

**Ulrike Gutjahr**

# Unternehmenswert bei Steuern und Wachstum

**Diplomarbeit**

# BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei [www.GRIN.com](http://www.GRIN.com) hochladen  
und kostenlos publizieren



## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlanges. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

## **Impressum:**

Copyright © 2005 GRIN Verlag  
ISBN: 9783638784597

## **Dieses Buch bei GRIN:**

<https://www.grin.com/document/47273>

**Ulrike Gutjahr**

# **Unternehmenswert bei Steuern und Wachstum**

## **GRIN - Your knowledge has value**

Der GRIN Verlag publiziert seit 1998 wissenschaftliche Arbeiten von Studenten, Hochschullehrern und anderen Akademikern als eBook und gedrucktes Buch. Die Verlagswebsite [www.grin.com](http://www.grin.com) ist die ideale Plattform zur Veröffentlichung von Hausarbeiten, Abschlussarbeiten, wissenschaftlichen Aufsätzen, Dissertationen und Fachbüchern.

### **Besuchen Sie uns im Internet:**

<http://www.grin.com/>

<http://www.facebook.com/grincom>

[http://www.twitter.com/grin\\_com](http://www.twitter.com/grin_com)

# DIPLOMARBEIT

zur Erlangung

des Grades einer Magistra der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften  
der betriebswirtschaftlichen Studienrichtung

über das Thema

**Unternehmenswert bei Steuern und Wachstum**

Graz, im April 2005

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne fremde Hilfe verfasst, andere als die angegebenen Quellen nicht benützt und die den benutzten Quellen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht habe.

Graz, im April 2005

# 1 Inhaltsverzeichnis

<b>1 INHALTSVERZEICHNIS .....</b>	<b>3</b>
Abkürzungsverzeichnis .....	6
Symbolverzeichnis.....	7
Abbildungsverzeichnis.....	9
Tabellenverzeichnis.....	9
<b>2 EINLEITUNG UND PROBLEMSTELLUNG .....</b>	<b>10</b>
<b>3 GRUNDLAGEN .....</b>	<b>12</b>
<b>3.1 Unternehmensbewertung .....</b>	<b>12</b>
3.1.1 „Bewerten heißt vergleichen.“ .....	12
3.1.2 Bewertungsanlässe .....	12
<b>3.2 Unternehmenswert und Bewertungszweck.....</b>	<b>13</b>
3.2.1 Unternehmenswert als Entscheidungswert.....	14
3.2.2 Unternehmenswert als Schiedswert.....	14
3.2.3 Unternehmenswert als Marktwert .....	15
3.2.4 Objektivierter Unternehmenswert.....	15
<b>3.3 Bewertungsverfahren.....</b>	<b>17</b>
3.3.1 Gesamtbewertungsverfahren: .....	17
3.3.1.1 Ertragswertverfahren .....	18
3.3.1.2 Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren).....	19
3.3.2 Einzelbewertungsverfahren.....	22
<b>3.4 Formale Darstellung des Unternehmenswertes: .....</b>	<b>23</b>
3.4.1 Das Rentenmodell.....	23
3.4.1.1 Bruttoertragswertformel der Risikozuschlagsmethode.....	24
3.4.1.2 Bruttoertragswertformel der Sicherheitsäquivalenzmethode.....	24
3.4.2 Verfügbarkeit und Prognostizierbarkeit der erwarteten Rückflüsse.....	25
3.4.3 Berücksichtigung des Risikos.....	26
3.4.3.1 Sicherheitsäquivalenzmethode .....	27
3.4.3.2 Risikozuschlagsmethode .....	28
3.4.3.3 Welche der beiden Methoden ist anzuwenden? .....	28
3.4.3.4 Das CAPM: Eine Alternative zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten? .....	30
3.4.4 Wachstumsrate $g$ .....	33
<b>3.5 Implikationen und Probleme der Bruttoertragswertformel .....</b>	<b>35</b>
3.5.1 Unternehmenskauf oder Alternativanlage? .....	35
3.5.2 Das Wachstumsparadoxon .....	37
3.5.3 Zusammenfassung.....	38

<b>4 DER IDW STANDARD (IDW S 1)</b> .....	<b>39</b>
<b>4.1 Allgemeines</b> .....	<b>39</b>
<b>4.2 Nettoertragswertformel des IDW</b> .....	<b>40</b>
4.2.1 Modellannahmen .....	40
4.2.1.1 Vollausschüttungshypothese .....	41
4.2.1.2 Unendliche Laufzeit des Bewertungsobjekts .....	42
4.2.1.3 Kapitalkosten (Diskontierungszinssatz und Risikozuschlag).....	42
4.2.1.4 Persönliche Ertragssteuern und Steuerreduktionsfaktor .....	43
4.2.1.5 Wachstumsrate und Steuern .....	45
4.2.2 Nettoertragswertformel .....	45
4.2.3 Kritik an der formalen Darstellung der Nettoertragswertformel:.....	46
4.2.4 Ertragssteuern und CAPM .....	48
<b>5 GRENZEN DER NETTOERTRAGSWERTFORMEL</b> .....	<b>51</b>
<b>5.1 Allgemeines</b> .....	<b>51</b>
<b>5.2 Das Steuerparadoxon</b> .....	<b>51</b>
5.2.1 Definition und Ursachen des Steuerparadoxons.....	51
5.2.1.1 Steuerparadoxon als Spezialfall des Wachstumsparadoxons .....	52
5.2.1.2 Steuerparadoxon wegen steuerlicher Privilegierung des Unternehmenskaufs .....	53
5.2.2 Zusammenfassung .....	55
5.2.3 Kritik am Steuerparadoxon.....	56
<b>5.3 Einkommenssteuerneutralität</b> .....	<b>58</b>
5.3.1 Ewige Rente und Wachstumsrate $g = 0$ .....	58
5.3.2 Einkommenssteuerneutralität bei Cashflow-Steuer .....	59
5.3.3 Neutralität bei Besteuerung des ökonomischen Gewinns .....	60
5.3.4 Einkommenssteuerneutralität und positives Wachstum .....	61
5.3.5 Neutralität durch Kompensation von Risiko und Wachstum .....	62
5.3.6 Einkommenssteuerneutralität im CAPM .....	63
5.3.6.1 Keine risikolose Arbitragemöglichkeit .....	63
5.3.6.2 Einkommenssteuerneutralität mit risikoloser Anlagemöglichkeit.....	64
5.3.7 Zusammenfassung .....	65
<b>6 ALTERNATIVE ANSÄTZE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG</b> .....	<b>66</b>
<b>6.1 Alternative Ertragswertformel von Günther</b> .....	<b>66</b>
6.1.1 Modellannahmen und formale Begründung .....	66
6.1.1.1 Ertragsüberschüsse und Basiszinssatz .....	66
6.1.1.2 Alternative Steuerberücksichtigung beim Risikozuschlag $z$ .....	67
6.1.1.3 Wachstumsrate $g$ .....	68
6.1.1.1 Alternative Nettoertragswertformel.....	68
6.1.2 Ergebnisse.....	69

6.1.3 Kritische Anmerkungen .....	70
<b>6.2 Bewertungsmodell von Schwetzler .....</b>	<b>72</b>
6.2.1 Modellannahmen .....	72
6.2.2 Herleitung und Mathematische Begründung .....	72
6.2.2.1 Eigenkapitalkosten .....	73
6.2.2.2 Wachstumsrate $g$ .....	74
6.2.2.3 Nettoertragswertformel von Schwetzler: .....	75
6.2.3 Ergebnis .....	75
6.2.4 Kritik .....	76
<b>7 NEUE GRUNDSÄTZE ZUR BEWERTUNG: IDW ES 1 N. F. ....</b>	<b>77</b>
7.1 Allgemeines .....	77
7.2 Änderungen gegenüber dem IDW S 1 .....	78
7.2.1 Neue Alternativanlage und Risikozuschlag .....	78
7.2.2 Tax-CAPM und differenzierte Besteuerung der Alternativanlage .....	79
7.2.3 Entfall der Vollausschüttungshypothese .....	80
7.3 Neue Nettoertragswertformel .....	82
<b>8 CONCLUSIO .....</b>	<b>85</b>
<b>9 ANHANG .....</b>	<b>86</b>
9.1 Nichtnegativität der Bruttoertragswertformel: .....	86
9.2 Kursgewinnanteil und Wachstumsrate: .....	86
9.3 Bedingungen einer höheren Marktrisikoprämie nach Steuern: .....	87
9.4 Irrelevanz der Einkommenssteuer im IDW ES 1 n. F. ....	87
<b>10 LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>88</b>