INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	7
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	9
SYMBOLVERZEICHNIS	12
I. PROBLEMSTELLUNG	13
II. DES VALUE BASED MEASUREMENT	16
1. Value Based Measurement als Kern einer wertorientierten Unternehmensführung	16
1.1 Institutionelle Investoren als relevante Eigentümer	16
1.2 Die Konzentration auf institutionelle Investoren vor dem Hintergrund der These informationseffizienter Kapitalmärkte	29
1.3 Rahmenkonzept einer wertorientierten Unternehmensführung	33
1.4 Anforderungen an das Value Based Measurement	41
2. Die besondere Bedeutung der Finanzanalysten für die Ausgestaltung des Value Based Measurement	46
2.1 Finanzanalysten als Bindeglied zwischen institutionellen Investoren und dem Management	46
2.2 Grundsätzliche Vorgehensweise der Finanzanalysten	48
3. Durchführung einer empirischen Untersuchung unter internationalen Finanzanalysten zur Praxis der Unternehmensbewertung	56
3.1 Beschreibung der durchgeführten Fragebogenaktion	56
3.2 Von Finanzanalysten verwendete Verfahren der Unternehmensbewertung	57
III. UNTERNEHMENSBEWERTUNG VON FINANZANALYSTEN AUF DER BASIS DER DISCOUNTED CASH FLOW-METHODE (DCF)	61
1. Der Ansatz von Modigliani/Miller als Ausgangsbasis der DCF- Methode	61
2. Varianten der Discounted Cash Flow-Methode	64
2.1 Der Adjusted Present Value-Ansatz (APV)	64
2.2 Der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz (WACC)	67
2.3 Der Equity-Ansatz	71

3.	Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten auf der Basis des CAPM.....	71
4.	Zusammenfassung	75
4.1	Vermeintliche methodische Unterschiede der DCF-Methoden.....	75
4.2	Die Problematik und Relevanz des CAPM	86
4.3	DCF-Methoden im Lichte der Anforderungen an ein Value Based Measurement.....	95
IV.	UNTERNEHMENSBEWERTUNG DURCH FINANZANALYSTEN AUF DER BASIS PERIODISIERTER GRÖßEN.....	99
1.	Multiplikatoren.....	99
1.1	Direkte Multiplikatoren	101
1.2	Indirekte Multiplikatoren.....	105
1.3	Premiums und Discounts	108
1.4	Zusammenfassung und Implikationen.....	112
2.	Residualgewinne	117
2.1	Das Lücke-Theorem als theoretische Basis der Residualgewinn-Methode.....	117
2.2	Der Economic Value Added (EVA)-Ansatz.....	125
2.3	Zusammenfassung und Implikationen.....	127
3.	Wertorientierte Rentabilitäten.....	131
3.1	Der Cash Flow Return on Investment (CFROI)	132
3.2	Zusammenfassung und Implikationen.....	134
4.	Substanzwert.....	136
V.	ZUSAMMENFASSUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE KONZEPTION EINES VALUE BASED MEASUREMENT	138
	LITERATURVERZEICHNIS	148
	ANHANG A.....	186
	ANHANG B.....	197

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

<i>Abbildung 1: Idealtypische Abgrenzung privater und institutioneller Anleger</i>	17
<i>Abbildung 2: Die 10 größten europäischen institutionellen Investoren in 1995</i>	18
<i>Abbildung 3: Die 10 europäischen institutionellen Investoren mit den größten Aktienengagements in 1995</i>	19
<i>Abbildung 4: Die 10 deutschen institutionellen Investoren mit den größten Aktienengagements in 1995</i>	20
<i>Abbildung 5: Die 10 amerikanischen institutionellen Investoren mit den größten Aktienengagements außerhalb der USA in 1995</i>	21
<i>Abbildung 6: Beteiligung ausländischer Investoren an ausgewählten deutschen Großunternehmen</i>	21
<i>Abbildung 7: Veränderung der Investitionsstrategie europäischer institutioneller Investoren 1997-1999</i>	22
<i>Abbildung 8: Vorwiegend verwendete Performance Benchmarks zur Beurteilung von Portfolio-Managern in ausgewählten Ländern</i>	23
<i>Abbildung 9: Portfolio-Umschlagsraten von 700 führenden amerikanischen Finanzmanagern</i>	25
<i>Abbildung 10: Überrenditen aufgrund von Corporate Governance-Aktivitäten</i>	28
<i>Abbildung 11: Das Value Circle-Konzept</i>	34
<i>Abbildung 12: Operationalisierungsfunktion des Value Based Measurement</i>	40
<i>Abbildung 13: Anforderungen an das Value Based Measurement</i>	46
<i>Abbildung 14: Idealtypischer Zusammenhang zwischen Analystenempfehlungen, Anlageentscheidungen und Aktienkursreaktionen</i>	48
<i>Abbildung 15: Vorgehensweise bei der Aktienanalyse</i>	49
<i>Abbildung 16: Branchenspezialierung des Aktienresearch der Investmentbank MERRILL LYNCH in Europa</i>	50
<i>Abbildung 17: Qualitätsvergleich des europäischen Aktienresearch auf der Basis von Umfrageergebnissen</i>	55
<i>Abbildung 18: Geographische Verteilung der antwortenden Finanzanalysten</i>	57

Abbildung 19:	Anwendung von Unternehmensbewertungsverfahren durch Finanzanalysten	59
Abbildung 20:	Gewichtete Anwendungshäufigkeit von Unternehmensbewertungsverfahren durch Finanzanalysten	60
Abbildung 21:	Verwendung des APV-Ansatzes durch Finanzanalysten	65
Abbildung 22:	Verwendung des WACC-Ansatzes durch Finanzanalysten	68
Abbildung 23:	Verwendung des Equity-Ansatzes durch Finanzanalysten	71
Abbildung 24:	Verwendung des CAPM durch Finanzanalysten	72
Abbildung 25:	Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals	75
Abbildung 26:	Vergleich der Zahlungsströme	76
Abbildung 27:	Vergleich der Diskontierungsraten	77
Abbildung 28:	Grundschemata des APV-Ansatzes unter Berücksichtigung eines komplexen Steuersystems und Aufgabe der Vollausschüttungshypothese	85
Abbildung 29:	Verwendung von Multiplikatoren durch Finanzanalysten	99
Abbildung 30:	Die von Finanzanalysten am häufigsten verwendeten Multiplikatoren	100
Abbildung 31:	Die wichtigsten Multiplikatoren aus der Sicht von Finanzanalysten	101
Abbildung 32:	Die wichtigsten Periodenerfolgsgrößen aus der Sicht von Finanzanalysten	102
Abbildung 33:	Die wichtigsten Periodenerfolgsgrößen aus Sicht der Finanzanalysten in Deutschland und Großbritannien	103
Abbildung 34:	P/E-Verhältnis europäischer Technologieunternehmen relativ zum Gewinnwachstum	104
Abbildung 35:	EV/Sales unter Berücksichtigung der EBIT-Marge europäischer Chemieunternehmen	106
Abbildung 36:	EV/EBITDA-Verhältnis europäischer Versorgungsunternehmen relativ zum EBITDA-Wachstum	107
Abbildung 37:	EV/EBITDA-Verhältnis europäischer Technologieunternehmen relativ zum EBITDA-Wachstum	107

<i>Abbildung 38: EV/CE-Verhältnis europäischer Investitionsgüterhersteller relativ zum ROCE/WACC-Verhältnis</i>	108
<i>Abbildung 39: Die Verwendung von Premiums and Discounts durch Finanzanalysten</i>	109
<i>Abbildung 40: Höhe der von Finanzanalysten vorgenommenen Premiums und Discounts</i>	110
<i>Abbildung 41: Implizierte Diskontierungssätze von Unternehmen des DAX-30 Index</i>	114
<i>Abbildung 42: Die Verwendung von Residualgewinnen durch Finanzanalysten</i>	117
<i>Abbildung 43: Identität der Unternehmensbewertung auf der Basis von Zahlungsüberschüssen und Residualgewinnen</i>	120
<i>Abbildung 44: Wertanteile bei Diskontierung von Zahlungsüberschüssen und Residualgewinnen</i>	124
<i>Abbildung 45: Die Verwendung von wertorientierten Rentabilitäten durch Finanzanalysten</i>	131
<i>Abbildung 46: Die Verwendung des Substanzwertes durch Finanzanalysten</i>	136
<i>Abbildung 47: Zerlegung des Unternehmensgesamtwertes im APV-Ansatz unter Berücksichtigung der Wertbeiträge organisatorischer Einheiten</i>	143