makroökonomische Einflußfaktoren der Arbitrage Pricing Theory	170
Abb. 3.41.:	Branchenspezifische Unterschiede in den Risikoprämien der APT gegenüber der Risikoprämie nach CAPM	171
Abb. 3.42.:	Vergleich der geforderten Renditen nach CAPM und APT für ausgewählte Branchen	172

Abb. 3.43.:	Empirische Renditen und Standardabweichungen am US-amerikanischen und am deutschen Kapitalmarkt	179
Abb. 3.44.:	Pure Play Technique zur Ableitung von β -Werten mit Hilfe von Analogien.	181
Abb. 3.45.:	Ermittlungsansatz für fundamentale β -Faktoren	183
Abb. 3.46.:	Ermittlung von β -Faktoren nach Rosenberg/Marathe	185
Abb. 3.47.:	Qualitative Risikobewertung anhand eines Beispielunternehmens.....	187
Abb. 3.48.:	Kapitalkosten von Pensionsrückstellungen nach Haegert/Schwab	189
Abb. 3.49.:	Kapitalkosten von Pensionsrückstellungen nach Drukarczyk	190
Abb. 3.50.:	Berechnung des Jahresüberschusses im deutschen Steuersystem für alternative Kapitalstrukturen	192
Abb. 3.51.:	Berechnung des Steuerschildes im deutschen Steuersystem	193

4. Ausgestaltung des unternehmenswertorientierten Controlling

Abb. 4.1.:	Charakteristika des Shareholder Value-Ansatzes als Anforderungskatalog für ein unternehmenswertorientiertes Controlling.....	204
Abb. 4.2.:	Unternehmenswertorientierte Controlling-„Pyramide“	205
Abb. 4.3.:	Zielgrößen und Teilsysteme des operativen Controlling.....	206
Abb. 4.4.:	Erfüllung des Anforderungskatalogs des Shareholder Value-Ansatzes durch die Teilsysteme des Controlling	207
Abb. 4.5.:	Definition „traditioneller“ Erfolgskennzahlen.....	210
Abb. 4.6.:	Zusammenhang von „traditionellen“ Erfolgskennzahlen mit Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung.....	211
Abb. 4.7.:	Definition des Cash Flow RoI (CFROI).....	214
Abb. 4.8.:	Ermittlung der Bruttoinvestitionsbasis beim CFROI	215
Abb. 4.9.:	Ermittlung des Brutto-Cash Flow beim CFROI	218
Abb. 4.10.:	Ermittlung der degressiven Abschreibung beim CFROI nach Lehmann	220
Abb. 4.11.:	Entscheidungsregeln auf Basis des Marktwert/Buchwert-Verhältnisses.....	222
Abb. 4.12.:	Marktwert/Buchwert-Ansätze.....	222
Abb. 4.13.:	Entscheidungsregeln für das Gordon-Modell.....	225
Abb. 4.14.:	Ermittlung des Marktwert/Buchwert-Verhältnisses im Modell mit konstantem, zeitlich begrenztem Wachstum	229
Abb. 4.15.:	Ermittlung des operativen Cash Flow im EVA-Ansatz.....	234
Abb. 4.16.:	Ermittlung des investierten Kapitals im EVA-Ansatz.....	235

Abb. 4.17.:	Vergleich von Free Cash Flow-Ansatz und Economic Value Added-Ansatz	237
Abb. 4.18.:	Entscheidungsregeln für den Tobin's Q-Wert	241
Abb. 4.19.:	Formulierung sinnvoller Shareholder Value-basierter Erfolgskennzahlen	247
Abb. 4.20.:	Effektives Marktwert/Buchwert-Verhältnis der IBM Corp. im Zeitraum 1954-1994	251
Abb. 4.21.:	Ermittlung des „Strategiebeitrages“ mittels markt-basierter Multiplikatoren bei Haniel	253
Abb. 4.22.:	Empirische Zusammenhänge zwischen Marktwert/Buchwert-Verhältnis und RoE-Steigerung	256
Abb. 4.23.:	Ermittlung der Par RoI an einem vereinfachten, fiktiven Beispiel	258
Abb. 4.24.:	Vergleich verschiedener unternehmenswertorientierter Erfolgskennzahlen	262
Abb. 4.25.:	Shareholder Value-Netzwerk nach Rappaport	264
Abb. 4.26.:	Vergleich von unternehmenswertorientierten Kennzahlensystemen	266
Abb. 4.27.:	Analysestufen des erweiterten unternehmenswertorientierten Kennzahlensystems	267
Abb. 4.28.:	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem: Gesamtunternehmensebene	268
Abb. 4.29.:	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem: Ebene der Geschäftseinheiten	271
Abb. 4.30.:	Erweitertes unternehmenswertorientiertes Kennzahlensystem: Jahresebene	273
Abb. 4.31.:	Ergänzende Kennzahlen zu den Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen	275
Abb. 4.32.:	Ergänzende Kennzahlen zur Veränderung des Working Capital	277
Abb. 4.33.:	Kurzfristige Free Cash Flow-Rechnung als Kontoform	280
Abb. 4.34.:	Kurzfristige Free Cash Flow-Rechnung als Staffelform	280
Abb. 4.35.:	Aus der kurzfristigen Free-Cash Flow-Rechnung abgeleitete Kennzahlen	281
Abb. 4.36.:	Stufenweise Freie Cash Flow-Rechnung	282
Abb. 4.37.:	Verwendungsrechnung zum Freien Cash Flow in Kontoform	284
Abb. 4.38.:	Verwendungsrechnung zum Freien Cash Flow in Staffelform	285
Abb. 4.39.:	Unternehmenswertorientierte Erfolgsmessung	286
Abb. 4.40.:	Ausgangsdaten für die langfristige Produkt- bzw. Projektrechnung	287
Abb. 4.41.:	Überleitung der kurzfristigen Ergebnisrechnung zur kurzfristigen Free Cash Flow-Rechnung	288
Abb. 4.42.:	Vergangenheits-, Perioden- und Zukunftserfolg in der langfristigen Produkt- bzw. Projektrechnung (in Werten zum 01.01.01)	290

Abb. 4.43.:	Vergangenheits-, Perioden- und Zukunftserfolg in der langfristigen Produkt- bzw. Projektrechnung (in Werten des jeweiligen Jahres).....	290
Abb. 4.44.:	Konzeption der langfristigen Unternehmensergebnisrechnung.....	291
Abb. 4.45.:	Profil der Freien Cash Flows der einzelnen strategischen Geschäftseinheiten des Beispielsunternehmens.....	292
Abb. 4.46.:	Wertbeitrag der fünf strategischen Geschäftseinheiten des Unternehmens....	292
Abb. 4.47.:	Langfristige Unternehmenserfolgsrechnung (am vereinfachten Beispiel)	294
Abb. 4.48.:	Ablauf der unternehmenswertorientierten Kontrolle und Abweichungs- analyse	296
Abb. 4.49.:	Konzeption der rollierenden Planung zur unternehmenswertorientierten Kontrolle und Abweichungsanalyse	298
Abb. 4.50.:	Ermittlung der Gesamtabweichung	300
Abb. 4.51.:	Alternative Abweichungsverrechnung für das Umsatzwachstum	303
Abb. 4.52.:	Alternative Abweichungsverrechnung für die Umsatzrendite vor Steuern	304
Abb. 4.53.:	Alternative Abweichungsverrechnung für die Erweiterungsinvestitionsrate AV	305
Abb. 4.54.:	Alternative Abweichungsverrechnung für die Erweiterungsinvestitionsrate WC.....	306
Abb. 4.55.:	Kumulative Abweichungsverrechnung für die Umsatzrendite vor Steuern ...	307
Abb. 4.56.:	Kumulative Abweichungsverrechnung für die Erweiterungsinvestitionsrate des Anlagevermögens.....	308
Abb. 4.57.:	Kumulative Abweichungsverrechnung für die Erweiterungsinvestitionsrate des Working Capital	309
Abb. 4.58.:	Ergebnisse der alternativen Abweichungsanalyse.....	310
Abb. 4.59.:	Ergebnisse der kumulativen Abweichungsanalyse.....	310
Abb. 4.60.:	Break-Even-Werte und Sicherheitsspanne für einzelne Werttreiber	314
Abb. 4.61.:	Zielwerte und mögliche Maßnahmen als Ergebnis einer unternehmenswert- orientierten Break-Even-Analyse	316
Abb. 4.62.:	Unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse mit dem Werttreiber Umsatzrendite.....	316
Abb. 4.63.:	Freie Cash Flows für die dynamische unternehmenswertorientierte Break- Even-Analyse.....	320
Abb. 4.64.:	Kumulierter Soll- und Ist-Wertbeitrag.....	320
Abb. 4.65.:	Barwert der Freien Cash Flows im Beispiel zur dynamischen unternehmens- wertorientierten Break-Even-Analyse.....	321

Abb. 4.66.:	Dynamische unternehmenswertorientierte Break-Even-Analyse mit Break-Even-Time und Time to Free Cash Flow	321
Abb. 4.67.:	Ansatzpunkte zur Wertsteigerung aufgrund der dynamischen unternehmenswertorientierten Break-Even-Analyse	322
Abb. 4.68.:	Free Cash Flow-Profil für die Sensitivitätsanalyse	325
Abb. 4.69.:	Sensitivitätsanalyse.....	326
Abb. 4.70.:	Höchster Spinne zur Visualisierung der Sensitivitätsanalyse.....	326
Abb. 4.71.:	Worst-Case/Best-Case-Analyse.....	328
Abb. 4.72.:	Risiko-Profil einer Monte Carlo-Simulation (fiktive Daten).....	329
Abb. 4.73.:	Zielgrößen und Instrumente des unternehmenswertorientierten Controlling	331
Abb. 4.74.:	Bezugsrahmen zur Gewinnung von Eignerstrategien.....	337
Abb. 4.75.:	Restrukturierungs-Pentagon	339
Abb. 4.76.:	Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio und Freier Cash Flow.....	343
Abb. 4.77.:	Free Cash Flow-Positionen der vier Quadranten im Marktanteils-Marktwachstums-Portfolio	344
Abb. 4.78.:	Finanzwirtschaftliche Interpretation der Normstrategien.....	346
Abb. 4.79.:	Periodenerfolg, Zukunftserfolg und Gewinn im Lebenszyklus.....	347
Abb. 4.80.:	Marakon Profitability Matrix.....	349
Abb. 4.81.:	Cash Investment Ratio und Eigenkapital-Free Cash Flow	350
Abb. 4.82.:	Berücksichtigung eines Liquidationswertes im Gordon-Modell.....	352
Abb. 4.83.:	Marakon Portfolio Profitability Matrix (Eigenkapital-Ansatz).....	353
Abb. 4.84.:	Marakon Portfolio Profitability Matrix (Gesamtkapital-Ansatz).....	354
Abb. 4.85.:	Modifizierte Portfolio Profitability Matrix (Gesamtkapital-Ansatz).....	356
Abb. 4.86.:	Unternehmenswertorientierte Modifikation des Ronagraphen.....	356
Abb. 4.87.:	Value Leverage Index, Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalkosten	357
Abb. 4.88.:	Value Curve	358
Abb. 4.89.:	Normstrategien der Value Curve nach SPA	359
Abb. 4.90.:	Wertbeitragsportfolio nach BCG.....	361
Abb. 4.91.:	Berechnung des Index of Value Creation Potential.....	362
Abb. 4.92.:	Matrixdarstellung zum Index of Value Creation Potential.....	363
Abb. 4.93.:	Performance-„Portfolio“ nach PIMS	364
Abb. 4.94.:	Modifizierte Value Creation Matrix	366
Abb. 4.95.:	Planwert-Portfolio	368

Abb. 4.96.:	Werterzeugungs-/Cash Flow-Portfolio	369
Abb. 4.97.:	M/B versus E/B-Matrix am Beispiel von US-Verlagshäusern	370
Abb. 4.98.:	Eigene unternehmenswertorientierte Performance-Matrix	371
Abb. 4.99.:	Ausgangsdaten für Leaning Brick Pile	372
Abb. 4.100.:	Leaning Brick Pile	373
Abb. 4.101.:	Wirkung der Restrukturierung bei General Electric auf Marktwert und Buchwert	374
Abb. 4.102.:	Erfolg, Liquidität, Risiko und Erfolgspotential als Determinanten der Förderwürdigkeit von strategischen Geschäftseinheiten	375
Abb. 4.103.:	Abgleich von Wertsteigerungspotential und strategischer Vision	377
Abb. 4.104.:	Kernkompetenzen und Shareholder Value	379
Abb. 4.105.:	Realisationsgrade von Synergiepotentialen bei Akquisitionen	380
Abb. 4.106.:	Interne und externe Nutzenpotentiale	382
Abb. 4.107.:	Zusammenhang von Nutzenpotentialen, generischen Wettbewerbsstrategien und Wertsteigerungspotentialen	382
Abb. 4.108.:	Auswirkungen der generischen Wettbewerbsstrategien auf die Wertgeneratoren	384
Abb. 4.109.:	Valcor-Matrix für einen Zulieferer der Elektrizitätswirtschaft	386
Abb. 4.110.:	Wertbeitrag der Strategievariante A: Verkauf an Best Buyer	389
Abb. 4.111.:	Wertbeitrag der Strategievariante B1: Aufbau der strategischen Geschäftseinheit im Unternehmensverbund	390
Abb. 4.112.:	Wertbeitrag der Strategievariante B2: Abschöpfung der strategischen Geschäftseinheit im Unternehmensverbund	391
Abb. 4.113.:	Wertbeitrag der Strategievariante C1: Aufbau der strategischen Geschäftseinheit als selbständiges Unternehmen	392
Abb. 4.114.:	Wertbeitrag der Strategievariante C2: Abschöpfung der strategischen Geschäftseinheit als selbständiges Unternehmen	393
Abb. 4.115.:	Vergleich der Strategievarianten	394

5. Schlußbetrachtung und zusammenfassende Ergebnisse

Abb. 5.1.:	Stakeholder- versus Shareholder-Orientierung im internationalen Vergleich	400
Abb. 5.2.:	Unternehmenswertorientierte Controlling-“Pyramide“	401