

Inhaltsübersicht

| | |
|---|------------|
| 1 Einführung | 1 |
| 1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung | 1 |
| 1.2 Gang der Untersuchung | 3 |
| 2 Grundlagen des Shareholder Value-Konzeptes | 5 |
| 2.1 Die Steigerung des Shareholder Value als Unternehmensziel | 5 |
| 2.2 Gründe für die Entwicklung des Shareholder Value-Konzeptes | 7 |
| 2.3 Kritik am Shareholder Value-Konzept..... | 12 |
| 3 Tradierte Shareholder Value-Verfahren | 23 |
| 3.1 Zur Dominanz von Ertragswertmethode und Discounted Cash Flow-Methode | 23 |
| 3.2 Kapitaltheoretische Grundlagen..... | 25 |
| 3.3 Ertragswertmethode..... | 51 |
| 3.4 Discounted Cash Flow-Methode | 58 |
| 3.5 Kritische Würdigung der tradierten Shareholder Value-Verfahren..... | 97 |
| 3.6 Zwischenfazit | 158 |
| 4 Verwendung optionspreistheoretischer Ansätze im Shareholder Value-Konzept | 165 |
| 4.1 Grundlagen optionspreistheoretischer Ansätze | 165 |
| 4.2 Analytische Ableitung der Kapitalkosten durch vollständige Gleichgewichtsmodelle der Optionspreistheorie | 187 |
| 4.3 Kritische Würdigung der Verwendung der Optionspreistheorie im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes | 234 |
| 4.4 Ergebnis..... | 259 |
| 5 Zusammenfassung und abschließendes Fazit..... | 263 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| 1 Einführung | 1 |
| 1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung..... | 1 |
| 1.2 Gang der Untersuchung | 3 |
| 2 Grundlagen des Shareholder Value-Konzeptes..... | 5 |
| 2.1 Die Steigerung des Shareholder Value als Unternehmensziel..... | 5 |
| 2.2 Gründe für die Entwicklung des Shareholder Value-Konzeptes..... | 7 |
| 2.2.1 Kritik an den herkömmlichen Zielgrößen | 7 |
| 2.2.2 Prinzipal/Agent-Problematik | 9 |
| 2.2.3 Strategische Akquisitionen und feindliche Übernahmen | 10 |
| 2.3 Kritik am Shareholder Value-Konzept | 12 |
| 2.3.1 Interessenmonismus..... | 12 |
| 2.3.2 Marktwertmaximierung versus Nutzenmaximierung | 15 |
| 2.3.3 Shareholder Value versus Aktienkurs | 18 |
| 3 Traditierte Shareholder Value-Verfahren | 23 |
| 3.1 Zur Dominanz von Ertragswertmethode und Discounted Cash Flow-Methode | 23 |
| 3.2 Kapitaltheoretische Grundlagen | 25 |
| 3.2.1 Finanzierungs- und Investitionstheorie | 25 |
| 3.2.2 Finanzierungstheorie unter Berücksichtigung von Unsicherheit | 27 |
| 3.2.2.1 Zur Unterscheidung zwischen Unsicherheit und Risiko | 27 |
| 3.2.2.2 Risikoarten | 30 |
| 3.2.2.2.1 Geschäfts- versus Finanzierungsrisiko | 30 |
| 3.2.2.2.2 Systematisches versus unsystematisches Risiko | 33 |
| 3.2.2.3 Risikoeinstellungen | 36 |

| | |
|--|----|
| 3.2.3 Kapitalwertrechnungen der Investitionstheorie | 39 |
| 3.2.3.1 Grundlegende Gemeinsamkeiten | 39 |
| 3.2.3.2 Verfahrenstechnische Unterschiede | 42 |
| 3.2.3.2.1 Ertragsgrößendefinition..... | 42 |
| 3.2.3.2.2 Annahmen über zukünftige Zahlungsströme | 46 |
| 3.2.3.2.3 Art der Risikoberücksichtigung | 48 |
| 3.3 Ertragswertmethode | 51 |
| 3.3.1 Sicherheitsäquivalenzmethode | 51 |
| 3.3.2 Risikozuschlagsmethode | 52 |
| 3.3.3 Vergleich von Sicherheitsäquivalenz- und Risikozuschlagsmethode | 55 |
| 3.4 Discounted Cash Flow-Methode | 58 |
| 3.4.1 Equity- versus Entity-Approach | 58 |
| 3.4.1.1 Equity-Approach | 58 |
| 3.4.1.2 Entity-Approach | 59 |
| 3.4.1.3 Vergleich von Equity- und Entity-Approach | 61 |
| 3.4.2 Eigenkapitalkostenermittlung | 63 |
| 3.4.2.1 Portefeuilletheoretische Ansätze zur Eigenkapitalkostenermittlung im Überblick | 63 |
| 3.4.2.2 Capital Asset Pricing-Modell | 67 |
| 3.4.2.2.1 Beschreibung des Capital Asset Pricing-Modells | 67 |
| 3.4.2.2.1.1 Portfolio Selection-Theorie als Grundlage des Capital Asset Pricing-Modells | 67 |
| 3.4.2.2.1.2 Modell der Kapitalmarktlinie | 71 |
| 3.4.2.2.1.3 Modell der Wertpapierlinie | 75 |
| 3.4.2.2.2 Capital Asset Pricing-Modell im Rahmen der Discounted Cash Flow-Methode..... | 82 |
| 3.4.2.3 Marktmodell | 85 |
| 3.4.2.3.1 Beschreibung des Marktmodells | 85 |
| 3.4.2.3.2 Marktmodell im Rahmen der Discounted Cash Flow-Methode | 88 |
| 3.4.2.4 Vergleich von Capital Asset Pricing-Modell und Marktmodell..... | 89 |
| 3.4.3 Fremdkapitalkostenermittlung | 94 |
| 3.4.4 Gewichtung der Kapitalkosten | 95 |

| | |
|--|-----|
| 3.5 Kritische Würdigung der tradierten Shareholder Value-Verfahren | 97 |
| 3.5.1 Grundüberlegungen zu einer kritischen Betrachtung | 97 |
| 3.5.2 Kritik an den Modellannahmen | 101 |
| 3.5.2.1 Vollkommener Kapitalmarkt und dessen Implikationen .. | 101 |
| 3.5.2.1.1 Bedeutung der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes | 101 |
| 3.5.2.2 Implikationen der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes | 103 |
| 3.5.2.2.2 Der Vereinfachung dienende Annahmen | 116 |
| 3.5.3 Methodische Aspekte | 122 |
| 3.5.3.1 Zirkulantitätsproblem | 122 |
| 3.5.3.2 Art der Unsicherheitserfassung | 126 |
| 3.5.4 Bewertungsprinzipien | 129 |
| 3.5.4.1 μ/σ -Kriterium und Bernoulli-Prinzip | 129 |
| 3.5.4.1.1 Grundüberlegungen | 129 |
| 3.5.4.1.2 μ/σ -Kriterium UND BERNOULLI-Prinzip in der Ertragswertmethode | 130 |
| 3.5.4.1.3 μ/σ -Kriterium UND BERNOULLI-Prinzip in der Discounted Cash Flow-Methode | 133 |
| 3.5.4.1.4 Zwischenfazit | 135 |
| 3.5.4.2 Opportunitäts- versus Kapitalkostenprinzip .. | 136 |
| 3.5.5 Operationalisierungsaspekte | 138 |
| 3.5.5.1 Bestimmung der relevanten Parameter | 138 |
| 3.5.5.1.1 Cash Flow-Ermittlung | 138 |
| 3.5.5.1.2 Ermittlung des risikolosen Marktzinses | 142 |
| 3.5.5.1.3 Ermittlung des Marktpreises des Risikos (Marktportfeuille) | 146 |
| 3.5.5.1.4 Ermittlung des Risikofaktors | 149 |
| 3.5.5.1.5 Fremdkapitalkostenermittlung | 150 |
| 3.5.5.2 Konstanz der Parameter | 154 |
| 3.5.6 Empirische Validität | 157 |
| 3.6 Zwischenfazit | 158 |

4 Verwendung optionspreistheoretischer Ansätze im Shareholder Value-Konzept 165

| | |
|---|-----|
| 4.1 Grundlagen optionspreistheoretischer Ansätze..... | 165 |
| 4.1.1 Theoretische Einordnung von Optionen..... | 165 |
| 4.1.1.1 Definition..... | 165 |
| 4.1.1.2 Komponenten des Optionspreises | 166 |
| 4.1.2 Theoretische Einordnung der Optionspreistheorie..... | 169 |
| 4.1.3 Vollständige Gleichgewichtsmodelle der Optionspreistheorie | 173 |
| 4.1.3.1 Hedgeportefeuille als Grundlage vollständiger Gleichgewichtsmodelle | 173 |
| 4.1.3.2 Übertragung vollständiger Gleichgewichtsmodelle der Optionspreistheorie auf die Kapitalanteile eines Unternehmens..... | 176 |
| 4.1.3.2.1 Grundidee nach BLACK/SCHOLES | 176 |
| 4.1.3.2.2 Exkurs: Risikoprämienansatz | 181 |
| 4.1.3.3 Überlegungen zur Verwendung der Optionspreistheorie im Shareholder Value-Konzept in der Literatur | 182 |
| 4.1.3.4 Übertragung vollständiger Gleichgewichtsmodelle der Optionspreistheorie auf das Shareholder Value-Konzept | 184 |
| 4.2 Analytische Ableitung der Kapitalkosten durch vollständige Gleichgewichtsmodelle der Optionspreistheorie | 187 |
| 4.2.1 Verwendung des Binomialmodells im Shareholder Value-Konzept..... | 187 |
| 4.2.1.1 Grundlagen des Binomialmodells..... | 187 |
| 4.2.1.1.1 Verteilungsannahme des Binomialmodells | 187 |
| 4.2.1.1.2 Wertentwicklung des Hedgeportefeuilles im Binomialmodell..... | 190 |
| 4.2.1.2 Übertragung des Binomialmodells auf die Unternehmensebene..... | 192 |
| 4.2.1.3 Kapitalkostenermittlung mit dem Binomialmodell..... | 194 |
| 4.2.1.3.1 Kapitalkosten ohne Risikoberücksichtigung (Referenzfall) | 194 |
| 4.2.1.3.2 Kapitalkosten mit Risikoberücksichtigung..... | 200 |
| 4.2.1.3.3 Zwischenfazit | 208 |
| 4.2.2 Verwendung des BLACK/SCHOLES-Modells im Shareholder Value-Konzept 209 | |
| 4.2.2.1 Grundlagen des BLACK/SCHOLES-Modells | 209 |
| 4.2.2.1.1 Verteilungsannahme des BLACK/SCHOLES-Modells | 209 |
| 4.2.2.1.2 Herleitung der BLACK/SCHOLES-Formel..... | 212 |
| 4.2.2.1.3 Zusammenhang zwischen Binomial- und BLACK/SCHOLES-Modell | 217 |
| 4.2.2.2 Übertragung des BLACK/SCHOLES-Modells auf die Unternehmensebene..... | 223 |
| 4.2.2.3 Kapitalkostenermittlung mit dem BLACK/SCHOLES-Modell | 226 |

| | |
|--|------------|
| 4.3 Kritische Würdigung der Verwendung der Optionspreistheorie im Rahmen des Shareholder Value-Konzeptes | 234 |
| 4.3.1 Grundüberlegungen zu einer kritischen Würdigung | 234 |
| 4.3.2 Kritik an den Modellannahmen | 235 |
| 4.3.2.1 Annahmen des vollkommenen Kapitalmarktes | 235 |
| 4.3.2.2 Der Vereinfachung dienende Annahmen | 241 |
| 4.3.3 Methodische Aspekte | 247 |
| 4.3.3.1 Zirkulantitätsproblem | 247 |
| 4.3.3.2 Art der Unsicherheitserfassung | 248 |
| 4.3.4 Bewertungsprinzipien | 249 |
| 4.3.4.1 Präferenzfreie Bewertung | 249 |
| 4.3.4.2 Kapitalkostenprinzip | 251 |
| 4.3.5 Operationalisierungsaspekte | 251 |
| 4.3.5.1 Bestimmung der relevanten Parameter | 251 |
| 4.3.5.1.1 Cash Flow-Ermittlung | 251 |
| 4.3.5.1.2 Ermittlung des risikolosen Marktzinses | 254 |
| 4.3.5.1.3 Ermittlung der Markttrendite und des Marktrisikos | 255 |
| 4.3.5.1.4 Ermittlung des Risikofaktors | 256 |
| 4.3.5.1.5 Ermittlung von Nennwert und Laufzeit des Fremdkapitals | 256 |
| 4.3.5.2 Konstanz der Parameter | 257 |
| 4.3.6 Empirische Validität | 259 |
| 4.4 Ergebnis | 259 |
| 5 Zusammenfassung und abschließendes Fazit | 263 |
| Literaturverzeichnis | 269 |