

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XVII
Symbolverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXI

I Einleitung

1 Zum Thema	1
2 Problemstellung	3
3 Aufbau der Arbeit	6
4 Begriffliche Abgrenzungen	8

II Theoretische Grundlagen

A Zur Zielfunktion “Marktwertmaximierung”	11
1 Grundlegende Annahmen des Neoklassischen Ansatzes	12
2 Existenz von Unternehmen	13
3 Trennung von Eigentum und Management	15
4 Marktwertmaximierung als Zielfunktion zur Reduzierung potentieller Prinzipal-Agenten-Konflikte	16

B	Methoden zur Operationalisierung der Zielfunktion	19
1	Kapitalwertmethode	19
1.1	Kapitalwertmethode bei Sicherheit	19
1.2	Kapitalwertmethode bei Unsicherheit	21
2	Modigliani/Miller-Bewertungsmethoden	23
2.1	Adjusted Present Value (APV)-Methode	23
2.2	Entity- und Equity-Methode	28
2.3	Residualgewinn (RG)-Methode	31
2.3.1	Eine Definition des Residualgewinns	31
2.3.2	Identität von RG- und APV-, Entity- und Equity- Methode im Rentenfall	32
2.3.3	Identität von RG- und Entity-Methode im Nicht- Rentenfall	35
3	Kapitalkostenberechnung mit Kapitalmarktmodellen	38
3.1	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	39
3.1.1	Prämissen und Hauptaussagen	39
3.1.2	Herleitung und Interpretation	42
3.1.3	Kritik	45
3.2	Arbitrage Pricing Theory (APT)	49
C	Zwischenergebnis	52

III Unternehmensinterne Anwendung: Integrierte Wertrechnung

A	Strategische Planung auf Basis der Unternehmenswertrechnung	56
1	Rahmenkonzept zur Entwicklung strategischer Pläne	57
1.1	Anspruch und Ziel der Planung	58
1.2	Erfolgsrelevante Faktoren	61
1.2.1	Überlegenes Kundennutzen-Angebot	62
1.2.2	Kernkompetenzen	63
1.2.3	Spezifische Fähigkeiten und strategische Aktiva	64
1.3	Planung branchenbezogener Aktivitäten	66
1.3.1	Branchenstruktur-Analyse	69
1.3.2	Entwicklung von Handlungsoptionen	70
1.3.3	Schätzung der Branchen- und Unternehmensleistung	74

1.4	Planung finanzwirtschaftlicher Aktivitäten	77
1.4.1	Planung der Kapitalstruktur	77
1.4.2	Welche Faktoren beeinflussen die Kosten der Außenfinanzierung?	81
1.4.3	Steuerliche Wirkungen der Ausschüttungspolitik	83
1.4.4	Zur Berücksichtigung von Pensionsrückstellungen	86
1.5	Finanzsimulation	89
2	Methodik der Unternehmenswertrechnung	101
2.1	Zum Aggregationsproblem	101
2.2	Wert bei vollständiger Eigenfinanzierung	104
2.2.1	Definition des entziehbaren Cash-flows	104
2.2.2	Eigenkapitalkostensatz	112
2.3	Werteinfluß der anteiligen Fremdfinanzierung: Unternehmenssteuereffekt	119
2.3.1	Steuervorteil der anteiligen Finanzierung mit zinspflichtigem Fremdkapital	119
2.3.2	Steuervorteil der anteiligen Finanzierung mit Pensionsrückstellungen	121
2.3.3	Zur Umrechnung empirischer Beta-Faktoren	122
2.4	Werteinfluß der Ausschüttungspolitik: Einkommensteuereffekt	124
2.5	Unternehmensgesamtwert und Wert des Eigenkapitals	127
2.5.1	Unternehmensgesamtwert nach der APV-Methode	127
2.5.2	Unternehmensgesamtwert nach der Entity-Methode	129
2.5.3	Marktwert des Fremdkapitals	134
3	Wertsteigerungsanalyse: Zum Problem des Bezugspunkts	136

B Operative Planung auf Basis der Kosten- und Leistungsrechnung 145

1	Konzeption und Prämissen der Grenzplankostenrechnung	147
1.1	Planung von Erlösen	148
1.2	Kostenplanung	149
1.2.1	Bestimmung von Planpreisen	149
1.2.2	Planung von Einzelkosten	150
1.2.3	Gemeinkosten- und Kostenstellenplanung	151
1.2.4	Kostenträgerstückrechnung	152
1.3	Kurzfristige Plan-Ergebnisrechnung	155
2	Erweiterung der Gemeinkostenplanung	155
2.1	Prozeßbezogene Bezugsgrößendifferenzierung	156
2.1.1	Analyse und Strukturierung von Unternehmensprozessen	156
2.1.2	Prozeßstellenrechnung	157

2.1.3	Prozeßkalkulation	158
2.1.4	Prozeßorientierte Deckungsbeitragsrechnung	161
2.2	Investitionstheoretisch begründete Ermittlung von Abschreibungen und Kapitalkosten	161
2.2.1	Investitionstheoretischer Kostenbegriff	162
2.2.2	Berechnung von Abschreibungen	163
2.2.3	Bestimmung von Kapitalkosten	165
3	Integration von Kosten-/Leistungsrechnung und Unternehmenswertrechnung auf Basis des Residualgewinn-Konzepts	170
3.1	Zusammenhang zwischen Grenzplankostenrechnung und Unternehmenswertrechnung	170
3.2	Residualgewinn als Bindeglied	172
3.3	Zur Bestimmung des operativen Ergebnisses vor Steuern aus der Kosten- und Leistungsrechnung	175
C	Kontrolle der Unternehmensentwicklung	178
1	Abweichungsanalysen der operativen Kontrolle	179
2	Periodenorientierte Erfolgskontrolle	181
2.1	Kontrolle auf Basis von Periodenerfolgen oder Cash-flows?	181
2.2	Bestimmung von Periodenerfolgen auf Basis des ökonomischen Gewinns?	183
2.3	Bestimmung von Periodenerfolgen auf Basis des kaufmännischen Gewinns?	184
2.4	Residualgewinne als tragfähiger Kompromiß	185
2.4.1	Soll-Ist-Vergleich mit Residualgewinnen	185
2.4.2	Residualgewinne als Orientierungshilfe	186
2.4.3	Akquisitionsfiktion und mehrfach gestufte Residualgewinn-Rechnung	187
3	Exkurs: Kapitalrenditen und Kontrolle	193
3.1	Statische Renditekennzahlen: ROI und ROE	193
3.2	CFROI als quasi-statisches Renditemaß	200
4	Strategische Abweichungsanalyse und Prämissenkontrolle	203

IV Unternehmensexterne Anwendung: Monitoring

A	Marktwertorientierte Monitoring-Konzepte	211
1	Ökonomische Rendite und Total Return	211
2	Ansatz von Bühner	213
3	Modell von Jensen	215
4	Residualgewinn-Konzept	216
4.1	Stewart (1990)	217
4.2	Davis/Flanders/Star (1991)	219
4.3	Röttger (1994)	221
B	Konzeption und Anwendung eines Residualgewinn-Konzepts	223
1	Konzeption	223
1.1	Empirische Berechnung des operativen Ergebnisses	224
1.2	Pragmatische Ermittlung von Steuern	225
1.3	Vereinfachte Bestimmung der Kapitalkosten	227
2	Datenaufbereitung	231
2.1	Erstellung von Strukturbilanz mit Gewinn- und Verlustrechnung	231
2.1.1	Aktiva der Strukturbilanz	231
2.1.2	Passiva der Strukturbilanz	241
2.1.3	Aufbereitete Gewinn- und Verlustrechnung	250
2.2	Kapitalmarktdaten	257
2.2.1	Börsenkapitalisierung	257
2.2.2	Aktienmarktrendite, risikoloser Zinssatz und Risikoprämie	258
2.2.3	Beta-Faktoren	260
2.2.4	Marktwert des Fremdkapitals und Fremdkapitalkosten	261
3	Empirischer Test	261
3.1	Vorgehensweise	265
3.2	Stichprobenumfang und Datenquellen	266
3.3	Auswertung und Interpretation der Ergebnisse	267
3.3.1	Ergebnisse aus der Anwendung des Residualgewinn-Konzepts	267

3.3.2	Untersuchung auf Zusammenhänge mit der Marktwert-Buchwert-Differenz	275
3.3.3	Analyse der Residualgewinn-Komponenten	278

V	Zusammenfassung der Ergebnisse	280
---	--------------------------------	-----

	Literaturverzeichnis	285
--	----------------------	-----

	Anhang: Daten der empirischen Analyse	317
--	---------------------------------------	-----

Abbildungsverzeichnis

Abbildung

1	Unternehmenssteuerung als Prozess	10
2	Gemeinsamkeiten zwischen den M/M-Bewertungsmethoden	27
3	M/M-Bewertungsformeln für den Rentenfall	30
4	Effiziente und dominante Portfolios	41
5	Das Unternehmen als Teil eines Systems gekoppelter Märkte	60
6	SCP-Modell: Rahmenkonzept zur Planung branchenbezogener Aktivitäten	67
7	Branchenstruktur-Modell von Porter	68
8	Wertschöpfungs-Prozesskette der Branche und Geschäftssystem des Unternehmens	72
9	Handlungsoptionen eines Unternehmens innerhalb einer Branche	73
10	Branchenkostenkurve und Wirkungszusammenhänge	75
11	Hypothesen über die zu erwartende Unternehmensleistung	76
12	“Goldene” Finanzierungs- und Bilanzstrukturregeln	79
13	Bayer-Formel	80
14	Beteiligungsfinanzierung vs. Fremdfinanzierung	81
15	Cash-flow-Definitionen bei Eigenfinanzierung	109
16	Definitionen von Kapitalkostensätzen	116
17	Rahmenkonzept zur Wertsteigerungsanalyse	142
18	Ansätze zur Integration von Investitionsrechnung und Kosten-/Leistungsrechnung	146
19	Zur konsistenten Bestimmung der betrieblichen Aufwendungen	178
20	Zur Vollständigkeit der Erfassung von Kapitalkosten	191
21	Hypothesen über Wertsteigerung/Wertreduktion	192

22	Zur Problematik der ROI-Steuerung	197
23	Zur Problematik der Kombination von Rendite- und Wachstumszielen	198
24	Total Return von 10 deutschen Industrieunternehmen, 1981 – 1991	212
25	Berechnung von Residualgewinnen auf Basis öffentlich verfügbarer Daten	230
26	Aktiva der Strukturbilanz	241
27	Passiva der Strukturbilanz	250
28	Aufbereitete Gewinn- und Verlustrechnung	257
29	Durchschnittliche Aktienmarktrenditen Bundesrepublik Deutschland	259
30	Renditen notierter Bundeswertpapiere	262
31	Relative Vorteile aus anteiliger Fremdfinanzierung	262
32	Vorteilsneutrale Fremdkapitalkostensätze	263
33	In der Stichprobe enthaltene Unternehmen	266
34	Quellen der verwendeten Daten	267
35	Operativ investiertes Kapital im Vergleich zum operativen Nettoergebnis von 1988 – 1992	271
36	Durchschnittliche Kapitalkostensätze im Untersuchungszeitraum	272
37	Entwicklung der Residualgewinne; 1988 vs. 1992	273
38	Durchschnittliche der Residualgewinn-Komponenten der zehn größten Unternehmen; 1988 – 1992	274
39	Korrelation zwischen normierten Residualgewinnen und Marktwert-Buchwert-Differenzen	278
40	Korrelation zwischen Residualgewinn und Residualgewinnkomponenten	278