

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsübersicht	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Abbildungsverzeichnis	XVIII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
1. KAPITEL: AUSGANGSSITUATION SOWIE ZIEL UND GANG DER UNTERSUCHUNG	1
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
2. KAPITEL: GRUNDLAGEN DER UNTERSUCHUNG	28
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
3. KAPITEL: MERKMALE VON SHAREHOLDER VALUE-UNTERNEHMEN	67
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 (RAPPAPORT/) 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
4.	KAPITEL: KONZEPTIONEN DER BEWERTUNG GANZER UNTERNEHMEN	132
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	Besonderheiten in Bezug auf Fremdfinanzierung.....	165
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	VERFAHREN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG IM ENGEREN SINNE	180
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
5. KAPITEL: CHARAKTERISIERUNG DER ZIELGRÖßEN VON SHAREHOLDER VALUE-BASIS-KONZEPTIONEN	250
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
6	KAPITEL: DATENGRUNDLAGEN FÜR SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTIONEN	360
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
7. KAPITEL:	SCHLUSSFOLGERUNGEN ZU DEN SHAREHOLDER VALUE-KONZEPTIONEN	440
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
8. KAPITEL:	ZUSAMMENFASSUNG	468
	Literaturverzeichnis	477
	Stichwortverzeichnis	506