

Inhaltsverzeichnis

1. AUSGANGSLAGE	1
1.1. Einleitung.....	1
1.2. Problemstellung.....	3
1.3. Zielsetzung.....	3
1.4. Aufbau der Arbeit	7
1.5. Grosszählige Anwendung	8
1.5.1. Umfang der Untersuchung.....	8
1.5.2. Datenqualität.....	10
1.5.3. Übersicht über die Untersuchungsergebnisse	12
1.5.4. Berechnungsmodalitäten	12
1.5.5. Vergleich zu anderen Untersuchungen	14
2. POSITIONIERUNG VON ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)	19
2.1. Die Kennzahl Economic Value Added (EVA).....	19
2.2. EVA und Shareholder Value.....	22
2.2.1. Zum Begriff des Shareholder Value.....	22
2.2.2. Shareholder Value verstanden als <i>Finanzgrösse</i>	23
2.2.3. Shareholder Value verstanden als <i>Handlungsmaxime</i>	26
2.2.4. Verbindung EVA – Shareholder Value.....	32
2.3. Praxisorientierter Ordnungsrahmen für Finanzkennzahlen zur Unternehmensbeurteilung	33
2.3.1. Unterscheidung nach der zeitlichen Ausrichtung.....	34
2.3.2. Unterscheidung nach der inhaltlichen Ausrichtung	35
2.3.3. Unterscheidung mit oder ohne Einbezug börsenbasierter Aktienpreise.....	36
3. BASISKONZEPT UND ABGRENZUNG VON EVA	38
3.1. Das Basiskonzept: Betrieblicher Übergewinn	38
3.1.1. Zum Begriff Betrieblicher Übergewinn.....	38
a) Beschränkung auf betriebliche Tätigkeiten.....	39
b) Der Gewinn nach Berücksichtigung einer Mindestverzinsung für Fremd- und Eigenkapitalgeber	40
3.1.2. Basiselemente.....	43

3.1.3. Berechnungsformeln	45
3.2. Ansätze von betrieblichen Übergewinnen.....	47
3.2.1. Überblick	47
3.2.2. Economic Value Added (EVA).....	48
a) Herkunft und Definition.....	48
b) Basiselemente.....	49
c) Berechnungsformeln.....	53
d) Einsatz.....	54
3.2.3. Economic Profit	55
a) Herkunft und Definition.....	55
b) Basiselemente.....	55
c) Berechnungsformeln.....	59
d) Einsatz.....	59
3.2.4. Added Value	60
a) Herkunft und Definition.....	60
b) Basiselemente.....	62
c) Berechnungsformeln.....	66
d) Einsatz.....	67
3.2.5. Cash Value Added (CVA).....	67
a) Herkunft und Definition.....	67
b) Basiselemente.....	68
c) Berechnungsformel.....	75
d) Einsatz.....	75
3.2.6. Vergleich der Ansätze	76
4. EINFLUSS DER RECHNUNGSLEGUNG BEI DER DEFINITION DES ECONOMIC MODEL	79
4.1. Konzentration auf die für Schweizer Unternehmen wichtigen Standards.....	81
4.1.1. Fokus auf FER und IAS.....	81
a) Stellung der FER.....	82
b) Stellung der IAS.....	84
c) FER und IAS als de facto Standards Schweizer Unternehmen.....	88
4.1.2. Sonderstellung: Das Aktienrecht	89
4.2. Fokus des Economic Model	90
4.2.1. Aktionärsorientierung	90
4.2.2. Vergleichbarkeit von Konzernabschlüssen.....	93
4.2.3. Datenkonsistenz unter den Basiselementen.....	95
4.3. Konversionen des Economic Model.....	97
4.3.1. Operating Conversion	99
4.3.2. Funding Conversion.....	100
4.3.3. Tax Conversion.....	102

4.3.4. Shareholder Conversion	103
5. BERECHNUNG VON EVA IM EINZELNEN	109
5.1. Überblick	109
5.2. Ermittlung der Vermögensgrösse NOA	111
5.2.1. Ausgangspunkt: Bilanzsumme	111
5.2.2. Aktiviertes, <i>nicht betrieblich</i> gebundenes Vermögen	112
a) Wertschriften	112
b) Spezielle Betrachtung: Nichtkonsolidierte Beteiligungen	114
c) Eigene Aktien	118
d) Anlagen im Bau	120
e) Andere nicht betrieblich genutzte Vermögensobjekte	121
5.2.3. Betrieblich gebundenes, <i>nicht aktiviertes</i> Vermögen	121
a) Finanzleasing	123
b) Operatives Leasing und Miete	124
5.2.4. Nicht zinstragende kurzfristige Verbindlichkeiten	127
5.2.5. Aktive latente Steuern	129
5.2.6. Equity Equivalents (EE)	130
a) Bewertungsunterschiede: Umlaufvermögen	131
b) Bewertungsunterschiede: Sach- und Finanzanlagen	133
c) Berücksichtigung von Aufwendungen mit Investitionscharakter	137
d) Behandlung des Goodwill	144
e) Stille Reserven im Sinne von Willkürreserven	148
5.3. Ermittlung der Gewinngrösse NOPAT	150
5.3.1. Ausgangspunkt: Betriebsgewinn	150
5.3.2. Behandlung der Abschreibungen	151
5.3.3. Leasingraten/Mietaufwendungen	152
5.3.4. Erträge aus nicht konsolidierten Beteiligungen	152
5.3.5. Änderung der EE	152
5.3.6. Cash Operating Taxes (COT)	153
5.4. Ermittlung des Kapitalkostensatzes c^*	155
5.4.1. Interpretationen des Kapitalkostenbegriffes	155
5.4.2. Umfang der Kapitalkosten	157
a) Zeitentgelt	157
b) Risikoentgelt	159
5.4.3. Berechnung des Kapitalkostensatzes	168
a) Gesamtkapitalkostensatz	168
b) Gewichtungverhältnis	169
c) Fremdkapitalkosten	170
d) Eigenkapitalkosten	172

6. EINSATZ VON EVA ALS BEWERTUNGSINSTRUMENT 179

6.1. Der EVA-Ansatz als kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung	180
6.1.1. Grundform der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung	180
6.1.2. Grundform der Unternehmensbewertung mit EVA.....	183
a) Vorgehen.....	183
b) Market Value Added (MVA)	183
c) Anlehnung an traditionelle Bewertungsmethoden	185
d) Problematik des Einbezuges eines Substanzwertes	186
6.1.3. Gleichwertigkeit der Bewertung auf der Basis von Gewinnen oder auf der Basis von Cash Flows..	188
a) Unterschiedliche Orientierungsgrößen zur Unternehmensbewertung.....	189
b) Das Lücke-Theorem	191
c) Vergleich der DCF-Methode mit dem EVA-Ansatz	191
6.1.4. Beurteilung des EVA-Ansatzes zur Unternehmensbewertung.....	197
6.2. Vorgehen im einzelnen	199
6.2.1. Übersicht.....	199
6.2.2. Berechnung des Market Value Added (MVA) ex ante	201
a) Wahl der Länge des expliziten Prognosehorizontes.....	201
b) Schätzung der EVA während der expliziten Periode	202
c) Schätzung des Restwertes	206
d) Festlegen der Diskontierungsfaktoren	211
e) Diskontieren der einzelnen Werte und Addition zum MVA ex ante	213
6.2.3. Betrieblich gebundenes Vermögen (NOA).....	213
6.2.4. Nicht betrieblich gebundenes Vermögen (aktiviert und nicht aktiviert).....	213
6.2.5. Drittverbindlichkeiten	215
a) Zinstragende Drittverbindlichkeiten.....	215
b) Minderheitsanteile am Eigenkapital.....	216
c) Rückstellungen im allgemeinen	217
d) Pensionsrückstellungen	218
e) Behandlung von Rückstellungen für latente Steuern	220
6.3. Bewertungsergebnisse für Schweizer Publikumsgesellschaften	225
6.4. Bewertung der Beispiel-AG mittels der DCF-Methode	227

7. EINSATZ VON EVA ALS MASSSTAB FÜR FINANZIELLE PERFORMANCE . 231

7.1. Ansätze zur finanziellen Performancemessung	231
7.1.1. Performancemessung <i>mit</i> Einbezug börsenbasierter Aktienpreise	231
7.1.2. Performancemessung <i>ohne</i> Einbezug börsenbasierter Aktienpreise	235
7.2. Messung des Shareholder Value in der Vergangenheit.....	237
7.2.1. Das relative Mass: Aktienrendite.....	237
7.2.2. Das absolute Mass: Market Value Added (ex post)	241

7.2.3. Verhältnis zwischen Aktienkurs, MVA und EVA.....	245
7.2.4. Free Cash Flow als periodisches Erfolgsmass	247
7.3. EVA als Basis zur Performancemessung	251
7.3.1. EVA als absolute Finanzgrösse.....	251
7.3.2. EVA relativ zum betrieblichen Vermögen (value spread)	252
7.3.3. EVA relativ zur betrieblichen Wertschöpfung (relEVA)	255
7.3.4. EVA relativ zum Nettoumsatz (EVA-ROS)	257
7.4. Vergleich der EVA-Gesamtpformance mit den Aktienrenditen	
Schweizer Publikumsgesellschaften	259
7.4.1. Definition der EVA-Gesamtpformance.....	259
7.4.2. Die EVA-Performer 1992 bis 1997.....	261
7.4.3. Vergleich der Aktienrenditen der EVA-Performer mit der Performance des Gesamtmarktes	263
7.4.4. Auswirkungen geänderter Berechnungsmethoden für die Industrietitel des SMI	266
8. EVA IM LICHT DER AKTUELLEN CORPORATE GOVERNANCE-DISKUSSION	272
8.1. Corporate Governance in der Schweiz	273
8.1.1. Zum Begriff der Corporate Governance.....	273
8.1.2. Finanzielle Aspekte der Corporate Governance	274
8.1.3. Die Agency-Theorie als Bezugsrahmen	276
8.1.4. Rahmenbedingungen für die Corporate Governance in der Schweiz	279
a) Aktienrechtliche Pflicht der Finanzverantwortung	280
b) Professionalisierung des Aktionariats	282
c) Versagen marktmässiger Sanktionsmechanismen	287
8.2. Das Anreizsystem als zentrales Element der Corporate Governance.....	289
8.2.1. Anreizsysteme als möglicher Lösungsansatz der Agency-Problematik	289
8.2.2. Überbrückung des Interessenkonfliktes zwischen Management und Eigentümer durch die direkte Beteiligung des Managements am Unternehmen	291
8.3. Vorschlag eines EVA-basierten Anreizsystems	294
8.3.1. Direkter Bezug zum Shareholder Value.....	296
8.3.2. Beeinflussbarkeit durch Führungskräfte.....	301
8.3.3. Wesentlichkeit der Vergütung	304
8.3.4. Langfristige Ausrichtung des Anreizsystems	307
8.3.5. Einfache Kommunizierbarkeit und Wirtschaftlichkeit	311
8.3.6. Problembereiche bei der Umsetzung eines EVA-basierten Anreizsystems	312

9. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....	315
10. ANHANG	321
10.1. Finanzdaten der Beispiel-AG	321
10.1.1. Jahresabschluss 1991 bis 1995.....	321
10.1.2. Jahresabschluss 1996 bis 2000.....	323
10.1.3. Korrekturrechnungen 1996 bis 2000.....	325
10.2. Grosszählige Anwendung	329
10.2.1. Liste der Unternehmen und Überblick über die benutzten Daten.....	329
10.2.2. Darstellung der Ergebnisse für alle untersuchten Unternehmen	331
a) MVA ex post 1992 bis 1995.....	332
b) Vergleich von MVA ex post und MVA ex ante per Ende 1995	334
c) EVA-Gesamtpformance 1992	336
d) EVA-Gesamtpformance 1993	338
e) EVA-Gesamtpformance 1994	340
f) EVA-Gesamtpformance 1995.....	342
g) EVA-Gesamtpformance 1996.....	344
h) EVA-Gesamtpformance 1997.....	346
11. VERZEICHNISSE	348
11.1. Interviewverzeichnis.....	348
11.2. Abbildungsverzeichnis.....	349
11.3. Abkürzungsverzeichnis.....	354
11.4. Literaturverzeichnis	358