

## Inhaltsverzeichnis

<b>Inhaltsverzeichnis.....</b>	<b>XI</b>
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>XV</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis.....</b>	<b>XVIII</b>
<b>\ I. Einführung in die Thematik und Zielsetzung der Arbeit.....</b>	<b>1</b>
I.1. Das Shareholder Value-Konzept oder die Renaissance der ursprünglichen unternehmerischen Frage nach der Performance.....	1
I.2. Zielsetzung und Gang der Arbeit.....	8
<b>\ II. Darstellung und kritische Diskussion herkömmlicher Maßstäbe des unternehmerischen Erfolgs.....</b>	<b>11</b>
II.1. Gewinnkonzepte: Darstellung und kritische Diskussion.....	11
II.1.1. Ausprägungsformen des Gewinnkonzepts.....	11
II.1.2. Fundamentale Mängel der buchhalterischen Erfolgsmessung.....	12
II.1.2.1. Gewinn versus Ausschüttung.....	13
II.1.2.2. Keine Berücksichtigung der Zeitpräferenzen.....	16
II.1.2.3. Keine Berücksichtigung der Risikopräferenzen.....	17
II.1.2.4. Buchhalterischer Periodenerfolg versus Wertsteigerung.....	19
II.1.2.5. Manipulierbarkeit des buchhalterischen Erfolgsaus- weises.....	26
II.1.3. Fundamentale Mängel relativer, buchhalterischer Gewinn- konzepte.....	34
II.1.3.1. Return-on-Investment (ROI).....	34
II.1.3.2. Return-on-Equity (ROE).....	37

II.1.4. Zusammenfassung.....	40
II.2. Erfolgspotentialkonzepte: Darstellung und kritische Diskussion.....	42
II.2.1. Ausprägungsformen des Erfolgspotentialkonzepts.....	42
II.2.2. Fundamentale Mängel der Erfolgspotentialkonzepte.....	44
II.2.2.1. Wachstum versus Free Cash Flow.....	45
II.2.2.1.1. Fallstudie: Die Expansionspleite.....	46
II.2.2.1.2. Sustainable Growth-Modell und Free Cash Flow.....	50
II.2.2.2. Keine Berücksichtigung der Kapitalkosten.....	58
II.2.2.2.1. Das fundamentale Marktwertmodell.....	60
II.2.2.2.2. Agency Costs of Free Cash Flow.....	63
II.2.2.3. Fundamentale Mängel der BCG-Portfoliomatrix.....	74
II.2.3. Zusammenfassung.....	81
 III. Darstellung und Diskussion des Shareholder Value-Konzepts.....	83
III.1. Ausprägungsformen des Shareholder Value-Konzepts.....	83
III.2. Darstellung originärer Marktwertmodelle.....	88
III.2.1. Bezugsrahmen zur Einordnung originärer Marktwertmodelle.....	87
III.2.2. Marktwert/Buchwert-Modell mit zeitlich unbegrenztem, konstantem Wachstum (Gordon Modell).....	89
III.2.3. Marktwert/Buchwert-Modell mit konstantem, zeitlich begrenztem Wachstum.....	98
III.2.4. Finanzwirtschaftliches Marktwertmodell mit konstantem, zeitlich begrenztem Wachstum.....	101
III.2.5. Marktwert/Buchwert-Modell versus finanzwirtschaftliches Marktwertmodell.....	108
III.3. Probleme beim Einsatz des Shareholder Value-Konzeptes und Handhabungsmöglichkeiten.....	111
III.3.1. Probleme bei der rechnerischen Ermittlung des Shareholder	

Value und Handhabungsmöglichkeiten.....	111
III.3.1.1. Projektion des zukünftigen, freien Cash Flows.....	112
III.3.1.2. Restwertermittlung.....	114
III.3.1.3. Kapitalkostenermittlung durch das CAPM.....	115
III.3.1.4. Festlegung der Kapitalstruktur.....	123
III.3.2. Organisationsprobleme beim Einsatz des Shareholder Value-Konzepts und Handhabungsmöglichkeiten.....	126
III.3.2.1. Erklärung der Organisationsprobleme beim Shareholder Value-Konzept.....	126
III.3.2.2. Organisationsprobleme bei der Ermittlung des Shareholder Value.....	132
III.3.2.2.1. Divergenz der Erwartungshaltung.....	134
III.3.2.2.2. Divergenz der Konsum- und Risikopräferenzen.....	138
III.3.2.2.3. Asymmetrische Informationsverteilung.....	142
III.3.2.3. Möglichkeiten zur Handhabung der Organisationsprobleme.....	142
III.3.2.3.1. Anpassung der Messung des Shareholder Value.....	142
III.3.2.3.2. Die Betrachtung von Marktpreisen als Ausgangspunkt der Bewertung.....	143
III.3.2.3.3. Strategische Kontrolle.....	147
III.3.2.3.4. Anreizverträgliche Ermittlung des Shareholder Value.....	149
III.3.2.4. Organisationsprobleme bei der Ermittlung des Shareholder Value auf Geschäftseinheitsebene und Handhabungsmöglichkeiten.....	158
III.4. Zusammenfassung.....	166
<b>IV. Shareholder Value- versus Stakeholder Value-Ansatz.....</b>	<b>168</b>
IV. 1. Ausprägungsformen des Stakeholder Value-Ansatzes.....	168
IV.2. Stakeholder Value-Ansatz auf der Grundlage des Koalitionsmodells: Darstellung und kritische Diskussion.....	169

IV.3. Stakeholder Value-Ansatz auf der Grundlage neuerer ökonomischer Theorien: Darstellung und kritische Diskussion.....	175
IV.3.1. Das Problem der Operationalisierung des Stakeholder Value-Konzepts.....	177
IV.3.2. Strukturelle Identität der Zielvorstellungen von Stakeholdern und Shareholdern.....	178
IV.3.3. Vorzüge des Shareholder Value-Ansatzes auf der Ebene der Wirtschaftsordnung.....	181
IV.3.4. Vorzüge des Shareholder Value-Konzepts auf der Ebene der Unternehmensverfassung.....	188
IV. 4. Zusammenfassung.....	192
<b>V. Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>194</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>199</b>

## Abbildungsverzeichnis

### Kapitel I

Abbildung I-1:	Erfolgsentwicklung bei Berkshire Hathaway.....	4
Abbildung I-2:	Führungsgrundsätze bei Berkshire Hathaway.....	7

### Kapitel II

Abbildung II-1:	Gewinnbegriffe.....	12
Abbildung II-2:	Unterscheidung verschiedener Ströme.....	14
Abbildung II-3:	Indirekte Ermittlung des Cash Flows.....	16
Abbildung II-4:	Gewinnwachstum und Wahrscheinlichkeiten für Unternehmen A und B.....	18
Abbildung II-5:	Erwartungswert und Risiko der Gewinnentwicklung von Unternehmen A und B.....	18
Abbildung II-6:	Beispiel für die Gewinnentwicklung einer schwebenden Investition.....	21
Abbildung II-7:	Wertsteigerung und Jahresergebnis im Lebenszyklus-Konzept.....	23
Abbildung II-8:	Periodengewinn versus Wertsteigerung.....	25
Abbildung II-9:	Bilanzpolitik und Bilanzkennzahlen.....	30
Abbildung II-10:	Kapitalintensität und Rentabilität (nach Steuern) für ausgewählte Unternehmen.....	36
Abbildung II-11:	Das Erfolgspotential-Konzept.....	42
Abbildung II-12:	Zusammenhang zwischen Rentabilität und Marktanteil.....	46
Abbildung II-13:	Jahresabschlüsse 1985/1986 der Expansions AG.....	47
Abbildung II-14:	Total Cash Flow-Analyse 1986.....	48
Abbildung II-15:	Total Cash Flow-Analyse 1987.....	49
Abbildung II-16:	Soll-Bilanzstruktur bei Verdoppelung des Umsatzes.....	50
Abbildung II-17:	Die Entwicklung der Eigenkapitalquote in der Bundesre-	

publik Deutschland.....	51
Abbildung II-18: Das Sustainable Growth-Modell.....	52
Abbildung II-19: Vorschlag für eine Finanzmittelabschätzung mit Hilfe von Strukturkennzahlen.....	56
Abbildung II-20: Das fundamentale Marktwertmodell.....	61
Abbildung II-21: Agency Costs of Free Cash Flow.....	64
Abbildung II-22: Wertsteigerung im Lebenszyklus.....	70
Abbildung II-23: Mögliche Breakup Values von Unternehmen.....	72
Abbildung II-24: Ergebnis der CFROI-Analyse der Boston Consulting Group.....	74
Abbildung II-25: Rentabilitätsmatrix.....	76
Abbildung II-26: Kapitalallokation in LBO-Gesellschaften.....	81

### Kapitel III

Abbildung III-1: Komponenten des Shareholder Value-Konzepts.....	86
Abbildung III-2: Bezugsrahmen zur Einordnung originärer Marktwertmodelle.....	88
Abbildung III-3: M/B-Modell mit zeitlich unbegrenztem, konstantem Wachstum.....	90
Abbildung III-4: Kennzahlenhierarchie für ein wertorientiertes EIS.....	94
Abbildung III-5: Profitability of Dow Jones Industrials - September 1987.....	95
Abbildung III-6: Jahresabschlüsse der Tochtergesellschaften 1 und 2.....	96
Abbildung III-7: Bewertung der Tochtergesellschaften anhand herkömmlicher Performancemaßstäbe.....	96
Abbildung III-8: Ableitung der Eigenkapitalkosten aus dem CAPM.....	97
Abbildung III-9: M/B-Modell der Tochtergesellschaften.....	98
Abbildung III-10: M/B-Modell mit zeitlich begrenztem, konstantem Wachstum.....	99
Abbildung III-11: M/B-Modell in Abhängigkeit von der Dauer des Wachstums.....	101
Abbildung III-12: Finanzwirtschaftliches Marktwertmodell mit zeitlich begrenztem, konstantem Wachstum.....	103

Abbildung III-13:	Ermittlung von freien Cash Flows und Unternehmenswert nach Strategieänderung.....	107
Abbildung III-14:	Ermittlung des Barwerts der Investitionsausgaben.....	108
Abbildung III-15:	M/B-Relation im Lebenszyklus.....	109
Abbildung III-16:	Buchwert-Rendite versus Marktwert-Rendite.....	110
Abbildung III-17:	Die Miller-Modigliani DCF-Formel.....	113
Abbildung III-18:	Rentabilitätsspanne bei Einbeziehung des branchenspezifischen, unsystematischen Risikos.....	118
Abbildung III-19:	Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Methode.....	120
Abbildung III-20:	Optimaler Konsumplan und optimales Investitionsprogramm bei gespaltenen Zinssatz.....	130
Abbildung III-21:	Interessenkonflikt bzgl. marktwertmaximierender Investitionspolitik bei divergierenden subjektiven Risikonutzenfunktionen.....	139
Abbildung III-22:	Die Unternehmer-Beteiligung bei Bertelsmann.....	140
Abbildung III-23:	Das neue Bonus-System.....	150
Abbildung III-24:	Ermittlung des M/B-Verhältnisses eines Unternehmens aus dem M/B-Verhältnis der einzelnen Geschäftseinheiten.....	161
Abbildung III-25:	Die neue Kapitalstruktur-Strategie.....	165

## Kapitel IV

Abbildung IV-1:	Zielausrichtung der Unternehmenspolitik auf Anspruchsguppen.....	174
Abbildung IV-2:	Verteilung von Verfügungsrechten in verschiedenen Unternehmungstypen.....	189