

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Symbolverzeichnis	XXVII
<b>Einführung</b>	<b>1</b>
<b>I. Problemstellung</b>	<b>1</b>
<b>II. Zielsetzung der Analyse</b>	<b>2</b>
<b>III. Gang der Untersuchung</b>	<b>3</b>
<b>Erster Teil: Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung von Steuern</b>	<b>5</b>
<b>I. Outputorientierte Ertragswertverfahren als geeigneter Ausgangspunkt zur Bewertung eines Unternehmens</b>	<b>5</b>
A. Anlässe der Unternehmensbewertung: Warum bewerten?	5
B. Bewertungsgegenstand Unternehmen: Was bewerten?	7
1. Ökonomische Einheit Unternehmen	7
2. Einfluss des Fremdkapitals auf den Unternehmenswert	8
a) Relevanz oder Irrelevanz der Kapitalstruktur?	8
b) Finanzierungsstrategie und Unternehmens(gesamt)wert	10
C. Modelle der (outputorientierten) Unternehmensbewertung: Wie bewerten?	11
1. Überblick über die Modelle der Unternehmensbewertung	11
2. Konzeption und Abgrenzung der DCF-Methoden im Grundfall der ewigen Rente	14
a) Equity-Methode	14
b) APV-Ansatz	14
c) WACC-Ansatz	15
d) TCF-Ansatz	16
e) Zusammenfassendes Beispiel	16

3. DCF-Methoden bei Einbezug von Steuern im Fall ewiger Rente	17
a) Equity-Methode	19
b) APV-Ansatz	20
c) WACC-Ansatz	21
d) TCF-Ansatz	22
e) Zusammenfassende Darstellung der Auswirkung auf Renditeforderungen	23
4. DCF-Methoden in einer Welt mit Steuern bei begrenzten Zahlungsreihen	24
a) APV-Ansatz als geeigneter Ansatz bei autonomer Finanzierung	25
aa) APV-Ansatz	25
bb) FTE-Ansatz	25
cc) WACC- und TCF-Ansatz	26
b) Vorteilhaftigkeit des WACC-Ansatzes bei wertorientierter Finanzierung	28
aa) WACC-Ansatz	28
bb) APV-Ansatz	30
cc) FTE-Ansatz	31
dd) TCF-Ansatz	33
<b>II. Zentrale Werttreiber outputorientierter Bewertung</b>	<b>35</b>
A. Festlegung des Bewertungszeitraums	36
B. Ableitung des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms	38
C. Bestimmung des Kalkulationszinssatzes	41
<b>III. Zwischenfazit</b>	<b>43</b>
<b>Zweiter Teil: Marktorientierte Ermittlung des Diskontierungszinses unter Einbezug von Steuern mit dem Tax-CAPM</b>	<b>45</b>
<b>I. Marktorientierte Ableitung des Diskontierungszinssatzes mit dem Capital Asset Pricing Model in einer Welt ohne Steuern</b>	<b>45</b>
A. Individualorientierte oder marktorientierte Ableitung des Kapitalisierungszinses?	45
B. CAPM als Standardmodell zur Ableitung marktorientierter Eigenkapitalrenditen	48

1. Portfolio-Selection-Modell von MARKOWITZ als Ausgangspunkt des CAPM	48
a) Vorüberlegungen zum Portfolio-Selection-Modell	48
b) Modellbeschreibung	50
c) Modellkritik	55
2. Standard-CAPM ohne Einbezug persönlicher Ertragsteuern	56
a) Vorüberlegungen zum CAPM: Weiterentwicklung der Portfoliotheorie	56
b) Modellbeschreibung	58
aa) Kapitalmarktlinie	59
bb) Wertpapierlinie	62
c) Modellkritik	65
3. Anwendung des CAPM in der Unternehmensbewertung	68
a) Überführbarkeit der Modellwelten von MODIGLIANI/MILLER und CAPM	68
b) DCF-Methoden und Diskontierungszinssatz auf Basis CAPM bei ewiger Rente ohne Einbezug von Steuern	71
c) DCF-Methoden und Diskontierungszinssatz auf Basis des CAPM bei begrenzten Zahlungsreihen ohne Einbezug von Steuern	73
<b>II. Marktorientierte Ableitung des Diskontierungszinssatzes mit dem Tax Capital Asset Pricing Model in einer Welt mit Steuern</b>	<b>83</b>
A. Vorüberlegungen zur Steuerberücksichtigung im CAPM	83
B. Grundmodell des Tax-CAPM nach BRENNAN mit differenzierter einkommensteuerlicher Behandlung von Dividenden und Kursgewinnen	88
1. Modellbeschreibung	88
2. Modellkritik	99
C. Weiterentwicklung des Tax-CAPM durch WIESE und JONAS/LÖFFLER/WIESE mit Berechnung von Nettorenditen auf Basis des deutschen Steuersystems	102
1. Vorüberlegungen zur Notwendigkeit der Weiterentwicklung des Tax-CAPM: Halbeinkünfteverfahren für Kapitalgesellschaften in Deutschland	102
a) Körperschaft- und Einkommensteuer bei Kapitalgesellschaften im Halbeinkünfteverfahren	103
b) Gewerbebeertragsteuer bei Kapitalgesellschaften im Halbeinkünfteverfahren	104

c) Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer bei Kapitalgesellschaften im Halbeinkünfteverfahren	106
2. Modellbeschreibung	107
3. Weiterentwicklung des Modells von Brutto- zu Nettorenditen	116
4. Modellkritik	124
<b>III. Zwischenfazit</b>	<b>127</b>

### **Dritter Teil: Ermittlung theoretisch „korrekter“ Unternehmenswerte mit dem Tax-CAPM durch Einbezug persönlicher Einkommensteuern** **131**

<b>I. Tax-CAPM als gegenüber Standard-CAPM geeigneteres Modell zur Ableitung des Diskontierungszinssatzes im geltenden deutschen Steuersystem</b>	<b>131</b>
A. Korrekter Einbezug der Einkommensteuer bei Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte nach IdW S1 n.F. (2005)	131
1. Vorüberlegungen zum korrekten Einbezug von Einkommensteuern	131
2. Einbezug differenzierter persönlicher Einkommensteuern gemäß IdW S1 n.F. (2005)	135
B. Sensitivitätsanalyse der errechneten Unternehmenswerte nach Standard- und Tax-CAPM in Bezug auf Veränderung diverser Inputfaktoren	138
1. Unternehmenswerte in Abhängigkeit vom Betafaktor bei Vollausschüttung	138
2. Unternehmenswerte in Abhängigkeit vom Betafaktor bei vollständiger Thesaurierung	145
3. Unternehmenswerte in Abhängigkeit von differenzierten Steuersätzen	149
<b>II. Tax-CAPM auch nach Steuerreform vorziehenswürdiges Modell gegenüber Standard-CAPM zur Bestimmung des Diskontierungszinssatzes</b>	<b>152</b>
A. Überblick über im Hinblick auf das CAPM relevante Änderungen der Steuerreform 2008	152
1. Kurzüberblick wichtigster Änderungen durch Unternehmensteuerreform 2008	152
2. Einführung einer Abgeltungsteuer auf Kapitaleinkünfte im Privatvermögen	154

	XIII
B. Auswirkung der Steuerreform auf das Tax-CAPM	155
<b>III. Zwischenfazit</b>	<b>167</b>
<b>Vierter Teil: Aussagegüte des Tax-CAPM: Empirische Auswertung der DAX-30-Werte für den Zeitraum 2001 bis 2006</b>	<b>171</b>
<b>I. Tax-CAPM als geeigneteres Modell zur Erklärung tatsächlich beobachteter Renditen am deutschen Aktienmarkt?</b>	<b>171</b>
A. Ziele der Analyse und Analysedesign	171
B. Bestimmung der Inputfaktoren zur Analysedurchführung	176
1. Festlegung des risikolosen Zinssatzes	177
2. Ableitung der Rendite des Marktportfolios	180
3. Berechnung der Betafaktoren	182
4. Ermittlung der Dividendenrendite der Einzelwerte	191
5. Ermittlung der Dividendenrendite des Marktportfolios	193
6. Bestimmung der Steuerkorrekturfaktoren für Tax-CAPM	195
C. Durchführung und Ergebnisse der CAPM-Vergleichs-Analyse	201
<b>II. Zwischenfazit</b>	<b>221</b>
<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>225</b>
Literaturverzeichnis	257
Rechtsquellenverzeichnis	275