

Viktor Jakobowicz

Wertorientierte Unternehmensführung

**Ökonomische Grundlagen -
Planungsansatz -
Bewertungsmethodik**

**Mit einem Geleitwort von
Prof. Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Josef Kloock**

Deutscher Universitäts-Verlag

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	XV
Symbolverzeichnis.....	XVII
1. Einleitung.....	1
1.1. Einführung in die Thematik.....	1
1.2. Gang der Untersuchung.....	4
2. Theoretische und konzeptionelle Grundlagen des Zukunftserfolgs werts als Zielgröße der Unternehmensführung.....	7
2.1. Die Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals als unternehmerische Zielsetzung.....	7
2.1.1. Zielbildung im kapitalgeleiteten Unternehmen.....	7
2.1.2. Konsumnutzenmaximierung als Ziel der Untemehmenseigner.....	10
2.1.3 Konsumnutzenmaximierung und Marktwertmaximierung.....	12
2.1.4. Marktwertmaximierung bei unvollkommenem Kapitalmarkt.....	16
2.2. Der Zukunftserfolgs wert als pragmatisches Konzept der Marktwertmessung.....	19
2.2.1. Definition des Zukunftserfolgs werts.....	19
2.2.2. Die periodischen Eigner-Zahlungsüberschüsse als Einflußgrößen des Zukunftserfolgs werts.....	21
2.2.2.1. Die Eigner-Zahlungsreihe als Sachverhaltskomponente des Zukunftserfolgs werts.....	21
2.2.2.2. Unternehmerische Periodenerfolge als Ausgangsgrößen zur Ermittlung der periodischen Eigner-Zahlungsüberschüsse.....	21

2.2.2.3.	Periodische Eigner-Zahlungsüberschüsse als Residualgrößen periodischer unternehmerischer Erfolgzahlungen.....	23
2.2.2.3.1.	<i>Investitions- und Finanzierungsprojekte als Quellen unternehmerischer Zahlungsströme.....</i>	23
2.2.2.3.2.	<i>Die periodischen Zahlungsüberschüsse des Leistungsbereichs.....</i>	24
2.2.2.3.3.	<i>Die periodischen Zahlungsüberschüsse des Fremdkapitalbereichs.....</i>	25
2.2.2.3.3.1.	<i>Definitionen und Annahmen zu den Zahlungen des Fremdkapitalbereichs.....</i>	25
2.2.2.3.3.2.	<i>Exkurs: Zur expliziten Erfassung gemischter Fremdfinanzierungs- vorgänge.....</i>	26
2.2.2.3.4.	<i>Ermittlung der periodischen Eigner-Zahlungs- überschüsse anhand der Komponenten der periodischen Erfolgzahlungsüberschüsse.....</i>	28
2.2.2.4.	Cash Flow-Definitionen und ihre grundsätzliche Eignung zur Zukunftserfolgswertermittlung.....	33
2.2.2.5	Exkurs: Zur Zukunftserfolgswertermittlung auf Basis handelsrechtlicher Stromgrößen.....	36
2.2.3.	Die Eigenkapitalkostensätze als Komponenten des Zukunftserfolgswerts ...	44
2.2.3,1	Zur Funktion der periodischen Eigenkapitalkostensätze im Rahmen der Zukunftserfolgswertermittlung.....	44
2.2.3.2.	Alternative Ansätze zur Ermittlung der Eigenkapitalkostensätze...	46
2.2.3.2.1.	<i>Einzelfallorientierte typisierte Ermittlung der Eigenkapitalkostensätze.....</i>	46
2.2.3.2.2.	<i>Marktorientierte Ermittlung der Eigenkapital- kostensätze auf Basis der traditionellen Kapitalkostentheorie.....</i>	48
2.2.3.2.3.	<i>Marktorientierte Ermittlung der Eigenkapital- kostensätze mit dem Capital Asset Pricing Model.....</i>	51
2.2.3.3	Kapitalkosten und Kapitalstruktur.....	61
2.2.3.3.1.	<i>Einführende Bemerkungen, Definitionen und Annahmen.....</i>	61
2.2.3.3.2.	<i>Nettogewinnansatz und traditionelle Kapitalstrukturthese.....</i>	64
2.2.3.3.3.	<i>Bruttogewinnansatz bei vollkommenem Kapitalmarkt....</i>	66
2.2.3.3.4.	<i>Bruttogewinnansatz bei nicht finanzierungsneutraler Unternehmensbesteuerung.....</i>	68
2.2.3.3.5.	<i>Zur Berücksichtigung von Insolvenzgefahr und Insolvenzkosten im Bruttogewinnansatz.....</i>	71
2.2.3.4.	Fazit und Annahmen zur Kapitalkostenermittlung.....	73
2.2.3.5.	Implikationen der Relevanz der Kapitalstruktur für die Zukunftserfolgswertermittlung.....	81

2.2.4. Zur Berücksichtigung der Ertragsteuern bei der Zukunftserfolgswertermittlung.....	83
2.2.4.1. Unternehmenssteuern und persönliche Steuern als bewertungs- relevante Belastungen der Konsummöglichkeiten der Eigner.....	83
2.2.4.2. Zur Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens.....	84
2.2.4.3. Zur Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer der Eigner.....	91
2.2.5. Zusammenfassende Charakterisierung des Zukunftserfolgs werts.....	95

3. Wertorientierte Unternehmensführung als strategisches Planungs- und Entscheidungsinstrument 97

3.1. Strategische Planungs- und Entscheidungsaufgaben als Anwendungsbereiche der wertorientierten Unternehmensführung.....	97
3.1.1. Überblick über Managementaufgaben aus prozeßorientierter und hierarchischer Sicht.....	97
3.1.2. Wert orientierte Unternehmensführung als Methode zur zukunfts- erfolgswertorientierten Ausgestaltung der strategischen Planung.....	101
3.2. Die wertorientierte Unternehmensführung in den Teilphasen des strategischen Planungsprozesses.....	104
3.2.1. Wertorientierte Unternehmensführung und strategische Zielbildung.....	104
3.2.2. Wertorientierte Unternehmensführung und strategische Analyse.....	109
3.2.2.1. Allgemeine Charakterisierung, Aufgaben, Bestandteile und Abgrenzung der strategischen Analyse.....	109
3.2.2.2. Ausgestaltung der strategischen Analyse im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung.....	116
3.2.3. Wertorientierte Unternehmensführung und strategische Alternativengenerierung.....	126
3.2.3.1. Zu Aufgaben, Methoden und Bestandteilen der Alternativengenerierung im allgemeinen und im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung.....	126
3.2.3.2. Die Formulierung der Menge der strategischen Handlungsalternativen als Aktionsraum der wertorientierten Unternehmensführung.....	128
3.2.3.2.1. <i>Generierung geeigneter Einzelmaßnahmen als strategische Aktionsparameter.....</i>	128
3.2.3.2.2. <i>Generierung strategischer Handlungsalternativen als Kombinationen strategischer Einzelmaßnahmen....</i>	135

3.2.3.3. Die Wirkungsprognose der strategischen Handlungsalternativen im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung.....	149
3.2.4. Strategische Alternativenbewertung und Entscheidung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung.....	155
3.2.4.1. Strategische Alternativenbewertung als Gesamtunternehmens- bewertung.....	155
3.2.4.2. Exkurs: Zur Eignung bestimmter wertorientierter Rendite- größen für die strategische Alternativenbewertung.....	157
3.2.5. Wertorientierte Unternehmensführung und Implementierung strategischer Entscheidungen.....	159
3.2.5.1. Aufgaben der Teilphase der Implementierung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung.....	159
3.2.5.2. Implementierung strategischer Entscheidungen durch Vorgabe von Entscheidungsregeln auf der Ebene der taktischen Unternehmensführung.....	160
3.2.5.3. Implementierung strategischer Entscheidungen durch Vorgabe von Entscheidungsregeln auf der Ebene der operativen Unternehmensführung.....	164
4. Bewertungsmethoden als Rechenverfahren zur Ermittlung zahlungsoientierter Zukunftserfolgswerte einer wertorientierten Unternehmensführung.....	168
4.1. Zum Begriff der Bewertungsmethode.....	168
4.2. Generelle Annahmen und Definitionen zur Darstellung und Überführung der Bewertungsmethoden.....	170
4.3. Darstellung der Zahlungsorientierten Bewertungsmethoden.....	173
4.3.1. Flow to Equity- bzw. Ertragswertmethode als Nettomethode der zahlungsoientierten Zukunftserfolgswertermittlung.....	173
4.3.1.1. Allgemeine Charakterisierung der Nettomethode.....	173
4.3.1.2. Zur Identität der Flow to Equity- mit der Ertragswertmethode, ...	176
4.3.2. Die Bruttoverfahren der Zukunftserfolgswertermittlung.....	179
4.3.2.1 Allgemeine Charakterisierung der Bruttomethoden.....	179
4.3.2.2. Die Total Cash Flow-Methode.....	181
4.3.2.3. Die Weighted AverageCost of Capital-Methode.....	183
4.3.2.4. Die Adjusted Present Value-Methode.....	185
4.3.3. Zusammenfassender formaler Überblick über die Bewertungsmethoden....	189

4.4. Die Bewertungsmethoden als vollständig äquivalente Verfahren zur Ermittlung des Zukunftserfolgs werts.....	191
4.4.1 Notwendigkeit, Voraussetzungen und Vorgehensweise eines Beweises der Äquivalenz der Bewertungsmethoden.....	191
4.4.1.1. Zur Notwendigkeit eines Äquivalenzbeweises.....	191
4.4.1.2. Voraussetzungen für die Äquivalenzuntersuchung der Bewertungsmethoden.....	200
4.4.1.3. Zur Vorgehensweise der Äquivalenzuntersuchung der Bewertungsmethoden.....	204
4.4.2. Beweis der Äquivalenz der Bewertungsmethoden für den allgemeinen T-Perioden-Fall.....	209
4.4.2.1 Überführung der Ertragswert- bzw Flow to Equity-Methode in die Total Cash Flow-Methode.....	209
4.4.2.2. Überführung der Total Cash Flow-Methode in die Weighted AverageCost ofCapital-Methode.....	213
4.4.2.3. Überführung der Total Cash Flow-Methode in die Adjusted Present Value-Methode.....	216
4.4.3. Methodik der Berechnung der periodenspezifischen Eigen- und Gesamtkapitalkostensätze.....	224
4.4.3.1. Zur Notwendigkeit der Demonstration einer praktikablen Methode zur korrekten Kapitalkostenberechnung.....	224
4.4.3.2. Zirkuläre Abhängigkeiten bei der Zukunftserfolgs wert-ermittlung.....	227
4.4.3.3. Vorgehensweise der iterativen Kapitalkosten- und Zukunftserfolgs wertberechnung.....	233
4.4.3.4. Darstellung eines Verfahrens zur computergestützten iterativen Kapitalkosten- und Zukunftserfolgs wertberechnung mit Fallbeispiel.....	238
4.5. Beurteilung der Eignung der Bewertungsmethoden für Zwecke der wertorientierten Unternehmensführung.....	247
4.5.1. Implikationen der Ergebnisse der Äquivalenzuntersuchung der Bewertungsmethoden für die Vorgehensweise ihrer Beurteilung.....	247
4.5.2 Aus den Rechnungszwecken der Zukunftserfolgs wertermittlung im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung abgeleitete Rechnungsziele als Kriterien zur Beurteilung der Bewertungsmethoden....	252

4.5.3	Einschätzung der Eignung der Bewertungsmethoden zur Erreichung der rechnungszweckbezogenen Rechnungsziele.....	255
4.5.3.1.	Zur Berücksichtigung der ausweisbezogenen Aspekte der rechnungszweckbezogenen Rechnungsziele in der Literatur.....	255
4.5.3.2.	Eignung der Bewertungsmethoden zur Erreichung der analysezweckbezogenen Rechnungsziele.....	256
4.5.3.3.	Eignung der Bewertungsmethoden zur Erreichung der alternativenbewertungszweckbezogenen Rechnungsziele.....	262
4.5.3.4.	Eignung der Bewertungsmethoden zur Erreichung der implementierungszweckbezogenen Rechnungsziele.....	265
4.5.4.	Fazit der Eignungsbeurteilung der Bewertungsmethoden.....	267
5.	Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	269
	Literaturverzeichnis.....	278