

# Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XVIII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
<b>1. KAPITEL: AUSGANGSSITUATION SOWIE ZIEL UND GANG DER UNTERSUCHUNG</b>	<b>1</b>
1.1 AUSGANGSSITUATION IN DEUTSCHLAND	1
1.1.1 <i>Grundbegriffe</i>	1
1.1.2 <i>Zur Kontroverse über die Shareholder Value-Orientierung in der Unternehmenspraxis</i>	2
1.1.3 <i>Zur Rechtfertigung des Shareholder Value-Ziels</i>	8
1.1.3.1 Gewinnmaximierung als betriebswirtschaftliches Unternehmensziel	8
1.1.3.2 Shareholder Value-Maximierung als Unternehmensziel	10
1.1.3.3 Radikale versus moderate Shareholder Value-orientierte Unternehmensverfassung	13
1.1.3.4 Gefährdungen der (moderaten) Shareholder Value-Orientierung durch das deutsche System der Corporate Governance	20
1.1.4 <i>Schlussfolgerungen</i>	21
1.2 ZIEL UND GANG DER UNTERSUCHUNG	24
<b>2. KAPITEL: GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG</b>	<b>28</b>
2.1 <u>SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTION(EN)</u>	28
2.2 UNTERNEHMENSSTEUERUNG	31
2.3 UNTERNEHMENSBEWERTUNG	39
2.4 KONZERN UND KONZERN(UNTERNEHMUNGS)STEUERUNG	48
2.4.1 <i>Konzern</i>	48
2.4.2 <i>Konzern(unternehmungs)steuerung</i>	51
2.5 KONZEPTION DER UNTERNEHMENSRECHNUNG	58
2.6 RESÜMEE UND VORSCHAU	64
<b>3. KAPITEL: MERKMALE VON SHAREHOLDER VALUE-UNTERNEHMEN</b>	<b>67</b>
3.1 ZIELSETZUNG DIESES KAPITELS	67
3.2 SOLL-MERKMALE	68
3.2.1 <i>Begründung des Shareholder Value-Ziels</i>	68
3.2.2 <i>Ungeeignete Performance-Maße</i>	69
3.2.2.1 Vorbemerkung	69
3.2.2.2 Unzulänglichkeiten absoluter buchhalterischer Performance-Maße	70
3.2.2.3 Unzulänglichkeiten zentraler finanzanalytischer Performance-Maße	73
3.2.2.4 Unzulänglichkeiten relativer buchhalterischer Performance-Maße	77
3.2.2.4.1 Zur Kritik am Return on Investment (RoI)	77
3.2.2.4.2 Zur Kritik am Return on Equity (RoE)	82
3.2.2.5 <i>Schlussfolgerungen</i>	84

3.2.3	<i>Anforderungen an interne und externe Shareholder Value-Konzeptionen</i> .....	86
3.2.3.1	Promotoren von Shareholder Value-Konzeptionen .....	86
3.2.3.2	Interne versus externe Shareholder Value-Konzeptionen .....	89
3.2.3.3	Soll-Merkmale von Management-Konzeptionen .....	97
3.2.3.4	Soll-Merkmale von Analysten-Konzeptionen .....	99
3.2.4	<i>Schlussfolgerungen</i> .....	100
3.3	IST-MERKMALE .....	101
3.3.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	101
3.3.2	<i>Management-Konzeptionen</i> .....	102
3.3.2.1	Die Studie von PERLITZ/BUFKA/SPECHT von 1997 .....	102
3.3.2.2	Die (RAPPAORT/) LEK-Studien von 1995 und 1997 .....	104
3.3.2.3	Die C&L-Industriestudie von 1997 .....	106
3.3.2.4	Die Studie von PELLENS/ROCKHOLTZ/STIENEMANN von 1997.....	108
3.3.2.5	Die Studie von PELLENS/TOMASZEWSKI/WEBER von 2000 .....	110
3.3.2.6	Die Studie von KPMG CONSULTING von 2000.....	111
3.3.3	<i>Die PRICE WATERHOUSE-Studie von 1998 zur Analysten-Konzeption</i> .....	113
3.3.3.1	Vorbemerkung .....	113
3.3.3.2	Ziel und Untersuchungsergebnisse .....	114
3.3.4	<i>Kritische Würdigung der Studien</i> .....	117
3.3.5	<i>Weitere Studien zu Analysten-Konzeptionen</i> .....	123
3.3.5.1	Die Studie von OPPENHEIM FINANZANALYSE von 1996.....	123
3.3.5.2	Die Studie von WESTLB RESEARCH von 1997 .....	125
3.3.5.3	Kritische Würdigung der Analysten-Konzeptionen .....	127
3.4	RESÜMEE UND VORSCHAU .....	128
<b>4.</b>	<b>KAPITEL: KONZEPTIONEN DER BEWERTUNG GANZER UNTERNEHMEN</b>	<b>132</b>
4.1	ZIELSETZUNG DIESES KAPITELS .....	132
4.2	KAPITALMARKTTHEORETISCHE BEWERTUNG GANZER UNTERNEHMEN .....	133
4.2.1	<i>Kapitalmarktmodelle unter Sicherheit (MODIGLIANI/MILLER-Modelle)</i> .....	133
4.2.1.1	Aktionärsrendite bzw. Diskontierungsrate .....	134
4.2.1.2	Barwert der Dividenden (Bewertungsvariante 1).....	134
4.2.1.3	Barwert der freien Cash flows (Bewertungsvariante 2).....	135
4.2.1.4	Barwert nach Verzinsung der Investitionen (Bewertungsvariante 3).....	136
4.2.1.5	Barwert relativ zur Nullwachstumsoption (Bewertungsvariante 4).....	136
4.2.1.6	Total Return und periodische Aktienrendite.....	137
4.2.2	<i>Besonderheiten im Unsicherheitsfall</i> .....	138
4.2.2.1	Möglichkeiten der Unsicherheitsrepräsentation.....	138
4.2.2.2	Marktorientierte Ableitung der unsicheren Eigenkapitalrenditeforderung.....	143
4.2.2.2.1	Vorbemerkung.....	143
4.2.2.2.2	CAPM.....	143
4.2.2.2.3	CCAPM .....	151
4.2.2.2.4	APT .....	153

4.2.2.2.5	Abwägungen hinsichtlich des praktischen Nutzens.....	156
4.2.2.2.5.1	Zur Wahl zwischen CAPM, CCAPM und APT.....	156
4.2.2.2.5.2	Zur Wahl zwischen marktgestützten und individualistischen Risikozuschlägen .....	159
4.2.2.2.5.3	Kapitalmarktmodelle und Shareholder Value-Maximierung .....	160
4.2.3	<b>Besonderheiten in Bezug auf Fremdfinanzierung.....</b>	<b>165</b>
4.2.3.1	Vorbemerkung .....	165
4.2.3.2	Leverage-Ertrag und Leverage-Risiko.....	165
4.2.3.3	Thesen zum optimalen Verschuldungsgrad .....	167
4.2.3.3.1	Brutto- versus Nettogewinnsatz .....	167
4.2.3.3.2	Traditionelle These .....	169
4.2.3.3.3	MODIGLIANI/MILLER-These(n) .....	170
4.2.3.3.4	Abwägung der Thesen vom Verschuldungsgrad.....	171
4.2.3.3.5	ERWEITERTE MODIGLIANI/MILLER-These(n).....	174
4.2.3.3.6	CAPM bei Fremdfinanzierung.....	175
4.2.3.3.7	Anmerkungen zur neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie .....	178
4.2.3.4	Schlussfolgerungen .....	179
4.3	<b>VERFAHREN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IM ENGEREN SINNE .....</b>	<b>180</b>
4.3.1	<i>Überblick.....</i>	<i>180</i>
4.3.2	<i>Varianten des Ertragswertverfahrens.....</i>	<i>183</i>
4.3.3	<i>Varianten des DCf-Verfahrens.....</i>	<i>189</i>
4.3.3.1	Einordnung.....	189
4.3.3.2	Entity-Verfahren.....	191
4.3.3.2.1	WACC-Konzept.....	191
4.3.3.2.2	TCf-Konzept.....	194
4.3.3.2.3	APV-Konzept .....	196
4.3.3.3	(Flow to) Equity-Konzept .....	200
4.3.3.4	Vergleichende Einschätzung .....	202
4.3.4	<i>Zum Verhältnis von deutschem Ertragswert- und DCf-Verfahren.....</i>	<i>208</i>
4.3.5	<i>Wirtschaftsprüferverfahren.....</i>	<i>211</i>
4.3.5.1	Kurzcharakteristik .....	211
4.3.5.2	Würdigung des Wirtschaftsprüferverfahrens .....	218
4.3.5.2.1	Grundsätzliche Beurteilung.....	218
4.3.5.2.2	Beurteilung aus der Perspektive einer Shareholder Value-Konzeption .....	221
4.3.6	<i>Varianten der Vergleichsverfahren.....</i>	<i>223</i>
4.3.6.1	Vorbemerkung .....	223
4.3.6.2	Multiplikatorverfahrensvarianten.....	223
4.3.6.3	Comparative Company Approaches.....	227
4.3.6.3.1	Bewertungstechnik und Verfahrensalternativen .....	227
4.3.6.3.2	Similar Public Company Method (SPCM).....	228
4.3.6.3.3	Recent Acquisition Method (RAM) versus SPCM.....	230
4.3.6.3.4	Würdigung der Comparative Company Approaches .....	232
4.3.6.4	Würdigung der Vergleichsverfahren .....	233

4.3.7 Einzelbewertungsverfahren.....	234
4.3.7.1 Vorbemerkung .....	234
4.3.7.2 Varianten des Substanzwertverfahrens.....	235
4.3.7.3 Würdigung des Substanzwertkonzepts .....	238
4.3.8 Mischverfahren .....	241
4.3.8.1 Überblick .....	241
4.3.8.2 Würdigung der Mischverfahren.....	243
4.4 RESÜMEE UND VORSCHAU .....	244
<b>5. KAPITEL: CHARAKTERISIERUNG DER ZIELGRÖßEN VON SHAREHOLDER VALUE-BASIS-KONZEPTIONEN</b>	<b>250</b>
5.1 ZIELSETZUNG DIESES KAPITELS .....	250
5.2 DISCOUNTED CASH FLOW-KONZEPTE.....	251
5.2.1 DCF-Konzept nach RAPPAPORT.....	251
5.2.1.1 Basis-Konzeption .....	251
5.2.1.2 Wertgeneratorbasierte Prognose der freien Cash flows.....	252
5.2.1.2.1 Detailplanungszeitraum .....	252
5.2.1.2.2 Anpassungsphase.....	258
5.2.1.2.3 Restwertphase .....	261
5.2.1.2.4 Würdigung.....	262
5.2.1.3 Kapitalkostenermittlung.....	267
5.2.1.3.1 Prinzipien .....	267
5.2.1.3.2 Würdigung.....	268
5.2.1.4 Performance-Maße .....	273
5.2.1.4.1 Zum Gegenstand der Performance-Messung .....	273
5.2.1.4.2 Vorscheurechnungen und Wertsteigerungsanalyse .....	273
5.2.1.4.2.1 Schätzung des absoluten Shareholder Value-Added ex ante .....	273
5.2.1.4.2.2 Schätzung des relativen Shareholder Value-Added ex ante .....	276
5.2.1.4.2.3 Schätzung der externen Shareholder Value-Added-Erwartung.....	278
5.2.1.4.2.3.1 Verfahrenstechnik .....	278
5.2.1.4.2.3.2 Implikationen und Relevanz.....	279
5.2.1.4.2.4 Würdigung.....	281
5.2.1.4.3 Nachrechnungen und anreizorientierte Vergütung .....	284
5.2.1.4.3.1 Grundlagen .....	284
5.2.1.4.3.2 Zur Ausgestaltung unternehmenswertabhängiger Gehaltskomponenten .....	286
5.2.1.4.3.2.1 Relevante Performance-Maße.....	286
5.2.1.4.3.2.2 Zur Kalibrierung der Performance-Maße .....	288
5.2.1.4.3.3 Würdigung.....	290
5.2.1.5 Zusammenfassende Würdigung der Management-Konzeption .....	292

5.2.2	<i>DCF-Konzept nach COPELAND/KOLLER/MURRIN</i> .....	295
5.2.2.1	Basis-Konzeption .....	295
5.2.2.2	Wertgeneratorbasierte Prognose der freien Cash flows .....	296
5.2.2.2.1	Detailplanungszeitraum .....	296
5.2.2.2.2	Besonderheiten im Konzern .....	300
5.2.2.2.3	Anpassungs- und Restwertphase .....	302
5.2.2.3	Kapitalkostenermittlung .....	303
5.2.2.4	Performance-Maße .....	304
5.2.2.5	Würdigung der Management-Konzeption .....	306
5.2.2.5.1	Grundsätzliche Einschätzung .....	306
5.2.2.5.2	Würdigung des Economic Profit als Performance-Maß .....	309
5.2.2.5.2.1	Grundsätzlicher Anspruch .....	309
5.2.2.5.2.2	Zur Äquivalenz von DCF- und Economic Profit-Kalkül .....	310
5.2.2.5.2.2.1	Bedeutung des PREINREICH/LÜCKE-Theorems .....	310
5.2.2.5.2.2.2	Economic Profit als Residualerfolgsrechnung .....	312
5.2.2.5.2.2.3	Economic Profit versus ökonomischer Gewinn .....	314
5.2.2.5.2.2.4	Economic Profit versus Shareholder Value-Added .....	315
5.2.2.5.2.2.5	Delta-Economic Profit versus Shareholder Value-Added .....	315
5.3	ECONOMIC VALUE ADDED-KONZEPTE .....	317
5.3.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	317
5.3.2	<i>Economic Value Added-Konzept nach STEWART</i> .....	317
5.3.2.1	Basis-Konzeption .....	317
5.3.2.2	Performance-Maße .....	323
5.3.2.3	Würdigung der Management-Konzeption .....	324
5.4	CASH FLOW RETURN-ON-INVESTMENT-KONZEPTE .....	327
5.4.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	327
5.4.2	<i>Cash flow Return-on-Investment-Konzept nach BCG</i> .....	327
5.4.2.1	Basis-Konzeption .....	327
5.4.2.2	Performance-Maße .....	334
5.4.2.3	Würdigung der Management-Konzeption .....	338
5.5	SHAREHOLDER VALUE-RETURN-KONZEPTE .....	346
5.5.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	346
5.5.2	<i>Basis-Konzeption</i> .....	347
5.5.3	<i>Würdigung der Management-Konzeption</i> .....	349
5.6	RESÜMEE UND VORSCHAU .....	351
<b>6</b>	<b>KAPITEL: DATENGRUNDLAGEN FÜR SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTIONEN</b> .....	<b>360</b>
6.1	ZIELSETZUNG DIESES KAPITELS .....	360
6.2	EINGRENZUNG DES UNTERSUCHUNGSBEREICHS .....	360

6.3	KOSTENRECHNERISCHE VERSUS ACCOUNTING MODEL- VERSUS ECONOMIC MODEL-EVA-KONZEPTION .....	367
6.3.1	<i>Bilanzsumme versus wirtschaftlich gebundenes Vermögen</i> .....	367
6.3.1.1	<i>Vorbemerkung</i> .....	367
6.3.1.2	<i>Kürzung um das Abzugskapital</i> .....	368
6.3.1.2.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	368
6.3.1.2.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	369
6.3.1.3	<i>Abzug von aktiviertem, nicht betrieblich genutztem Vermögen</i> .....	371
6.3.1.3.1	<i>Derivativer Geschäfts- oder Firmenwert</i> .....	371
6.3.1.3.1.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	371
6.3.1.3.1.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	374
6.3.1.3.2	<i>Ausstehende Einlagen auf das gezeichnete Kapital</i> .....	374
6.3.1.3.2.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	374
6.3.1.3.2.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	375
6.3.1.3.3	<i>Finanzanlagen, insbesondere nicht betriebsnotwendige Beteiligungen</i> .....	375
6.3.1.3.3.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	375
6.3.1.3.3.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	377
6.3.1.3.4	<i>Eigene Anteile</i> .....	378
6.3.1.3.4.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	378
6.3.1.3.4.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	378
6.3.1.3.5	<i>Ungenutzte Grundstücke, Gebäude und Anlagen</i> .....	379
6.3.1.3.5.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	379
6.3.1.3.5.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	380
6.3.1.3.6	<i>Unbrauchbare oder überhöhte Bestände</i> .....	381
6.3.1.3.6.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	381
6.3.1.3.6.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	382
6.3.1.3.7	<i>Rechnungsabgrenzungs- und ähnliche Posten</i> .....	383
6.3.1.3.7.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	383
6.3.1.3.7.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	383
6.3.1.4	<i>Korrektur um zu unzumutbaren Werten aktiviertes Vermögen sowie nichtaktivierte Aufwendungen mit Zukunftsinvestitionscharakter</i> .....	384
6.3.1.4.1	<i>Leasing, Pacht und Miete (leases) von Vermögensgegenständen</i> .....	384
6.3.1.4.1.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	384
6.3.1.4.1.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	387
6.3.1.4.2	<i>Latente Steuern</i> .....	387
6.3.1.4.2.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	387
6.3.1.4.2.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	388
6.3.1.4.3	<i>Sachanlagevermögen</i> .....	388
6.3.1.4.3.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	388
6.3.1.4.3.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	391
6.3.1.4.4	<i>Immaterielles Anlagevermögen</i> .....	392
6.3.1.4.4.1	<i>Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung</i> .....	392
6.3.1.4.4.2	<i>Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße</i> .....	395

6.3.1.4.5	Vorräte .....	395
6.3.1.4.5.1	Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung .....	395
6.3.1.4.5.2	Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße .....	396
6.3.1.4.6	Sonstige equity equivalents .....	396
6.3.1.4.6.1	Verfahrensweise im Rahmen der Vermögensermittlung .....	396
6.3.1.4.6.2	Konsequenzen für die Periodenerfolgsgröße .....	399
6.3.2	Schlussfolgerungen zur (Un-) Ähnlichkeit der drei EVA-Konzeptionen .....	402
6.3.2.1	Vorbemerkung .....	402
6.3.2.2	Zur (Un-) Ähnlichkeit von economic model und accounting model .....	403
6.3.2.3	Zur (Un-) Ähnlichkeit von economic model und Kostenrechnung .....	407
6.4	WERTPOTENTIAL UND STEUERUNGSQUALITÄT DER EXTERNEN UNTERNEHMENSRECHNUNG .....	409
6.4.1	Wertpotential .....	409
6.4.2	Steuerungsqualität .....	415
6.5	WERTPOTENTIAL UND STEUERUNGSQUALITÄT DER INTERNEN UNTERNEHMENSRECHNUNG .....	420
6.5.1	Wertpotential .....	420
6.5.2	Steuerungsqualität .....	428
6.6	RESÜMEE UND VORSCHAU .....	433
<b>7. KAPITEL:</b>	<b>SCHLUSSFOLGERUNGEN ZU DEN SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTIONEN</b> .....	<b>440</b>
7.1	ZIELSETZUNG DIESES KAPITELS .....	440
7.2	BEURTEILUNG ALS UNTERNEHMENSBEWERTUNGSVERFAHREN .....	440
7.2.1	Shareholder Value-Konzeptionen in der deutschsprachigen Unternehmensbewertungslehre .....	440
7.2.2	Shareholder Value-Konzeptionen als Verfahren der strategischen Unternehmensbewertung .....	443
7.2.3	Besonderheiten der Shareholder Value-Konzeptionen .....	445
7.3	BEURTEILUNG ALS UNTERNEHMENSSTEUERUNGSVERFAHREN .....	448
7.3.1	Shareholder Value-Konzeptionen in der deutschsprachigen Unternehmenssteuerungslehre .....	448
7.3.2	Rentabilitäts- (Kapitalergebnis-) Rechnungs-basierte Shareholder Value-Konzeptionen .....	453
7.4	PERSPEKTIVEN FÜR SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTIONEN IN DEUTSCHLAND .....	454
7.4.1	Vorschlag zur Konzeption von Value Accounting and Reporting .....	454
7.4.1.1	Value Reporting .....	454
7.4.1.2	Value Accounting .....	459
7.4.2	Würdigung der Value Accounting and Reporting-Konzeption .....	462
7.5	RESÜMEE UND VORSCHAU .....	465
<b>8. KAPITEL:</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	<b>468</b>
	Literaturverzeichnis .....	477
	Stichwortverzeichnis .....	506