

**Unternehmensbewertungen unter besonderer  
Berücksichtigung der chinesischen Marktbedingungen**  
– Kulturadjustierung des EVA-Modells –

Von der Fakultät für Maschinenbau, Elektrotechnik und Wirtschaftsingenieurwesen der  
Brandenburgischen Technischen Universität Cottbus zur Erlangung des akademischen  
Grades eines Doktor der Wirtschaftswissenschaften genehmigte

**Dissertation**

vorgelegt von

Ingo Schulze (Dipl.-Ing.)  
geb. am 08.03.1977 in Berlin, Deutschland

Vorsitzende: Frau Prof. Dr. C. Hipp  
Erstgutachter: Herr Prof. Dr. K. Serfling  
Zweitgutachter: Herr Prof. Dr. H. Kunz  
Tag der mündlichen Prüfung: 19.06.2007

## **Vorwort**

Die Idee zu vorliegender Arbeit begann bereits bei meinem ersten Auslandsstudienaufenthalt in Schweden im Jahr 2000/2001 sich zu entwickeln. Die internationale Ausrichtung der Jönköping International Business School (JIBS) verdeutlichte, dass die Kulturwissenschaft ein wesentlicher Bestandteil der Wirtschaftswissenschaft ist. Während meiner mehrjährigen Berufstätigkeit in China wurde mir die Wichtigkeit des Einflusses von Kultur auf das gesamte Wirtschaftsleben immer bewusster. Gerade in einer Welt sich globalisierender Wirtschaftsprozesse hat es eine hohe Dringlichkeit, dem Faktor Kultur große Beachtung zu schenken. Aufgrund dieser Erkenntnisse und eines starken Expansionsdranges westlicher Unternehmungen auf den chinesischen Markt entschied ich mich im Jahr 2005 das Thema in einer Dissertation zu behandeln.

Die vorliegende Arbeit entstand am Lehrstuhl Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Besondere der Unternehmensfinanzierung an der Brandenburgischen Universität Cottbus.

An dieser Stelle möchte ich die Gelegenheit nutzen und den Menschen danken, ohne deren Unterstützung die Erstellung meiner Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Mein besonderer Dank gilt hierbei Herrn Prof. Dr. Klaus Serfling. Für seine zahlreichen Anregungen, den mir gewährten großen Gestaltungsfreiraum und die Betreuung in Cottbus, Berlin und Shanghai danke ich ihm sehr. Des Weiteren gilt mein Dank dem gesamten Lehrstuhlteam für die zahlreichen Hilfestellungen in den letzten Jahren.

Großer Dank gebührt auch Herrn Prof. Dr. Harald Kunz für die Übernahme des Zweitgutachtens sowie Frau Prof. Dr. Christiane Hipp als der Vorsitzenden des Promotionsausschusses.

Die vorliegende Arbeit basiert auf der Bereitschaft von 21 M&A-Experten, mir Ihre Zeit zu widmen und Interviews zu geben. Ich danke allen Interviewpartnern für ihr Engagement und zahlreichen Hilfestellungen.

Zudem danke ich Herrn Dr. Kay Trippner für die vielen anregenden Gespräche und wertvollen Gedankenaustausche, sowie für die wichtige Hilfe bei der statistischen Auswertung der Empirie.

Ich danke der Stiftung Lehrer-, Witwen- u. Waisenkassen des Berlinischen Gymnasiums zum Grauen Kloster und besonders Herrn und Frau Kadenbach für die Bereitstellung eines Stipendiums und dem damit verbundenen Vertrauen in meine Arbeit.

Schließlich Danke ich meiner Mutter, die mich stets unterstützte und durch viele Unwegsamkeiten sicher leitete. Des Weiteren gilt ein großer Dank meinen Brüdern, die zu jeder Zeit Hilfe anboten und das Vollenden der Arbeit ermöglichten. In Erinnerung danke ich zudem meinem Vater und meinen Großeltern, die mir die Ausbildung ermöglichten und mir Unabhängigkeit und Freiheit beim Erstellen der Arbeit gaben.

Und natürlich gilt der Dank all denjenigen, die in den letzten Jahren sich Zeit genommen haben, um meine Ideen mit mir zu diskutieren, evaluieren und Neues zu kreieren.

Peking / Shanghai, Juli 2007

Ingo Schulze

# Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>VII</b>
<b>Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>X</b>
<b>Formelverzeichnis .....</b>	<b>XI</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XII</b>
<b>1 Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1.1 Situation .....	1
1.2 Problemstellung .....	1
1.3 Zielstellung .....	2
1.4 Lösungsansatz.....	3
1.5 Vorgehensweise .....	3
1.6 Aufbau der Arbeit .....	5
<b>2 Kapitalkostenorientierte Bewertungsansätze .....</b>	<b>9</b>
2.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung .....	11
2.2 „Economic Value Added“ – kapitalkostenorientierte Unternehmensbewertung .....	13
2.2.1 Konzeption, Systematisierung und Annahmen des EVA-Konzeptes .....	14
2.2.2 Adjustierungen .....	15
2.2.3 Kapital.....	18
2.2.3.1 Operating Conversion .....	19
2.2.3.2 Funding Conversion .....	21
2.2.3.3 Tax Conversion .....	23
2.2.3.4 Shareholder Conversion .....	23
2.2.4 Kritik am generellen EVA-Modell .....	25
2.2.5 Berechnung der Ergebnisgröße.....	26
2.2.6 Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes $c^*$ .....	27
2.2.6.1 Das Kapitalgewichtungsverhältnis .....	29
2.2.6.2 Der Fremdkapitalkostensatz.....	30
2.2.6.3 Der Eigenkapitalkostensatz.....	31
2.2.7 CAPM .....	32
2.2.8 Beta-Faktor .....	33
2.2.9 Diversifizierung des Kapitalkostensatzes nach Länderrisiko .....	36
2.2.10 Kritik zur Ermittlung der Kapitalkosten (CAPM) .....	37
2.3 Market Value Added (MVA).....	38
2.4 Alternative Ansätze – Kapitalkostenkonzepte (Barwertverfahren).....	40
2.4.1 „Discounted Cash Flow“ – DCF .....	43
2.4.2 Ertragswertverfahren.....	44
2.5 Alternative Ansätze.....	45
2.5.1 Substanzwertverfahren.....	45
2.5.2 Liquidationswertverfahren .....	46
<b>3 M&amp;A in China im globalen Kontext der Unternehmensbewertung.....</b>	<b>47</b>
3.1 M&A-Markt.....	47
3.1.1 Definitionen und Grundlagen .....	47
3.1.1.1 Pre-Merger-Phase.....	50

3.1.1.2	Merger-Phase.....	50
3.1.1.3	Post-Merger-Phase.....	51
3.1.1.4	Motive für M&A.....	51
3.1.1.5	Misserfolg.....	53
3.1.1.6	Kaufpreis.....	53
3.1.2	Due Diligence.....	54
3.1.3	Globaler M&A-Markt im Überblick.....	57
3.1.4	Chinesischer M&A-Markt im Überblick.....	60
3.1.4.1	Zeitliche und geschichtliche Einordnung von M&A-Transaktionen in China.....	61
3.1.4.2	Daten, Fakten und Tendenzen.....	61
3.1.4.3	Gründe für M&A in China.....	64
3.1.4.4	Misserfolg in China.....	64
3.1.4.5	Trends der Unternehmensbewertung in China.....	65
3.1.4.6	Rechtliche Regelungen.....	67
3.1.4.7	Unternehmensformen in China.....	69
3.1.4.8	Klassifikation der M&A-Aktivitäten nach Unternehmensform.....	73
3.2	Generelle Annahmen und Probleme bei Unternehmensübernahmen.....	77
3.3	Spezifische Annahmen und Probleme bei Unternehmensübernahmen in China.....	78
3.3.1	Makroökonomische Sichtweise – VR China im Überblick.....	78
3.3.2	Spezifische Landesgegebenheiten des Kapitalmarktes.....	81
3.3.2.1	Bankensystem.....	82
3.3.2.2	Kreditvergabe.....	86
3.3.2.3	Rating.....	87
3.3.2.4	Aktienmarkt.....	88
3.3.2.5	Antitrust.....	90
3.3.2.6	Steuern.....	92
3.3.2.7	Bilanzen.....	92
3.3.2.8	Informationseffizienz.....	94
<b>4</b>	<b>Chinesische Kultur und Übertragung auf M&amp;A-Transaktionen... 97</b>	
4.1	Definitionen und Grundlagen.....	97
4.1.1	Kulturdefinitionen.....	98
4.1.2	Anthropologische Kulturdefinition.....	99
4.1.3	Kulturvergleichende Forschungsansätze.....	100
4.1.4	Kulturdefinition nach Hofstede.....	101
4.1.5	Westliche und chinesische Unternehmenskulturen im Vergleich – Ein erster Überblick.....	102
4.1.6	Kulturmodell von Hofstede.....	103
4.1.6.1	Machtdistanz (MA).....	104
4.1.6.2	Unsicherheitsvermeidung (UV).....	104
4.1.6.3	Individualismus vs. Kollektivismus (IK).....	104
4.1.6.4	Maskulinität vs. Feminität (MF).....	105
4.1.6.5	Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO).....	105
4.1.7	Kritik am Kulturmodell von Hofstede.....	105
4.1.8	Hofstedes Kulturdimensionen in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	107
4.1.8.1	Machtdistanz (MA) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	108
4.1.8.2	Unsicherheitsvermeidung (UV) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	110
4.1.8.3	Individualismus vs. Kollektivismus (IK) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	112
4.1.8.4	Maskulinität vs. Feminität (MF) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	114

4.1.8.5	Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen .....	115
4.2	Spezifische kulturelle Besonderheiten in China .....	118
4.2.1	Soziokulturelles Umfeld .....	118
4.2.2	„Guanxi“ .....	119
4.2.3	„Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.....	120
4.2.3.1	Innerbetriebliches „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen .....	120
4.2.3.2	Vertriebsorientiertes „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen .....	122
<b>5</b>	<b>Empirie .....</b>	<b>124</b>
5.1	Zielsetzung.....	124
5.2	Qualitativer Forschungsansatz .....	125
5.3	Herleitung des Forschungsvorhabens .....	127
5.4	Datenerhebung.....	129
5.5	Datenanalyse.....	131
5.6	Dateninterpretation .....	132
5.6.1	Auswertungsagenda der Punktwertungen.....	132
5.6.2	Eintrittswahrscheinlichkeiten und deren Kennzeichnung.....	132
5.6.3	M&A-Kulturfaktor.....	133
<b>6</b>	<b>Kulturadjustierte wertorientierte Bewertungsansätze in China ..</b>	<b>135</b>
6.1	Auswertung der Empirie.....	135
6.1.1	Bestandsaufnahme und zukünftige M&A-Perspektive in China .....	138
6.1.2	Bewertungsverfahren bei Unternehmensbewertungen in China.....	138
6.1.3	Kapitalkostensatz bei Unternehmensbewertungen in China.....	139
6.1.4	Auswertung der spezifischen Landesgegebenheiten der Kapitalmarktstruktur .....	140
6.2	Auswertung der Empirie je Kulturdimension und „Guanxi“.....	140
6.2.1	Auswertung der Kulturdimension Machtdistanz (MA) .....	140
6.2.2	Auswertung der Kulturdimension Unsicherheitsvermeidung (UV) .....	141
6.2.3	Auswertung der Kulturdimension Individualismus vs. Kollektivismus (IK) .....	142
6.2.4	Auswertung der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF) .....	143
6.2.5	Auswertung der Kulturdimension Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO) .....	144
6.2.6	Auswertung des Faktors „Guanxi“ .....	145
6.3	Auswertung der Empirie je Cluster .....	146
6.3.1	Auswertung von Cluster G / SOE / Yes (C8) .....	146
6.3.1.1	Kulturrelevanz in Cluster G / SOE / YES (C8).....	147
6.3.1.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster G / SOE / Yes (C8) .....	148
6.3.2	Auswertung Cluster G / PCC / Yes (C7) .....	151
6.3.2.1	Kulturrelevanz Cluster G / PCC / Yes (C7) .....	151
6.3.2.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster G / PCC / Yes (C7) .....	152
6.3.3	Auswertung von Cluster G / SOE / No (C11).....	154
6.3.3.1	Kulturrelevanz in Cluster G / SOE / No (C11).....	155
6.3.3.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster G / SOE / No (C11).....	156
6.3.4	Auswertung von Cluster G / PCC / No (C10).....	159
6.3.4.1	Kulturrelevanz in Cluster G / PCC / No (C10).....	160
6.3.4.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster G / PCC / No (C10).....	161
6.3.5	Auswertung Cluster G / FIE / No (C12) .....	163
6.3.5.1	Kulturrelevanz Cluster G / FIE / No (C12) .....	164

6.3.5.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster G / FIE / No (C12)	165
6.3.6	Auswertung von Cluster K / SOE / No (C5)	167
6.3.6.1	Kulturrelevanz in Cluster K / SOE / No (C5)	168
6.3.6.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster K / SOE / No (C5)	169
6.3.7	Auswertung von Cluster K / PCC / No (C4)	172
6.3.7.1	Kulturrelevanz in Cluster K / PCC / No (C4)	174
6.3.7.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster K / PCC / No (C4)	175
6.3.8	Auswertung von Cluster K / FIE / No (C6)	177
6.3.8.1	Kulturrelevanz in Cluster K / FIE / No (C6)	178
6.3.8.2	M&A-Kulturfaktor in Cluster K / FIE / No (C6)	180
6.4	M&A-Kulturfaktoren-Analyse	182
6.4.1	M&A-Kulturfaktor je Cluster	183
6.4.2	Bestätigungs- und Negierungsübersicht der Hypothesen	186
6.5	Kulturadjustierte Unternehmensbewertung	186
<b>7</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>189</b>
	<b>Fragebogen</b>	<b>192</b>
	<b>Interviewverzeichnis</b>	<b>197</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>198</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Entwurf der kulturadjustierten Unternehmensbewertung .....	5
Abbildung 2: Aufbau der Arbeit.....	8
Abbildung 3: Systematisierung der Bewertungsverfahren .....	9
Abbildung 4: Festlegung der Kategorisierung der Bewertungsverfahren .....	11
Abbildung 5: Kategorisierung von Unternehmensbewertungsanlässen .....	12
Abbildung 6: Fünf Konversionen zur Überführung des Bilanzwertes in den ökonomischen Wert.....	17
Abbildung 7: Überblick der Konversionen.....	19
Abbildung 8: Gewichteter Kapitalkostensatz $c^*$ .....	28
Abbildung 9: Beta-Faktor-Ermittlung .....	35
Abbildung 10: Diversifizierung des Länderrisikos – Schlüsselkriterien .....	36
Abbildung 11: Diversifizierung des Länderrisikos – wichtige Kriterien .....	36
Abbildung 12: Diversifizierung des Länderrisikos – untergeordnete Kriterien .....	37
Abbildung 13: „Market Value Added“ .....	39
Abbildung 14: Kapitalorientierte Ansätze – zentrale Anwendungsgebiete.....	41
Abbildung 15: M&A-Aktivitäten mit / ohne finanzielle(r) Beteiligung .....	48
Abbildung 16: Kaufpreisbestimmung bei M&A-Transaktionen (National / „Cross- Border“).....	54
Abbildung 17: Globaler M&A-Markt in US\$ .....	58
Abbildung 18: M&A-Veränderungen zum Vorjahr – Global und China in US\$.....	59
Abbildung 19: Globaler M&A-Markt in Transaktionen .....	59
Abbildung 20: M&A-Veränderungen zum Vorjahr – Global und China in Transaktionen .....	60
Abbildung 21: M&A-Vergleich – China und Global in US\$.....	62
Abbildung 22: M&A-Vergleich – China und Global in Transaktionen .....	62
Abbildung 23: Chinesischer M&A-Markt in US\$.....	63
Abbildung 24: Chinesischer M&A-Markt in Transaktionen.....	64
Abbildung 25: Unternehmensformen nach Kapitalherkunft .....	70
Abbildung 26: GDP China 1993-2007 .....	79
Abbildung 27: GDP China Quartalszahlen 2005-2006 .....	80
Abbildung 28: Arbeitslosigkeit China 2001-2006.....	80



Abbildung 29: Kapitalmarktstruktur in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen .....	81
Abbildung 30: Bankensystem der VR China.....	83
Abbildung 31: Einfluss der Staatsbanken – Staatsbanken verlieren an Einfluss.....	85
Abbildung 32: Westliche und chinesische Unternehmenskulturen im Überblick.....	102
Abbildung 33: Machtdistanz in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen....	109
Abbildung 34: Unsicherheitsvermeidung in China und Übertragung auf M&A- Transaktionen .....	111
Abbildung 35: Individualismus vs. Kollektivismus in China und Übertragung auf .....	
M&A-Transaktionen .....	113
Abbildung 36: Maskulinität vs. Feminität in China und Übertragung auf M&A- Transaktionen .....	115
Abbildung 37: Kurzfristige vs. langfristige Orientierung in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen .....	118
Abbildung 38: Innerbetriebliches „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A- Transaktionen .....	121
Abbildung 39: Vertriebsorientiertes „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A- Transaktionen .....	123
Abbildung 40: Unternehmensformen gegliedert nach den rechtlichen Bestimmungen für M&A in China .....	128
Abbildung 41: Auswertungswürfel.....	128
Abbildung 42: Vorgehensweise der empirischen Auswertung .....	131
Abbildung 43: Kennzeichnung der Eintrittswahrscheinlichkeiten der Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess .....	133
Abbildung 44: Ermittlung des M&A-Kulturfaktors .....	134
Abbildung 45: Relevanz der Kulturdimension (KD) Machtdistanz (MA) auf die Unternehmensbewertung je Cluster .....	141
Abbildung 46: Relevanz der Kulturdimension (KD) Unsicherheitsvermeidung (UV) auf die Unternehmensbewertung je Cluster .....	142
Abbildung 47: Relevanz der Kulturdimension (KD) Individualismus vs. Kollektivismus (IK) auf die Unternehmensbewertung je Cluster .....	143
Abbildung 48: Relevanz der Kulturdimension (KD) Maskulinität vs. Feminität (MF) auf die Unternehmensbewertung je Cluster .....	144

Abbildung 49: Relevanz der Kulturdimension (KD) Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO) auf die Unternehmensbewertung je Cluster .....	145
Abbildung 50: Relevanz des Faktors „Guanxi“ auf die Unternehmensbewertung je Cluster.....	146
Abbildung 51: Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / Yes (C8).....	147
Abbildung 52: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / SOE / Yes (C8) .....	148
Abbildung 53: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / PCC / Yes (C7) .....	152
Abbildung 54: Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / No (C11).....	155
Abbildung 55: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / SOE / No (C11).....	156
Abbildung 56: Korrelationsanalyse für Cluster G / PCC / No (C10).....	159
Abbildung 57: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / PCC / No (C10).....	160
Abbildung 58: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / FIE / No (C12) .....	164
Abbildung 59: Korrelationsanalyse für Cluster K / SOE / No (C5).....	168
Abbildung 60: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / SOE / No (C5).....	169
Abbildung 61: Korrelationsanalyse für Cluster K / PCC / No (C4).....	173
Abbildung 62: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / PCC / No (C4).....	174
Abbildung 63: Korrelationsanalyse für Cluster K / FIE / No (C6).....	178
Abbildung 64: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / FIE / No (C6) .....	179
Abbildung 65: Auswertungswürfel mit M&A-Kulturfaktoren je Cluster .....	183
Abbildung 66: Auswertungswürfel mit M&A-Kulturfaktoren je Cluster nach Berichtigung der externen Effekte.....	184
Abbildung 67: Kulturadjustierte Unternehmensbewertung.....	187

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung.....	12
Tabelle 2: Punktwertungen der Kulturdimensionen – China und Deutschland .....	107
Tabelle 3: Charakteristika für Gesellschaften mit großer Machtdistanz .....	108
Tabelle 4: Charakteristika für Gesellschaften mit schwacher Unsicherheitsvermeidung .....	110
Tabelle 5: Charakteristika für Gesellschaften mit kollektivistischer Kultur .....	112
Tabelle 6: Charakteristika für Gesellschaften mit maskuliner Kultur .....	114
Tabelle 7: Charakteristika für Gesellschaften mit starker Langzeitorientierung.....	116
Tabelle 8: Übersicht der erarbeiteten Hypothesen .....	124
Tabelle 9: Fünf Kulturdimensionen nach Hofstede und „Guanxi“ .....	129
Tabelle 10: Auswertungsagenda für die Wertungen der Kulturdimensionen, „Guanxi“ und Hypothesen.....	132
Tabelle 11: Verbale Bezeichnung der Kulturabhängigkeit als Interpretation des kumulierten M&A-Kulturfaktors .....	134
Tabelle 12: Clusternummern und Clusternamen .....	135
Tabelle 13: Kulturdimensionen und verwendete Abkürzungen .....	136
Tabelle 14: Übersicht positiver „Appraisal Relevance Check“ je Frageblock und je Cluster in Prozent .....	137
Tabelle 15: Übersicht positiver „Appraisal Relevance Check“ je Frageblock und je Cluster in Booleschen Werten.....	137
Tabelle 16: Verwendete Bewertungsverfahren der Fallbeispiele.....	139
Tabelle 17: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / Yes (C8).....	149
Tabelle 18: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / Yes (C7).....	153
Tabelle 19: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / No (C11).....	157
Tabelle 20: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / No (C10).....	161
Tabelle 21: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / FIE / No (C12).....	165
Tabelle 22: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / SOE / No (C5).....	170
Tabelle 23: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / PCC / No (C4).....	175
Tabelle 24: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / FIE / No (C6).....	181
Tabelle 25: Rangfolge der M&A-Kulturfaktoren.....	185
Tabelle 26: Bestätigungs- und Negierungsübersicht der Hypothesen.....	186

## Formelverzeichnis

Formel 1: EVA – „Capital Charge“-Formel .....	15
Formel 2: EVA – „Value Spread“-Formel.....	15
Formel 3: Gewichteter Kapitalkostensatz $c^*$ .....	28
Formel 4: Fremdkapitalkostensatz vor Steuern.....	30
Formel 5: Relevanter Fremdkapitalkostensatz.....	31
Formel 6: Berechnungsformel für den Eigenkapitalkostensatz .....	32
Formel 7: Risikoprämie.....	32
Formel 8: Kapitalkostensatz in China für Unternehmensbewertungen .....	139

## Abkürzungsverzeichnis

ABC	–	Agricultural Bank of China
ADB	–	Agricultural Development Bank of China
APV	–	Arbitrage Pricing Theory
BFAI	–	Bundesagentur für Außenwirtschaft
BoC	–	Bank of China
BoCom	–	Bank of Communication
C1	–	Cluster 1 (K / PCC / Yes)
C10	–	Cluster 10 (G / PCC / No)
C11	–	Cluster 11 (G / SOE / No)
C12	–	Cluster 12 (G / FIE / No)
C2	–	Cluster 2 (K / SOE / Yes)
C3	–	Cluster 3 (K / FIE / Yes)
C4	–	Cluster 4 (K / PCC / No)
C5	–	Cluster 5 (K / SOE / No)
C6	–	Cluster 6 (K / FIE / No)
C7	–	Cluster 7 (G / PCC / Yes)
C8	–	Cluster 8 (G / SOE / Yes)
C9	–	Cluster 9 (G / FIE / Yes)
CAPM	–	Capital Asset Pricing Model
Catalogue	–	Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries
CCB	–	City Commercial Banks
China-GAAP	–	China - General Accepted Accounting Principles
CIB	–	China Investment Bank
CJV	–	Cooperative Joint Venture
CLS	–	Company limited by Shares
COE	–	Collectively-owned Enterprise
CSRC	–	China Securities Regulatory Commission
DCF	–	Discounted Cash Flow
EBC	–	Everbright Bank (of China)

EJV	–	Equity Joint Venture
EMR	–	Emerging Market Risikozinssatz
EVA	–	Economic Value Added
ExImBank	–	Export- und Import Bank of China
F	–	Forschungsfrage
F&E	–	Forschung und Entwicklung
FAW	–	First Automotive Works
FCF	–	Free Cash Flow
FIE	–	Foreign Invested Enterprise
G / FIE / No (C12)	–	Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert
G / FIE / Yes (C9)	–	Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
G / PCC / No (C10)	–	Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
G / PCC / Yes (C7)	–	Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
G / SOE / No (C11)	–	Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
G / SOE / Yes (C8)	–	Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
GDP	–	Gross Domestic Product
GNI	–	Gross National Income
GTM	–	Grounded Theory
GuV	–	Gewinn und Verlust
H	–	Hypothese
HC	–	Holding Company
HGB	–	Handelsgesetzbuch
HK\$	–	Hong Kong Dollar
IAS	–	International Accounting Standards
IASC	–	International Accounting Standards Committee
ICBC	–	Industrial and Commercial Bank of China
IDV	–	Individualismusindex
IFRS	–	International Financial Reporting Standards

IK	–	Individualismus vs. Kollektivismus
IPO	–	Initial Public Offering
IVSC	–	International Valuation Standards Committee
IWF	–	Internationale Währungsfonds
JSC	–	Joint Stock Company
JSCB	–	Joint-Stock Commercial Banks
JV	–	Joint Venture
K / FIE / No (C6)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert
K / FIE / Yes (C3)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
K / PCC / No (C4)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
K / PCC / Yes (C1)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
K / SOE / No (C5)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
K / SOE / Yes (C2)	–	Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
KD	–	Kulturdimension
L	–	Leitfrage
LLC	–	Limited Liability Company
LO	–	kurzfristige vs. langfristige Orientierung
LZO	–	Langzeitorientierungsindex
M&A	–	Mergers & Acquisitions
MA	–	Machtdistanz
MAS	–	Maskulinitätsindex
MDI	–	Machtdistanzindex
MF	–	Maskulinität vs. Feminität
MOF	–	Ministry of Finance
MOFCOM	–	Ministry of Commerce
MOFTEC	–	Ministry of Foreign Trade & Economic Cooperation
MVA	–	Market Value Added

NPL	–	Non Performing Loan
PBoC	–	Peoples Bank of China
PCBC	–	Peoples Construction Bank of China
PCC	–	Private Chinese Company
PWC	–	PriceWaterCoopers
QFII	–	Qualified Foreign Institutional Investors
$R_{AM}$	–	Aktienmarktrendite
$R_{EK}$	–	Eigenkapitalkostensatz
$R_F$	–	Risikofreie Rendite
$R_{FK}$	–	Fremdkapitalkostensatz
RMB	–	Renminbi
$R_{Pr(EK)}$	–	Risikoprämie der Eigenkapitalberechnung
$R_{Pr(FK)}$	–	Risikoprämie der Fremdkapitalkostenberechnung
SAFE	–	State Administration of Foreign Exchange
SAIC	–	State Administration of Industry and Commerce
SDB	–	State Development Bank
SETC	–	State Economic and Trade Commission
SHGSE	–	Shanghai Stock Exchange
SOC	–	State-owned Interest
SOCB	–	State Owned Commercial Banks
SOE	–	State-owned Enterprises
T	–	Steuern
TVE	–	Township and Village Enterprise
US\$	–	US Dollar
US-GAAP	–	US - General Accepted Accounting Principles
UV	–	Unsicherheitsvermeidung
UVI	–	Unsicherheitsvermeidungsindex
WACC	–	Weighted Average Cost of Capital
WFOE	–	Wholly Foreign-owned Enterprise
$\beta$	–	Beta



# **1 Einleitung**

## **1.1 Situation**

Der Wert der globalen M&A-Transaktionen erreichte im Jahr 2006 die neue Rekordhöhe von 2,9 Billionen Euro. In Asien (ohne Japan) kam das Volumen der Übernahmen und Fusionen auf knapp 290 Milliarden Euro [Spiegel-Online 2006]. Experten erwarten auch für die kommenden Jahre eine weitere Zunahme der M&A-Aktivitäten.

Besonders in China wird der schnelle Marktzugang via M&A stark zunehmen [BFAI 2007]. Westliche Unternehmungen, die bisher nicht in China vertreten sind, kaufen Produktionsanlagen und Vertriebsnetze auf, um so schneller am dynamischen chinesischen Markt teilzunehmen.

Hierbei kommen für westliche Verhältnisse erprobte Unternehmensbewertungstools, das „Discounted Cash Flow“-Verfahren (DCF) [Rappaport 1981] oder das „Market Value Added“-Modell (EVA) [Stewart 1991 und Hostettler 2002] zum Einsatz, da der Wert einer Unternehmung seit den 60ern zunehmend als Zukunftserfolgswert definiert wird und nicht mit dem Substanzwertverfahren ermittelt werden sollte. Somit ergibt sich der Wert einer Unternehmung nach Busse von Colbe [1992, S. 56] als Gegenwartswert des zukünftigen Nutzens.

## **1.2 Problemstellung**

Der gefundene Kaufpreis ist oftmals jedoch nicht unumstritten und dem Geschäftspartner unvermittelbar. Das spezielle chinesische makroökonomische Umfeld, Probleme bei der Analyse und Deutung von chinesischen Bilanzen sowie die spezifischen kulturellen Eigenschaften werden bei den Unternehmensbewertungen bisher nicht berücksichtigt.

Die Cultural Due Diligence [Strähle 2004 und Blöcher 2004], als Teil der Post-Merger-Phase, wird bei M&A-Aktivitäten zunehmend eingesetzt, um die verschiedenen Unternehmenskulturen miteinander zu vereinen. Jedoch wird die Cultural Due Diligence häufig erst nach der Merger-Phase und damit nach der Kaufpreisbestimmung durchgeführt, sodass eventuellen kulturellen Unterschieden keine Kaufpreisrelevanz beigemessen werden. Zudem liegt der Ursprung der Unternehmensbewertungsmodelle in Europa oder

den USA. Die westliche Denkart, die Rechtssicherheit und der kulturelle Hintergrund werden beim Käufer und Verkäufer als global akzeptierte Denkmuster vorausgesetzt und verallgemeinert.

In der Fachliteratur sind die Themenkomplexe der Unternehmensbewertung [Busse von Colbe 1992 und Copeland et al. 2002] sowie der Cultural Due Diligence [Strähle 2004 und Blöcher 2004] jeweils separat gut beschrieben. Jedoch vermag es bisher kein Unternehmensbewertungsmodell, die kulturellen Unterschiede in den Kontext der Unternehmensbewertung zu stellen.

Die Probleme der Unternehmensbewertung in China führen zu vier Leitfragen (L):

- L 1) Besitzt die Landeskultur einen Einfluss auf den M&A-Prozess, wenn ein westliches Unternehmen in China eine M&A-Transaktion durchführt?
- L 2) Ist der Kultureinfluss eine variable Größe, die je nach Zielfirma spezielle Ausprägungen erreicht?
- L 3) Wird der Kultureinfluss bei bisherigen M&A-Aktivitäten berücksichtigt?
- L 4) Was sind weitere Merkmale einer M&A-Transaktion in China?

### **1.3 Zielstellung**

Die vorliegende Arbeit hat das Ziel, die Missstände der Unternehmensbewertung in China zu beseitigen und kulturelle und makroökonomische Eigenschaften des chinesischen Wirtschaftens mit der westlichen Unternehmensbewertungspraxis zu vereinen. Hierbei soll einerseits die akademische Sichtweise auf Unternehmensbewertungen um eine Kulturadjustierung erweitert werden und andererseits die Unternehmensbewertungspraxis in China ein Unternehmensbewertungstool mit identifizierten Werttreibern und -drückern erhalten. Somit richtet sich die Arbeit gleichermaßen an Akademiker und Praktiker.

Zur Erreichung des Gesamtzieles der kulturadjustierten Unternehmensbewertung müssen die folgenden zwei Forschungsfragen (F) beantwortet werden:

- F1: Wie kann die chinesische Kapitalmarktstruktur in die Unternehmensbewertung integriert werden?
- F2: Wie kann die chinesische Kultur in die Unternehmensbewertung integriert werden?

## **1.4 Lösungsansatz**

Zur Erreichung der Ziele werden die M&A-Transaktionen in China in zwölf Cluster unterteilt. Die Kategorisierung der Cluster erfolgt anhand des chinesischen Rechtssystems und wird in drei Gruppen unterteilt. Zum einen werden M&A-Transaktionen nach der Größe (kleiner und größer 50 Mio. US\$) unterschieden, da die Zuständigkeiten der chinesischen Behörden damit einhergehend wechseln. Unter 50 Mio. US\$ dürfen die Provinzen und Städte eigenständig die Bewilligungen erteilen, wohingegen Übernahmen über 50 Mio. US\$ von der Zentralregierung genehmigt werden müssen. Eine Ausnahme stellen die als „encouraged“ oder „permitted“ eingestuften Industrien dar, bei denen die Provinzregierungen bis 100 Mio. US\$ entscheiden dürfen. Des Weiteren werden in der empirischen Studie börsennotierte und nicht börsennotierte Unternehmungen unterschieden. Als drittes Unterscheidungsmerkmal werden die drei Unternehmensformen (staatlich, chinesisch privat und ausländisch) aufgeführt.

Die Vor-Clusterung anhand des chinesischen Rechtssystems ist aufgrund des komplexen Sachverhaltes und des dynamischen Marktumfeldes notwendig, um das Risiko von Fehlinterpretationen zu minimieren. Zudem ermöglicht die gewählte Vor-Clusterung nach dem chinesischen M&A-Recht eine praxisnahe Betrachtung der M&A-Transaktionen.

## **1.5 Vorgehensweise**

Die methodische Herangehensweise der vorliegenden Arbeit folgt in Abwandlung dem Grounded-Theory-Ansatz [Glaser; Strauss 1967 und Niewiarra 1996]. Die Zielsetzung der Theoriebildung in einer komplexen, sich entwickelnden und ständig wechselnden Umwelt verlangt eine Vorgehensweise, die durch verschiedene Auswertungsverfahren und mehrmalige Betrachtung von qualitativen Daten gekennzeichnet ist. Hierbei wurden neben der klassischen akademischen Literatur auch Fachartikel, Experteninterviews, Vorstudie und Observation in die Theoriebildung mit eingebunden.

Die empirische Untersuchung beruht auf der Datenbasis von 21 Experteninterviews mit vornehmlich westlichen Interviewpartnern, die langjährige und internationale Erfahrungen im M&A-Markt gesammelt haben und insbesondere in China bereits mehrjährig tätig sind. Die Auswertung der empirischen Daten erfolgte mittels einer Korrelationsanalyse und der Mittelwertbildung der Punktwertungen.

Im Verlauf der Arbeit werden folgende acht Hypothesen (H) gebildet, die anhand der empirischen Untersuchung geprüft werden:

- (H 1): Chinesische Kapitalmarktstruktur reduziert den Kaufpreis
- (H 2): Große Machtdistanz reduziert den Kaufpreis
- (H 3): Schwache Unsicherheitsvermeidung reduziert den Kaufpreis
- (H 4): Eine kollektivistische Kultur reduziert den Kaufpreis
- (H 5): Eine maskuline Kultur reduziert den Kaufpreis
- (H 6): Starke Kurzzeitorientierung reduziert den Kaufpreis
- (H 7): Innerbetriebliches „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis
- (H 8): Vertriebsorientiertes „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis

Hierbei sollen die in dieser Arbeit aufgestellten Hypothesen nicht als zu falsifizierende Hypothesen verstanden werden, sondern vielmehr als stilistische Elemente zur Heranführung zum kulturadjustierten Unternehmensbewertungskonzept. Die Hypothesen werden mit Hilfe einer Kausalkette aus dem von Hofstede [2006] entwickelten Kulturverständnis hergeleitet. Darauf aufbauend wird ein weiterer chinaspezifischer Kulturbestandteil auf den M&A-Prozess untersucht, das „Guanxi“. In dieser Arbeit wird der Forschungsansatz von Hofstede teilweise mittels Observation und Fallstudien erweitert und ergänzt.

Die Theoriebildung eines kulturadjustierten Bewertungskonzeptes für China erfolgt durch die Zusammenführung der theoretischen, empirischen und praxisnahen Erkenntnisse mittels eines Werttreiber- und Wertdrückermodells.

Das kulturadjustierte Unternehmensbewertungstool wird hierbei beispielhaft für das „Market Value Added“-Modell (MVA) von Stern und Stewart und den fünf Kulturdimensionen von Hofstede [Hofstede 2001 und Hofstede; Hofstede 2006] entwickelt. Um den speziellen kulturellen Gegebenheiten Chinas gerecht zu werden, wird das Modell von Hofstede um das chinaspezifische „Guanxi“ [Herrmann–Pillath 1997] ergänzt (siehe Abbildung 1).

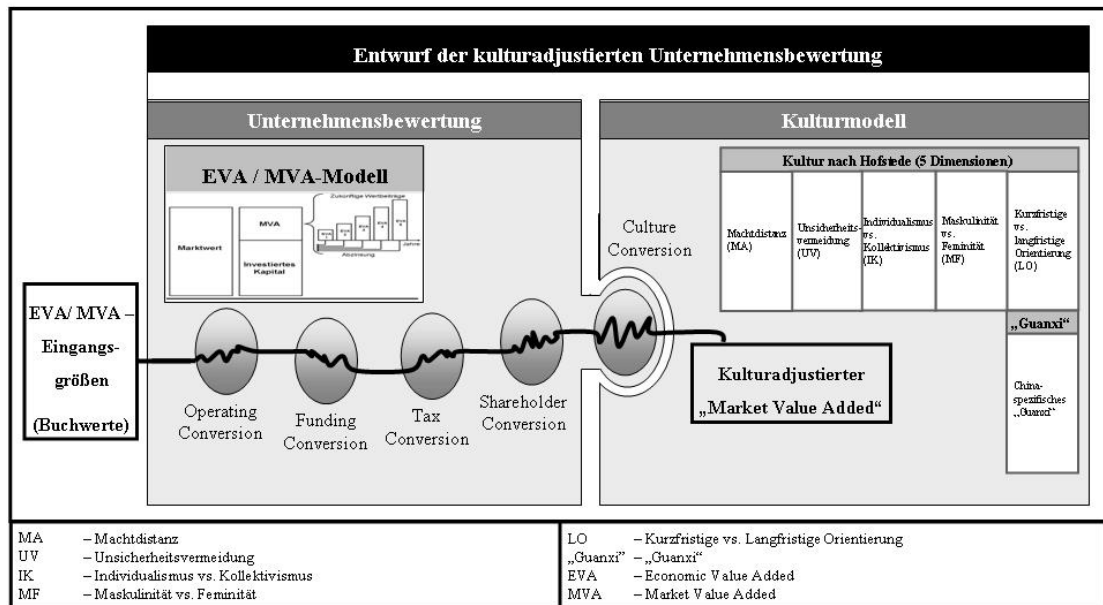


Abbildung 1: Entwurf der kulturadjustierten Unternehmensbewertung.

Das entwickelte kulturadjustierte Unternehmensbewertungsmodell wird am Beispiel des chinesischen M&A-Marktes hergeleitet und bietet die Möglichkeit der Übertragbarkeit auf andere „Emerging Markets“.

## 1.6 Aufbau der Arbeit

In Kapitel 2 wird zunächst der kapitalkostenorientierte Bewertungsansatz definiert und ausführlich vorgestellt. Zudem erfolgt eine Einordnung und Abgrenzung gegenüber den gängigen Unternehmensbewertungsmodellen. Im Anschluss wird das Bewertungsmodell EVA („Economic Value Added“) von Stern und Stewart genauer erläutert. Hierbei wird insbesondere auf die bereits vom Modellansatz her vorgesehenen vier Adjustierungen näher eingegangen. Als Erweiterung zum bisherigen Modell wird im Folgenden eine weitere Adjustierung, die Kulturadjustierung (Culture Conversion), für China erarbeitet. Anschließend wird auf die Problematik des Modells im Allgemeinen und des Restwertes im Besonderen eingegangen. Der Argumentationskette folgend wird im zweiten Kapitel die Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes vorgestellt und das CAPM („Capital Asset Pricing Model“) und der BETA-Faktor kontrovers diskutiert. Abschließend wird das auf dem EVA aufbauende Unternehmensbewertungskonzept MVA („Market Value Added“) dargestellt, und alternative Bewertungskonzepte werden vorgestellt.

Kapitel 3 befasst sich mit dem M&A-Markt im Allgemeinen und mit dem chinesischen Markt im Besonderen. Zuerst werden die Begrifflichkeiten definiert und das drei Phasenmodell vorgestellt. Im weiteren Verlauf wird auf die Due Diligence und im Besonderen auf die Cultural Due Diligence eingegangen und auf deren wichtige Rolle im M&A-Prozess verwiesen. Des Weiteren stellt Kapitel drei den globalen M&A-Markt vor und gibt Auskunft über zukünftige Tendenzen. Darauf aufbauend wird der chinesische M&A-Markt detailliert analysiert. Hierbei erfolgt einerseits eine Betrachtung aus einem rechtlichen Blickwinkel, sowie einer Klassifizierung der M&A-Aktivitäten nach der jeweiligen Unternehmensform. Weiterhin werden generelle und insbesondere chinaspezifische Probleme bei Unternehmensübernahmen diskutiert. Abschließend werden landesspezifische makroökonomische Gegebenheiten und Eigenschaften des chinesischen Kapitalmarktes vorgestellt und deren Relevanz auf M&A-Aktivitäten erörtert. Hieraus lässt sich bereits eine Hypothese ableiten, die nachfolgend in der empirischen Studie geprüft werden soll.

In Kapitel 4 werden zunächst verschiedene Kulturmodelle vorgestellt und diskutiert und eine für die vorliegende Arbeit eindeutige Kulturdefinition gefunden. Folgend wird eine erste Einordnung der chinesischen und westlichen Kulturen vorgenommen und darauf aufbauend das Kulturmodell von Hofstede ausgiebig dargestellt. Die fünf Kulturdimensionen nach Hofstede werden nach einer differenzierenden Diskussion auf China bezogen und in einem theoretisch hergeleiteten Transformationsprozess auf finanzwirtschaftliche Relevanz geprüft. Die transformierten Kulturdimensionen von Hofstede ergeben fünf weitere Hypothesen, die in Kapitel 5 geprüft werden. Nach einem Exkurs in die anthropologische Sichtweise auf Kulturen werden die spezifischen kulturellen Besonderheiten Chinas detaillierter thematisiert. Das für China bekannte Phänomen des „Guanxi“ wird eingehend beschrieben und auf finanzwirtschaftliche Relevanz geprüft. Hieraus ergeben sich zwei weitere Hypothesen.

Aufbauend auf den vorhergehenden theoretisch fundierten Kapiteln stellt Kapitel 5 das empirische Forschungsvorhaben vor. Zuerst wird die Zielsetzung des Forschungsvorhabens erläutert, die acht Hypothesen werden nochmals dargestellt und vier Leitfragen für die folgende empirische Untersuchung ausgegeben. Anschließend werden generelle Anmerkungen zum qualitativen Forschen gemacht, wobei der „Grounded-Theory-Methode“ eine herausragende Bedeutung beigemessen wird. Im Folgenden wird eine Herleitung des Forschungsvorhabens gegeben und das Auswertungsmodell

vorge stellt. Der theoretische Aufbau der empirischen Studie ist hauptsächlich aus dem chinesischen „M&A Law“ abgeleitet worden. Daraus resultierend werden zwölf Cluster (Transaktionsvolumen Ja / Nein – Börsennotierung Ja / Nein – Unternehmensformen SOE / PCC / FIE) unterschieden, die jeweils einzeln empirisch untersucht werden. Abschließend erfolgt eine Analyse der empirisch gesammelten Daten. Hierbei wird zunächst eine Clusterung und Relevanzprüfung vorgenommen und danach eine Korrelationsanalyse je Kulturdimension und „Guanxi“ durchgeführt. Die abschließende Datenanalyse ist eine Mittelwertbildung der Punktwertungen und eine Gewichtung der jeweiligen Kulturdimensionen auf den M&A-Prozess. Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung und der nachfolgenden statistischen Prüfung ermöglichen die Weiterverarbeitung des abgesicherten Datenmaterials zur abschließenden Theoriebildung.

In Kapitel 6 werden die statistisch abgesicherten empirischen Daten und die theoretisch hergeleiteten Hypothesen zu einem bezüglich China kulturadjustierten wertorientierten Bewertungsansatz zusammengeführt. Zuerst wird die Vorgehensweise bei der Auswertung der empirischen Daten erläutert und die Auswertungsagenda erarbeitet. Im Folgenden werden die in der Praxis verwendeten Bewertungsverfahren vorgestellt, und die Problematik der Ermittlung der Kapitalkosten wird erörtert. Anschließend werden die Ergebnisse der empirischen Studie je Kulturdimension und „Guanxi“ ausgewertet. Darauf aufbauend erfolgt eine detaillierte Auswertung der einzelnen Cluster. Um dies zu bewerkstelligen wird einerseits eine Korrelationsanalyse der erhobenen Daten durchgeführt, um die einzelnen Fragen der Frageblöcke und die gegebenen Antworten auf Korrelationen zu überprüfen. Zudem wird der M&A-Kulturfaktor als Gradmesser der Kulturabhängigkeit der Unternehmensbewertung eingefügt. Der M&A-Kulturfaktor ist statistisch-mathematisch aus dem empirischen Datenmaterial und den aufgestellten Hypothesen abgeleitet. Die Ermittlung des M&A-Kulturfaktors erfolgt je Cluster und ist als Kaufpreistreiber bzw. -drücker zu interpretieren. Abschließend werden die aufgestellten Hypothesen bestätigt oder negiert. Zuletzt wird das kulturadjustierte Unternehmensbewertungskonzept vorgestellt, das den ökonomischen Unternehmenswert im chinesischen Kulturraum, basierend auf der EVA / MVA-Methode, ermittelt.

Kapitel 7 fasst nochmals die gesamte Arbeit zusammen und gibt einen Ausblick auf weitere Forschungsmöglichkeiten in Theorie und Praxis. Des Weiteren wird ein Ausblick auf die mögliche Übertragbarkeit des Forschungsansatzes auf andere Länder, Kulturen und Fachgebiete gegeben.

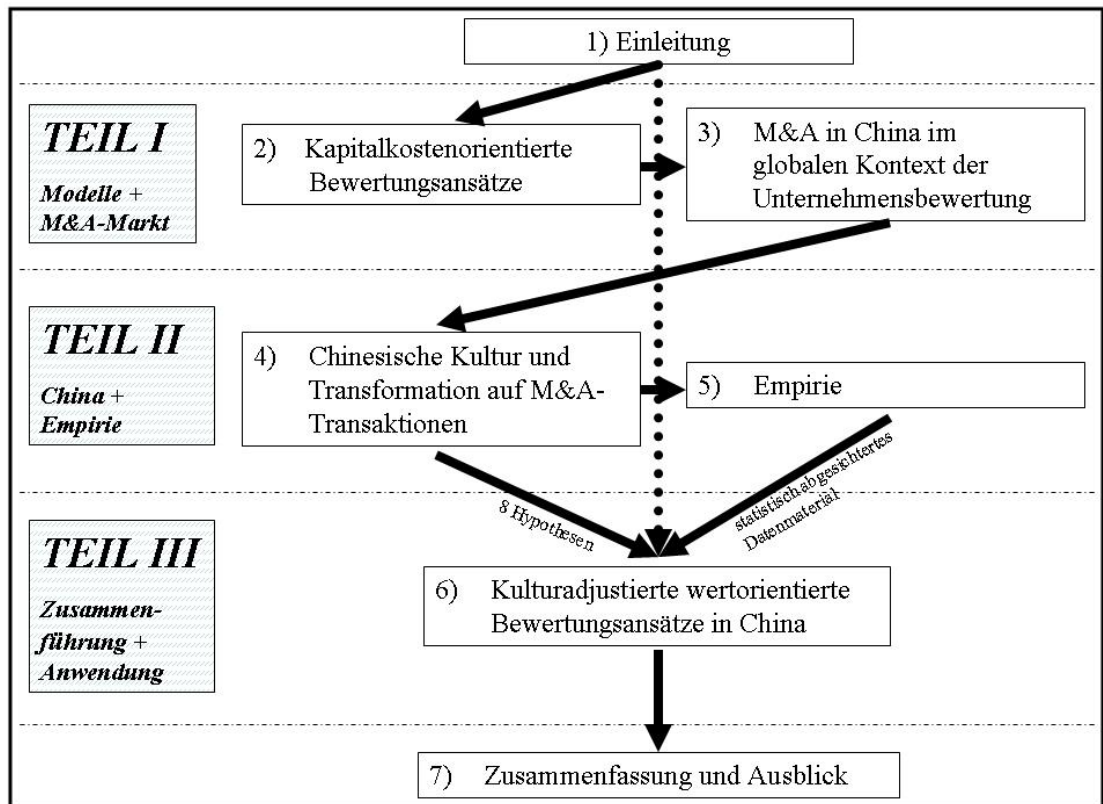


Abbildung 2: Aufbau der Arbeit.



## 2 Kapitalkostenorientierte Bewertungsansätze

Der erste wissenschaftliche ertragswertorientierte Bewertungsansatz geht auf das Jahr 1890 zurück, als Alfred Marshall Mehrwertkonzepte theoretisch beschrieb [Copeland et al. 1994, S. 145]. Bereits 1920 führte General Motors und 1930 Matsushita die Grundidee des wertorientierten Handelns in die Praxis ein [Young 1999, S. 7]. Als Schwachstelle des theoretischen Modells erwies sich zur damaligen Zeit jedoch die ungenaue Ermittlung der Eigenkapitalkosten, für deren Berechnung noch keine wissenschaftlich fundierte Methodik existierte. Lintner, Sharp und Mossin entwickelten in den 60er Jahren das „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) und präsentierten ein allgemein akzeptiertes Verfahren zur Berechnung der Eigenkapitalkosten [Perridon; Steiner 1999, S. 260 ff.]. Eine gute Übersicht der verschiedenen Bewertungsansätze zeigt Lorson [1999, S. 1329 ff.].

Die Systematisierung der einzelnen Bewertungsverfahren wird in der einschlägigen Literatur nicht einheitlich durchgeführt (siehe Abbildung 3).

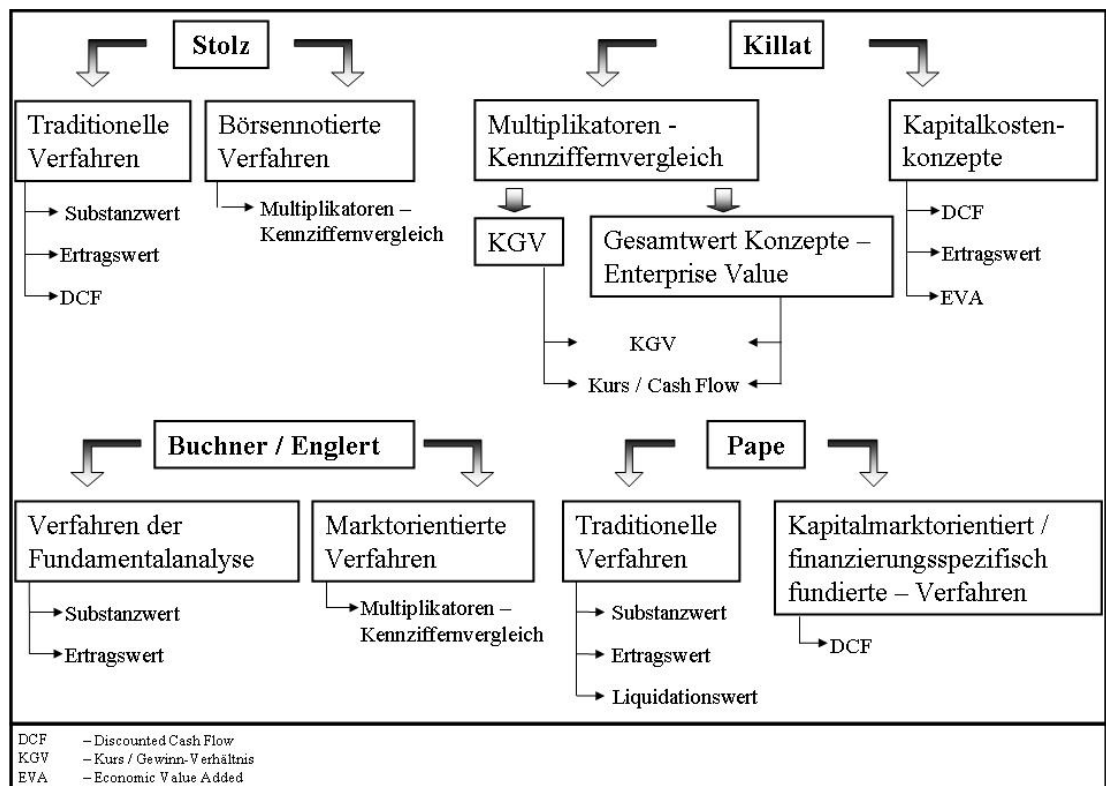


Abbildung 3: Systematisierung der Bewertungsverfahren. Eigene Darstellung. [Quelle: Pape 2004, S. 77; Stolz 1998, S. 202; Killat 1998, S. 237ff.; Buchner; Englert 1994, S. 1573.].

Stolz [1998, S. 202] unterscheidet zwischen traditionellen und börsennotierten Verfahren. Wobei DCF-, Substanzwert- und Ertragswertverfahren zu den traditionellen und sämtliche auf Kennziffern basierende Konzepte zu den börsennotierten Verfahren gezählt werden. Buchner und Englert [1994, S. 1573) systematisieren vom Ordnungsprinzip her sehr ähnlich, jedoch werden die Substanzwert- und Ertragswertverfahren zu der Fundamentalanalyse zusammengefasst, wohingegen die Kennziffernvergleiche zu den marktorientierten Verfahren gezählt werden. Pape [2004, S. 77] grenzt den DCF-Ansatz von allen anderen Verfahren ab und bezeichnet es als kapitalmarktorientiert / finanzierungsspezifisch fundiertes Verfahren. Substanzwert-, Ertragswert- und Liquidationswertverfahren fasst Pape (2004) als traditionelle Konzepte zusammen. Killat [1998, S. 237 ff.] hingegen, der einen Ansatz aus der praktischen Anwendung gewählt hat, unterscheidet in Kapitalkostenkonzepte und Multiplikatoren-Kennziffernvergleich. DCF, Ertragswertverfahren und „Economic Value Added“ werden aufgrund der Abzinsung zukünftiger monetärer Flüsse unter Zuhilfenahme des CAPM und WACC gemeinsam erfasst. Sämtliche vergleichende Verfahren, wie z. B. Kurs / Cash Flow- und Kurs / Gewinn-Verhältnis, werden als Multiplikatoren- / Kennziffernvergleich-Konzepte gegliedert, wobei Killat [1998, S. 237 ff.] noch in Gesamtwertkonzepte und rein vergleichende Verfahren unterscheidet.

In der vorliegenden Arbeit wird dieser Ansatz noch weiter vereinfacht (siehe Abbildung 4).<sup>1</sup> Die Vergleichswertkonzepte auf Basis von Kennziffern, wie z. B. Kurs / Cash Flow- und Kurs / Gewinn-Verhältnis, sollen in dieser Arbeit nicht weiter behandelt werden. Der Wert einer Unternehmung wird seit den 60ern zunehmend als Zukunftserfolgswert definiert, wodurch die vergleichenden und auch das Substanzwert- und Liquidationswertverfahren an Bedeutung verlieren [Busse von Colbe 1992, S. 56-57]. Vielmehr soll der Gesamtwert einer Unternehmung als Gegenwartswert des zukünftigen Nutzens verstanden werden, den ein Bewertungssubjekt – eine Einzelperson oder eine Organisation (z. B. eine Unternehmung) – einer bestehenden oder geplanten Unternehmung oder einem technisch-organisatorisch abgeschlossenen Gliedbetrieb, dem

---

<sup>1</sup> Der Autor ist sich bewusst, dass diese Klassifizierung eine neue Problematik herbeiführen könnte. Das Ertragswertverfahren ermittelt den Diskontierungsfaktor anhand eines vergleichsorientierten Verfahrens. Die alternative Bezeichnung „marktorientiert“ wäre problematisch, da die DCF-Methode sich durch die Kapitalmarktorientierung auszeichnet. Selbst das Substanzwertverfahren könnte in die Kategorie der Marktorientierung eingegliedert werden, da Wiederbeschaffungswerte regelmäßig durch Marktpreise bestimmt werden.

sich quantifizierte Nutzen zurechnen lassen, als Bewertungsobjekt beimisst [Busse von Colbe 1992, S. 56]. Ertragswertorientierte Bewertungsansätze nutzen bei der Bestimmung des Kapitalkostensatzes die frei zugänglichen Kapitalmarktdaten, um eine Bewertung der Zukunft im Jetzt zu gewährleisten. Eine weitere Diskussion der Bestimmung des Kapitalkostensatzes mit dem CAPM-Verfahren findet sich in Kapitel 2.2.7.

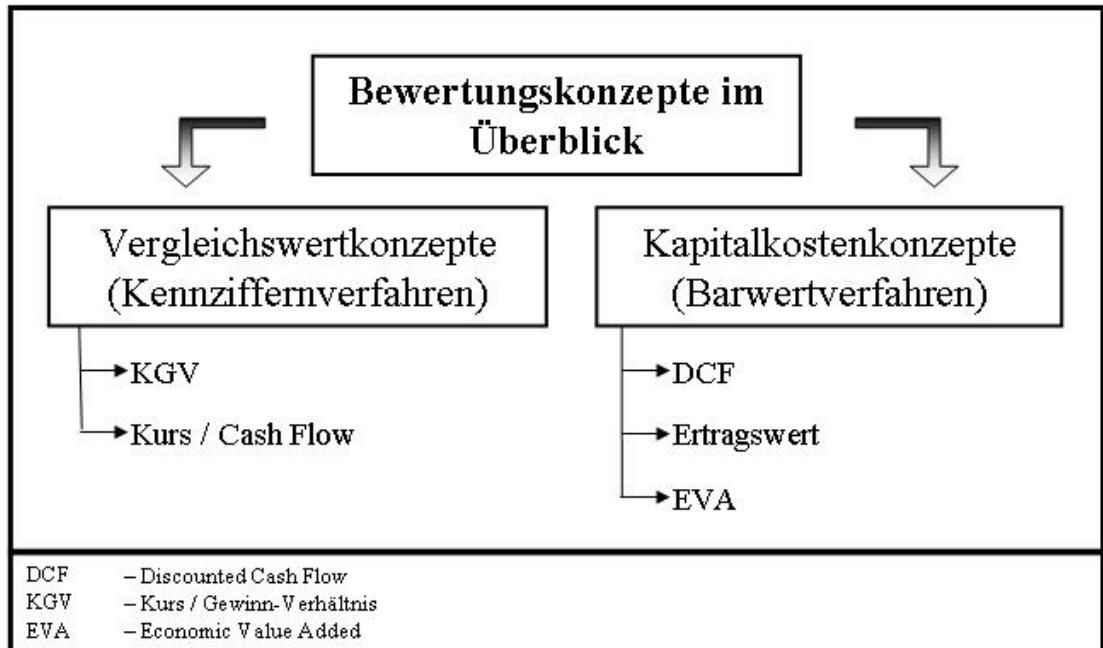


Abbildung 4: Festlegung der Kategorisierung der Bewertungsverfahren. Eigene Darstellung.

Der Schwerpunkt dieser Arbeit liegt auf denjenigen Kapitalkostenkonzepten, deren Gemeinsamkeit die Barwertermittlung ist. Das DCF-Konzept und das Ertragswertverfahren werden in dieser Arbeit vorgestellt, doch in Kapitel 6, bei der Zusammenführung und Entwicklung einer ganzheitlichen Bewertung von chinesischen Unternehmen, nicht weiter berücksichtigt. Der Schwerpunkt liegt auf dem „Economic Value Added“ (EVA).

## 2.1 Grundlagen der Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertungen sind maßgeblich vom Nutzen des Interessenten abhängig. Eine objektive Bewertung kann es für ein Unternehmen nicht geben [Born 1995, S. 21]. Der Unternehmenswert hängt somit stark von den individuellen Absichten des Interessenten ab.

Die *Gründe* einer Unternehmensbewertung klassifiziert Wöhe [1996, S. 790] anhand des Eigentümerwechsels, nämlich zum einen *mit* Eigentümerwechsel und zum anderen *ohne* diesen. Abbildung 5 verdeutlicht dies anschaulich.

<b>Mit Eigentümerwechsel</b>	<b>Ohne Eigentümerwechsel</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kauf / Verkauf</li> <li>- Fusion</li> <li>- Erbauseinandersetzung</li> <li>- Enteignung</li> <li>- Eintritt bzw. Ausscheiden eines Gesellschafters einer Personengesellschaft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sanierung</li> <li>- Kreditwürdigkeitsprüfung</li> <li>- Steuerliche Bewertung</li> <li>- Beteiligung am Unternehmen</li> </ul>

Abbildung 5: Kategorisierung von Unternehmensbewertungsanlässen. Eigene Darstellung. [Quelle: Wöhe 1996, S. 790].

Neben der Klassifizierung nach Bewertungsanlass wird in der modernen Literatur und Forschung die funktionale Bewertungslehre verwendet. Innerhalb eines Bewertungsanlasses können dabei einer Bewertung durchaus mehrere Funktionen zukommen [Pape 2004, S. 49; IdW 1999, S. 5].

Der Mittelpunkt der funktionalen Bewertungslehre stellt die zu lösende Aufgabe dar. Die Funktionen lassen sich in Haupt- und Nebenfunktionen einordnen, wobei als Hauptfunktionen die Beratungsfunktion, die Vermittlungsfunktion und die Argumentationsfunktion gesehen werden (siehe Tabelle 1) [Wegmann 1996, S. 151; Stolz 1998, S. 197; Serfling; Pape 1995, S. 941].<sup>2</sup>

Tabelle 1: Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung. Eigene Darstellung. [Quelle: Wegmann 1996, S. 151; Stolz 1998, S. 197; Serfling; Pape 1995, S. 941].

<b>Bewertungsfunktionen</b>	<b>Resultierender Wert</b>
Beratungsfunktion	Entscheidungswert
Vermittlungs- oder Konfliktlösungsfunktion	Arbitrum- oder Vermittlungswert
Argumentationsfunktion	Argumentationswert

---

<sup>2</sup> Pape ordnet die Argumentationsfunktion den Nebenfunktionen zu. [Quelle: Pape 2004, S. 49].

## **2.2 „Economic Value Added“ – kapitalkostenorientierte Unternehmensbewertung**

Die Ausrichtung einer Unternehmung am Shareholder-Value etablierte sich, zuerst in den USA, seit den 60er Jahren zunehmend. Die Unternehmensberatung Stern Stewart & Co. entwickelte 1982 einen Mehrwertansatz, den „Economic Value Added“ (EVA) zur Unternehmensbewertung, –steuerung und Performancemessung. Zudem ermöglicht der EVA eine interne Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und kann zur operativen Managementführung verwendet werden [Hostettler; Fickert 2000, S. 1].

Al Ehrbar, ein Gesellschaftspartner von Stern Stewart & Co., formuliert die Weitläufigkeit der Einsatzgebiete wie folgt: „... that can guide every decision made by the company, from the boardroom to the shopfloor“ [Ehrbar 1998a, S. 37]. Inzwischen haben sich mehr als 300 Unternehmen die Steigerung ihrer Unternehmenswerte im Sinne des EVA-Ansatzes zum Ziel gesetzt, so z. B. Coca-Cola, Eli Lilly, Whirlpool und Siemens.

Der „Economic Value Added“ basiert auf dem traditionellen Übergewinn. Stewart [1991, S. XXIII], Partner der Unternehmensberatung Stern Stewart & Co., beschreibt das Konzept und die Vorgehensweise als „The message we bring is not new [...]“ und Ehrbar [1998, S. XI], ebenfalls Partner bei Stern Stewart Co., bezeichnet es als “a measure of performance, has been a part of the economist’s tool kit for more than 200 years.”

Der Vorteil der EVA-Methode ist die Adjustierbarkeit der Basisgrößen auf einzelne Branchen und Unternehmensspezifika. Die Schwierigkeit bei der Berechnung des EVA liegt in der vorangehenden Berechnung der einzelnen Einflussgrößen und der Abschätzung der jeweiligen Adjustierung.

Weitere Vorteile von EVA sind [Hostettler, 2002]:

- Beschränkung auf betriebliche Tätigkeit
- Berücksichtigung der Mindestrenditeforderung aller Kapitalgeber
- Besondere Einfachheit und Praktikabilität des Ansatzes
- Vereinigung der Faktoren Investition, Finanzierung und operative Entscheidungen in einer umfassenden Kennzahl

Das EVA-Modell berücksichtigt die Kapitalkosten und geht daher wesentlich über die Betrachtung des Jahresabschlusses hinaus. Nur wenn nach Abzug der Kapitalkosten noch ein positives Ergebnis bleibt, ist vom Unternehmen wirklich ein Mehrwert geschaffen, ansonsten ist Wert vernichtet worden [Brealey; Myers 2000, S. 326]. Mehrwertkonzepte berechnen den Gesamtwert eines Unternehmens durch die Addition des Unternehmensvermögens mit der Summe zukünftiger, diskontierter Mehrwerte [Volkart et al. 1998, S. 356]. Das Konzept des EVA nennt den geschaffenen Mehrwert Residualeinkommen [Hostettler; Fickert 2000, S. 47 ff.].

### **2.2.1 Konzeption, Systematisierung und Annahmen des EVA-Konzeptes**

Das EVA-Modell ermöglicht die Aussage darüber, ob in der betreffenden Periode Unternehmenswert geschaffen wurde. Dies sei immer dann der Fall, wenn positive EVA-Werte erzielt werden [Lorsson 1999, S. 1334].

Die Hauptanwendungsgebiete des EVA-Modells lassen sich in drei Hauptkategorien zusammenfassen [Hostettler 2002, S. 1]:

- EVA als Instrument zur Unternehmensbewertung
- EVA als Maßstab für finanzielle Performance
- EVA zur Gestaltung der internen Corporate Governance

Die folgende Arbeit konzentriert sich auf die Möglichkeiten, das EVA-Modell zur Unternehmensbewertung einzusetzen.

EVA soll den Übergewinn aus der betrieblichen Tätigkeit darstellen. Der EVA-Wert berechnet sich aus dem Unternehmensergebnis abzüglich der Kosten, die für die Nutzung des dazu notwendigen Kapitals anfallen [Stewart 1991, S. 137]. Für seine Berechnung sind hierzu drei Größen notwendig:

- a) Ergebnis
- b) Kapital
- c) Kapitalkostensatz  $c^*$

Die Ergebnisgröße bildet – veranschaulicht dargestellt siehe Formel 1 – den Block, von dem die Kapitalkosten abzuziehen sind, um den tatsächlich geschaffenen Mehrwert zu

erhalten. Aus den Größen Kapital und Kapitalkostensatz werden durch Multiplikation die für die Nutzung des Kapitals anfallenden Kosten – die Kapitalkosten – berechnet [Hostettler; Fickert 2000, S. 49 ff.]. Diese beinhalten im EVA-Ansatz sowohl die Kosten für die Nutzung des Fremd- als auch des Eigenkapitals. Die Formel („Capital Charge“-Formel) zur Berechnung des EVA-Wertes lautet somit (siehe Formel 1):

$$\text{EVA} = \text{Ergebnis} - c^* (\text{Kapital})$$

Formel 1: EVA – „Capital Charge“-Formel.

Eine Alternative zur „Capital Charge“-Formel bietet die so genannte „Value Spread“-Formel (siehe Formel 2), die das Ergebnis der Differenz aus Vermögensrendite  $r$  und Kapitalkostensatz  $c^*$  mit dem betriebsnotwendigen Kapital multipliziert [Stewart 1991, S. 137].

$$\text{EVA} = (r - c^*) \text{Kapital}$$

Formel 2: EVA – „Value Spread“-Formel.

Das besondere am EVA-Modell sind die branchenspezifischen Anpassungen, so genannte Adjustierungen, der Eingangsgrößen. Aus Konsistenzgründen erfordert die Anpassung einer Eingangsgröße häufig ebenfalls die Anpassung einer weiteren Größe. Aus diesem Grund lässt sich die letztendliche Gesamtauswirkung einer konsistent durchgeführten Anpassung auf den EVA-Wert erst dann absehen, wenn ihre Auswirkungen auf sämtliche separate Größen erkennbar sind. Erst zu diesem Zeitpunkt kann festgestellt werden, wie sich die zuvor einzeln beschriebenen, jedoch häufig einander bedingenden Einzeleffekte in ihrer Gesamtheit auf den EVA-Wert auswirken und welche Anpassungen durchgeführt werden sollten.

Die Adjustierbarkeit des EVA-Modells lassen es für die weitere Anwendung in dieser Arbeit als sehr vorteilhaft erscheinen. China, mit sehr hoher Volatilität im makro- wie auch mikroökonomischen Bereich, kurzen Planungshorizonten, sich entwickelndem Aktien- und Kapitalmarkt und spezifischen kulturelevanten Aspekten, benötigt ein adjustiertes Bewertungsmodell.

### **2.2.2 Adjustierungen**

EVA berechnet den „ökonomischen“ – nicht den buchhalterischen – Wert, den das Unternehmen im Rahmen seiner betrieblichen Tätigkeit geschaffen hat. Ökonomische Werte sind Werte, die von einem risikofreudigen Anleger beigemessen werden [Hostettler;

Fickert 2000, S. 90 ff.]. Dieser geht vom Fortbestand des Unternehmens aus und bezieht in den ökonomischen Wert sämtliche Eigenschaften des Unternehmens ein, von denen er sich einen Nutzen verspricht, unabhängig davon, ob sie laut Rechnungslegungsvorschriften bilanzierbar sind oder nicht [Buehner 1990, S. 14 f.]. Nicht adjustierte Jahresabschlusszahlen vermitteln den Eindruck, ein Unternehmen sei „... rather dead than alive“ [Stewart 1991, S. 34]. Die starke Berücksichtigung des Gläubigerschutzgedankens in den Rechnungslegungsvorschriften begünstigen diese Sichtweise, was Stewart zu der ironischen Vermutung veranlasst: „... accountants are in bed with bankers“ [Stewart 1991, S. 29].

Zur Berechnung des EVA-Wertes auf Basis der ökonomischen Werte ist es notwendig, die Jahresabschlusszahlen eines Unternehmens – Ergebnis und Kapital – dahingehend zu adjustieren, dass sie in das Bewertungsverfahren eingesetzt werden können.

Stern Stewart & Co. schlägt hierzu 164 mögliche Anpassungen vor, welche in Fachzeitschriften zugleich als „... the most important and controversial aspect of EVA ...“ bezeichnet werden [Young 1999, S. 14]. Adjustierungen werden in Hinblick auf Branchenzugehörigkeit vorgenommen und konsistent im EVA-Verfahren weitergeführt. Die Anpassungen lassen sich laut Hostettler in vier Stufen, sog. Konversionen, unterteilen [Hostettler; Fickert 2000, S. 49 f. und 99 ff.]:

- 1) Operating Conversion: Im Rahmen dieser Konversion werden die Bestandteile sowohl der Vermögens- als auch der Gewinngröße auf betriebliche Zugehörigkeit geprüft und ggf. angepasst, da der EVA-Wert nur den aus betrieblicher Tätigkeit geschaffenen Mehrwert darstellen soll.
- 2) Funding Conversion: Durch diese Anpassungen sollen sämtliche Finanzierungsmittel des Unternehmens entsprechend ihres wahren Finanzierungscharakters berücksichtigt werden, so z. B. auch „versteckte“ Mittel, wie Leasinggeschäfte.
- 3) Tax Conversion: Die im Jahresabschluss ausgewiesene Steuerlast entspricht nicht der im EVA-Konzept relevanten Steuerlast. Um eine dem Konzept angemessene Steuerberücksichtigung zu erreichen, sollten daher Anpassungen verschiedener Steuerpositionen vorgenommen werden.



4) Shareholder Conversion: Die Jahresabschlusszahlen, die aufgrund weit reichender Rechnungslegungsvorschriften ermittelt wurden, werden gemäß der Sichtweise eines risikofreudigen Anlegers (Shareholder) angepasst [Stewart 1991, S. 91 f.].

5) Culture Conversion: Jahresabschlüsse, die unter hoher Volatilität im makro- wie auch mikroökonomischen Bereich ermittelt werden sowie unterentwickelten Aktien- und Kapitalmärkten zugrunde liegen, müssen angepasst werden. Zudem muss eine Konversion aufgrund der kulturelevanten Aspekte durchgeführt werden.

In Hinblick auf die Kulturadjustierung der Unternehmensbewertung wird im Folgenden eine fünfte Konversion vorgestellt: Die Culture Conversion. Weitere Ausführungen über Kultur und insbesondere die chinesischen Gegebenheiten folgen in Kapitel 4.

Eine zur Ermittlung der ökonomischen Werte geeignete Vorgehensweise stellt sich demnach wie in Abbildung 6 dar.

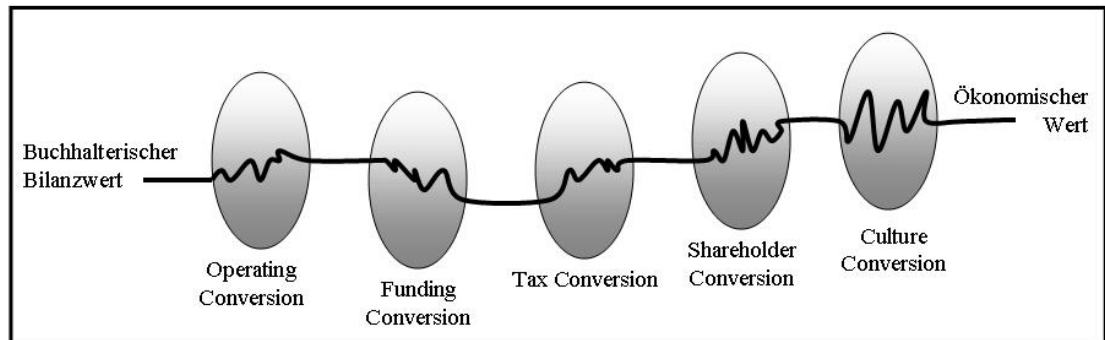


Abbildung 6: Fünf Konversionen zur Überführung des Bilanzwertes in den ökonomischen Wert. Eigene Darstellung. [Quelle: Hostettler; Fickert 2000, S. 98].

Das EVA-Konzept ist ein offenes und situationsabhängiges Modell, da die vielen möglichen Anpassungen innerhalb der einzelnen Konversionsstufen nicht eindeutig festgelegt sind. Vielmehr schlägt Stewart vor, eine Anpassung nur vorzunehmen, wenn sie bestimmte Kriterien erfüllt, prinzipiell bleibt es jedoch jedem Investor selbst überlassen, die Korrekturen vorzunehmen, die ihm bei der Ermittlung der ökonomischen Werte die aussagefähigsten Ergebnisse liefern [Stewart 1994, S. 74]. Folglich ist der ökonomische Wert ein subjektiver Wert, der nach den verschiedenen Gegebenheiten und Sichtweisen unterschiedliche Größen berücksichtigt. Die Dokumentation der Ansätze liegt den EVA-Bewertungen stets bei. Die verwendeten 164 möglichen Anpassungen bei der Berechnung des EVA-Wertes von Stern Stewart & Co. werden nur auszugsweise veröffentlicht, da das Unternehmen diese als Geschäftsgeheimnis betrachtet und nur seinen Beratungskunden in

vollem Umfang zur Verfügung stellt. Daher wird in dieser Arbeit das allgemeine EVA-Konzept erläutert und der Schwerpunkt auf Kapitel 6 gelegt, die Kulturadjustierung der Unternehmensbewertung (Culture Conversion).

Folgend werden sukzessiv die für die Berechnung des EVA-Wertes notwendigen Größen Kapital, Ergebnis und Kapitalkostensatz vorgestellt. Durch diese gewählte Reihenfolge soll dem inhaltlichen Zusammenhang zwischen Kapital- und Ergebnisgröße sowie der unabhängig davon erfolgenden Kapitalkostensatzermittlung Rechnung getragen werden.

### **2.2.3 Kapital**

Die Kapitalgröße multipliziert mit dem gewichteten Kapitalkostensatz ergibt die Kapitalkosten des Unternehmens.

Zur Berechnung des Kapitals bieten sich zwei verschiedene Vorgehensweisen an [Stewart 1991, S. 87 ff.]:

1. der „Operating Approach“, der als Datenbasis die Aktivseite der Bilanz analysiert und
2. der „Financing Approach“, der von der Passivseite der Bilanz die notwendigen Daten berechnet.

Beide Verfahren liefern die gleichen Resultate. Der „Financial Approach“ kann aufgrund der Verwendung der Passivseite einer Bilanz nicht zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögen unterscheiden, da die Gliederung der Passivseite einer Bilanz hierüber keine Aussagen zulässt. Daher muss auch bei dieser Methodik auf Daten der Aktivseite zurückgegriffen werden [Stewart 1991, S. 100 ff.]. Resultierend aus der oben beschriebenen Betriebsnotwendigkeitsproblematik können Ungenauigkeiten in die Berechnung einfließen [Röttger; Schmidt 1994, S. 82]. Daher wird im Folgenden nach dem „Operating Approach“ vorgegangen werden.

Der Jahresabschluss basiert auf den Buchwerten gemäß der anzuwendenden Rechnungslegungsvorschriften. Das Hauptinteresse des EVA-Ermittlers ist die Berechnung des ökonomischen Wertes aus der Sicht des risikofreudigen Anlegers. In der Kapitalgröße des EVA-Konzepts sollten daher all diejenigen Vermögensbestandteile enthalten sein, für die aus Sicht des risikofreudigen Anlegers Kapitalkosten anfallen.

Um nun die Höhe des betriebsnotwendigen Kapitals im Sinne des EVA-Konzeptes zu ermitteln, bietet es sich an, von der im Jahresabschluss angegebenen Bilanzsumme auszugehen und diese anschließend – mit dem Ziel, dem ökonomischen Wert möglichst nahe zu kommen – über die fünf oben genannten Konversionsstufen hinweg anzupassen. Zu den jeweiligen Konversionen gehören im wesentlichen Anpassungen bzgl. folgender Positionen, auf die in dieser Arbeit näher eingegangen werden soll (siehe Abbildung 7).

Operating Conversion	Funding Conversion	Tax Conversion	Shareholder Conversion	Culture Conversion
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Anlagen im Bau</li> <li>- Geleistete Anzahlungen</li> <li>- Finanzanlagen</li> <li>- Liquide Mittel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Leasing- und Mietobjekte</li> <li>- Nicht zinstragende kurzfristige Verbindlichkeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Latente Steuern</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Marktwerte</li> <li>- Sach- und Finanzanlagen</li> <li>- Ausgaben mit Investitionscharakter</li> <li>- Goodwill</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Landeskultur</li> <li>- Kapitalmarktstruktur</li> </ul>

Abbildung 7: Überblick der Konversionen.

Die Konversionen Operating Conversion, Funding Conversion, Tax Conversion und Shareholder Conversion werden anschließend ausgiebig vorgestellt. Die Culture Conversion wird in diesem Kapitel nicht weiter problematisiert und wird in Kapitel 4 und 6 umfangreich diskutiert und in das bestehende EVA-Modell integriert.

### 2.2.3.1 Operating Conversion

Nicht betriebsnotwendige Vermögensbestandteile werden aus der Ausgangsgröße herausgerechnet, da der EVA-Wert den Übergewinn aus betrieblicher Tätigkeit abbildet. Als nicht betriebsnotwendig gilt ein Vermögensbestandteil, wenn er für die Erwirtschaftung des betrieblichen Gewinns nicht notwendig ist [Hostettler; Fickert 2000, S. 50].

Die bilanziellen Vorschriften verlangen keine Trennung der Aktiva in betriebsnotwendige und nicht betriebsnotwendige Vermögensbestandteile. Der Unternehmensbewerter muss nach Branche und Kenntnisstand die Betriebszugehörigkeit der einzelnen Positionen prüfen und sämtliche Informationsquellen hierfür nutzen. Sowohl Anlage wie auch Umlaufvermögen müssen analysiert und angepasst werden. Stewart [1991, S.95] beschrieb diese Arbeit mit den Worten: „Find it in the footnotes [!]“.

**Fazit:** Sind in der Ausgangsgröße nicht betriebliche Vermögensgegenstände enthalten, sollten diese subtrahiert werden. Entsprechend sollten nicht enthaltene betriebliche Vermögensgegenstände addiert werden.

#### ***Anpassungen des Anlagevermögens***

Die immateriellen Vermögensgegenstände, als Sammelbegriff für gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte, sollten in voller Höhe dem betriebsnotwendigen Vermögen zugeschrieben werden, da sie für die betriebliche Gewinnerwirtschaftung notwendige Grundlagen darstellen.

Sachanlagen werden als betriebsnotwendig eingestuft. Jedoch werden noch im Bau befindliche Anlagen und geleistete Anzahlungen für Vermögensgegenstände, da noch kein Mehrwert geschaffen wurde, aus dem EVA-Wert herausgerechnet und somit keine Kapitalkosten berechnet [Stewart 1991, S. 744].

Beteiligungen, die nicht im Mittelpunkt des Kerngeschäftes stehen, werden als nicht betriebsnotwendig angesehen.

#### ***Anpassungen des Umlaufvermögens***

Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände sind in vollem Umfang betriebsnotwendig. Ebenso verhält es sich mit der Position Vorräte an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, unfertige und fertige Erzeugnisse sowie Waren. Diese Positionen sind für die Erstellung der betrieblichen Leistungen bzw. zur Erwirtschaftung des betrieblichen Gewinns unbedingt notwendig. Demgegenüber sind die geleisteten Anzahlungen für Vorräte, die dem Unternehmen in der betrachteten Periode noch nicht zur Verfügung standen, von der Kapitalgröße abzuziehen. Vorräte, die aus spekulativen Gründen angelegt wurden und über das notwendige Maß zur Leistungserbringung hinausgehen, sollten anhand des Buchwertes von der Kapitalgröße subtrahiert werden [Born 1995, S. 156].

Die Position der liquiden Mittel setzt sich aus den Wertpapieren des Umlaufvermögens sowie aus Kassenbeständen, Schecks und kurzfristigen Guthaben zusammen. Die Wertpapiere des Umlaufvermögens sind im Gegensatz zu denen des Anlagevermögens nicht dazu bestimmt, dauerhaft dem Geschäftsbetrieb zu dienen.<sup>3</sup> Das Investment in derartige Wertpapiere ist daher für ein Unternehmen nicht betriebsnotwendig und die

---

<sup>3</sup> Vgl. Paragraf 247 Abs. 2 HGB.

Kapitalgröße muss um die Höhe dieser Position bereinigt werden. Anders verhält es sich mit den Kassenbeständen, Schecks und kurzfristigen Guthaben des Unternehmens, die teilweise dem Zweck dienen, die für den Betriebsablauf notwendige Zahlungsbereitschaft sicherzustellen.

### **2.2.3.2 Funding Conversion**

Die Funding Conversion soll insbesondere nicht zinstragende kurzfristige Verbindlichkeiten sowie Leasing- und Mietgeschäfte korrigieren [Stewart 1991, S. 92 f.]. Sämtliche Eingangsgrößen mit einem „versteckten“ Finanzierungscharakter werden bereinigt [Hostettler; Fickert 2000, S. 100 ff.].

**Fazit:** Die Funding Conversions sollen die Ergebnisgröße von jeglichen Finanzierungskosten bereinigen.

#### ***Nicht zinstragende kurzfristige Verbindlichkeiten***

Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen weisen einen „versteckten“ Finanzierungscharakter auf und gehören zu nicht zinstragenden kurzfristigen Verbindlichkeiten. Derartige Kredite ohne direkte Zinsforderungen werden bereits in der Ergebnisgröße erfasst, da ein Entgelt bereits in den Güterpreisen der Lieferanten berücksichtigt wurde [Copeland et al. 1994, S. 161 f.]. Durch den Ver- und Gebrauch der Gegenstände im betrieblichen Leistungsprozess finden die versteckten Finanzierungskosten im Betriebsergebnis Berücksichtigung. Daher sollte, um eine Doppelerfassung zu vermeiden, die Position Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von der Kapitalgröße abgezogen werden.

Anzahlungen von Kunden gehören ebenfalls zu den nicht zinstragenden kurzfristigen Verbindlichkeiten. Wenn die Leistung noch nicht erbracht wurde, so dürfen auch keine Kapitalkosten berechnet werden. Daher muss diese Position von der Kapitalgröße abgezogen werden.

#### ***Leasing- und Mietobjekte***

Leasing muss nach den jeweiligen Rechtsvorschriften beim Leasing-Nehmer oder Leasing-Geber bilanziert werden. Hierbei entscheidet die Ausgestaltung des Leasingvertrages, ob

das „... Rechtsinstitut des ‘wirtschaftlichen Eigentums‘..“, vorliegt [Busse von Colbe; Pellens 1998, S. 481].

Ein nicht bilanzierter aber genutzter Vermögensgegenstand stellt, wie oben bereits bei den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, eine „versteckte“ Finanzierung dar. Teile der Leasingraten sind Zinsen (Finanzierungskosten), die nicht explizit ausgewiesen werden. Jedoch finden diese bereits in der Ergebnisgröße des EVA-Modells Berücksichtigung. Daher dürfen für die nicht bilanzierten Leasinggegenstände keine weiteren Kapitalkosten veranschlagt werden.

Gleichfalls verhält es sich mit den Kapitalkosten, die durch die Nutzung von gemieteten Gegenständen anfallen: Auch sie sind in der Ergebnisgröße der EVA-Berechnung bereits berücksichtigt. Mietgeschäfte und Leasing sind nicht Bestandteile der Bilanz [Coenneberg 1994, S. 58].

Obwohl der Unternehmenswertermittler intuitiv die versteckte Finanzierung berücksichtigt, schlägt Stewart [1991, S. 98] eine andere Vorgehensweise vor. Demnach sollte der Wert der nicht bilanzierten Leasing- und Mietgegenstände zur Kapitalgröße addiert werden.

Gemäß § 285 Nr. 3 HGB muss im Anhang eines Jahresabschlusses „... der Gesamtbetrag der sonstigen finanziellen Verpflichtungen, die nicht in der Bilanz erscheinen ... gesondert [angegeben werden].“ Daraus lässt sich die Höhe der nicht bilanzierten Leasing- und Mietgeschäfte des aktuellen und der folgenden Jahre entnehmen. Der aktuelle Wert der Leasing- und Mietobjekte berechnet sich im EVA-Ansatz als Barwert der resultierenden Zahlungsverpflichtungen. Der Diskontierungszinssatz wird aus Vereinfachungszwecken auf einen pauschalen Satz in Höhe von 10% angesetzt [Stewart 1991, S. 98]. Da Angaben über die exakten Zahlungstermine der Leasing- und Mietzahlungen aus den Jahresabschlüssen nicht ermittelbar sind, müssen folgende Vereinfachungen vorgenommen werden [Hostettler; Fickert 2000, S. 125 f.].

- Zahlungsverpflichtungen verteilen sich zu gleichen Teilen auf die angegebenen Jahre.
- Die Zahlungsverpflichtungen jeden Jahres sind in voller Höhe am entsprechenden Jahresende fällig.

Der berechnete Wert sollte nun zur Kapitalgröße addiert werden, um das zur Verfügung stehende Kapital korrekt darzustellen.

Um die Doppelerfassung der Kapitalkosten zu vermeiden, sollte die Ergebnisgröße um die enthaltenen Zinsanteile der oben genannten Positionen bereinigt werden. Die berechneten Zinsanteile müssen zur Ergebnisgröße des EVA-Modells addiert werden.

### **2.2.3.3 Tax Conversion**

Die Tax Conversion hat nach Stewart den Charakter einer Forderung bzw. Verbindlichkeit, die jedoch nie eingelöst wird, wenn das Unternehmen Sachanlagen zeitnah ersetzt und handelsrechtlich abschreibt [Stewart 1991, S. 33].

Abgrenzungen latenter Steuern stellen Ausgleichsposten dar, die aufgrund von Differenzen zwischen der Handels- und der Steuerbilanz gemäß § 274 HGB gebildet werden müssen. Je nachdem, ob der Handelsbilanzgewinn größer als der Steuerbilanzgewinn ist oder ob das Gegenteil der Fall ist, kann dieser Betrag „... bei einer bilanziellen Berücksichtigung somit entweder zu einem Aktiv- oder Passivposten für latente Steuern führen“ [Coenenberg 1994, S. 216].

Ein aktiver Posten latenter Steuerabgrenzungen stellt einen Vermögensgegenstand dar, der eine Steuerforderung bzw. -ersparnis in Folgeperioden ermöglicht [Copeland et al. 1994, S. 163 f.]. Es handelt sich jedoch nicht um einen Bestandteil des Kapitals, das direkt für die Gewinnerwirtschaftung verwendet werden kann. Aus diesem Grund sollte der Posten von der Kapitalgröße abgezogen werden.

**Fazit:** Die Tax Conversions sollen die wahre Steuerlast des operativen Geschäftes erfassen und die Steuern eines positiven Finanzergebnisses oder eines negativen Finanzergebnisses herausrechnen.

### **2.2.3.4 Shareholder Conversion**

Die Shareholder Conversions haben das Ziel, die Eingangsgrößen, die auf den Grundsätzen der vorsichtsorientierten Rechnungslegungsvorschriften basieren, an die Sichtweise eines risikofreudigen Anlegers zu adjustieren [Adams et al. 1999, S. 152 ff.]. Ein Shareholder bewertet häufig die vorhandenen Mittel höher ein, als es die gesetzlichen Vorschriften im

Rahmen der Bilanzermittlung zulassen. Teilweise werden Vermögensbestandteile aktiviert und eingerechnet, die in einer Bilanz gemäß den Rechnungslegungsvorschriften nicht berücksichtigt werden dürfen. Stewart [1991, S. 91] spricht bei diesen Positionen von „Equity Equivalents“. Das EVA-Konzept berücksichtigt diesen Interessenkonflikt und wertet die Vermögensbestandteile, „... as if [they] were sold for their end-of-period prices and immediately repurchased ...“ [Stewart 1991, S. 113]. Dadurch fließen die Werte der Vermögensgegenstände in die Bewertung zu Marktwerten ein, den die Anteilseigner dem Unternehmen momentan zur Verfügung stellen. Die Berechnung der Kapitalkosten unter Zugrundelegung der Marktwerte bildet die von den Anlegern erwartete Mindestverzinsung ab. Jedoch ist die Bewertung sämtlicher Vermögensgegenstände zu Marktwerten häufig zu umfangreich und gilt daher als nicht durchführbar. Stewart [1994, S. 78] schlägt daher die Verwendung von Buchwerten vor, sofern die Marktwerte nicht leicht ermittelbar sind. Dies betrifft materielle und immaterielle Vermögensgegenstände.

Insbesondere bei Unternehmungen mit hohen Forschungs- und Entwicklungskosten kann es zu Anpassungsnotwendigkeiten kommen. Das EVA-Konzept behandelt Aufwendungen, die einen dauerhaft nutzbringenden Vorteil erbringen, als Investitionen und schreibt diese buchungstechnisch „... nicht jährlich der Erfolgsrechnung zu ..., sondern im Sinne einer Investition über eine sinnvolle Periode (linear) ab ...“ [Hostettler; Fickert 2000, S. 140]. Neben den Forschungs- und Entwicklungskosten werden Umstrukturierungsmaßnahmen gleichfalls linear abgeschrieben. Wenngleich sich die Nutzungsdauer und die Nutzenmaximierung nicht exakt beziffern lassen, berücksichtigt eine Schätzung den ökonomischen Gedanken weitaus besser als eine sofortige Belastung der Erfolgsrechnung in voller Aufwandshöhe. Stewart [1991, S. 744] schlägt als Nutzungsdauer für Umstrukturierungsmaßnahmen und F&E-Aufwendungen pauschal 5 Jahre vor, womit er sich an den Rechnungslegungsvorschriften des IASC (International Accounting Standards Committee) orientiert, die die Aktivierung bestimmter Forschungsaufwendungen ebenfalls auf fünf Jahre zulassen [Busse von Colbe; Pellens 1998, S. 345 f.]. Ein detaillierter Vergleich der wichtigsten IAS-Standards zum China-GAAP findet sich in Kapitel 3.3.2.7.

Goodwills, originäre und derivative, gelten ebenfalls als immaterielle Vermögensgegenstände. Vom Unternehmen selbst geschaffene, also die originären Goodwills, dürfen nicht aktiviert werden [Baetge 1996, S. 302] und werden im EVA-Konzept nicht weiter berücksichtigt. Derivative Goodwills hingegen dürfen gemäß § 255 Abs. 4 HGB aktiviert und in der voraussichtlichen Nutzungszeit planmäßig abgeschrieben



werden. Die in einer Bilanz ausgewiesenen derivativen Geschäftswerte nehmen also kontinuierlich ab und divergieren gegen null.

Die Shareholder-Sicht bewertet dies anders: Ein Geschäftswert stellt danach einen Kapitalbestandteil dar, der vom Unternehmen dauerhaft genutzt wird [Nichols 1998, S. 27]. Lediglich im Falle eines eindeutigen, realen Wertverlustes sollte eine Abschreibung vorgenommen werden [Stern 1994, S. 48]. Jede Goodwill-Abschreibung nach den aktuellen Rechnungslegungsvorschriften vermindert das dem Unternehmen zur Verfügung stehende Kapital in der Bilanz um den entsprechenden Betrag. Das EVA-Modell addiert daher die kumulierten Goodwill-Abschreibungen der vorangegangenen Perioden zur Kapitalgröße hinzu [Stewart 1991, S. 114]. Die Goodwill-Abschreibungen können gemäß § 268 Abs. 2 HGB dem Jahresabschluss entnommen werden.

Die Konsequenz des EVA-Konzeptes erlaubt es nicht, Goodwill-Abschreibungen zu addieren, wenn im Rahmen der Operating Conversion bereits eine Berichtigung von nicht betriebsnotwendig eingestuftem Unternehmensbeteiligungen aus der Kapitalgröße vorgenommen wurde.

**Fazit:** Im EVA-Konzept sollen sämtliche Aufwendungen mit Investitionscharakter wie Investitionen behandelt werden.

#### **2.2.4 Kritik am generellen EVA-Modell**

Kritisch anzumerken ist, dass durch die Addition der derivativen Goodwill-Abschreibungen lediglich die Geschäftswerte addiert werden, die zum Kaufzeitpunkt des entsprechenden Unternehmens bestanden. Dieser kann zum Zeitpunkt der EVA-Berechnung inzwischen gestiegen sein. Um dieser Kritik entgegenzuwirken muss nach International Accounting Standards 36 (IAS 36) ein einstufiger Impairment-Test (Werthaltigkeitstest) vorgenommen werden. Hierbei werden die „Cash Generating Units“ (CGU) betrachtet, ob der Buchwert des Vermögens bzw. des Eigenkapitals den „Recoverable Amount“ übersteigt. In diesem Falle darf eine ausserplanmässige Abschreibung vorgenommen werden. Der „Recoverable Amount“ wird ermittelt, indem der aktuelle Wert (Fair Value less Costs to Sell) und der Nutzwert (Value in Use) einer „Cash Generating Unit“ verglichen werden. Der höhere Wert ist der „Recoverable Amount“ [IAS 36].

Ein weiterer Kritikpunkt in der einschlägigen Literatur befasst sich mit der angepassten Kapitalgröße und dem zu verzinsenden Kapital. Rappaport ist der Meinung, der Marktwert des Unternehmens (Börsenwert) stelle das zu verzinsende Vermögen dar. Darauf basierend wird im Financial Analysts Journal ein modifiziertes – als REVA („Refined Economic Value Added“) benanntes – Konzept vorgeschlagen [Bacidore et al. 1997, S. 11-20]. Andere Untersuchungen bezeichnen die Kapitalgröße des EVA-Konzeptes als „... superior to [the one in] REVA ...“ [Ferguson; Leistikow 1998, S. 81].

Als generelles Problem des EVA-Ansatzes gilt die Berechnung der Kapitalkosten im Zusammenhang mit der Kapitalbindung. Zwar werden bei der Anpassung des Anlagevermögens die noch im Bau befindlichen Anlagen und die geleisteten Anzahlungen für Vermögensgegenstände aus dem EVA-Wert herausgerechnet, jedoch erfolgt bereits eine Kapitalbindung, die Kapitalkosten verursacht.

Die objektive Unternehmensbewertung, die einige Kritiker gefunden zu haben meinen, gibt es nicht. Daher sollte bei jeder Unternehmensbewertung die Dokumentation und Herkunft der zugrunde gelegten Eingangsgrößen aufgeschlüsselt werden und diese bei der Ergebnisinterpretation entsprechend Berücksichtigung finden.

### **2.2.5 Berechnung der Ergebnisgröße**

Die Ergebnisgröße stellt den Wert dar, von dem die Kapitalkosten abgezogen werden, um den geschaffenen Übergewinn zu berechnen. Das EVA-Konzept stellt folgende Anforderungen an die Ergebnisgröße:

- Die Ergebnisgröße vor den Finanzierungskosten ist relevant. Diese Kosten werden erst durch den Abzug der Kapitalkosten berücksichtigt.
- Die Ergebnisgröße ist nach Steuern zu betrachten, denn diese stellen für Anteilseigner Kosten dar, die das für sie relevante Ergebnis mindern.
- Die Ergebnisgröße sollte das ökonomische und nicht das buchhalterische Ergebnis des Unternehmens darstellen, da nur dieses für den risikofreudigen Anleger von Bedeutung ist [Stewart 1991, S. 86]. Das Betriebsergebnis aus dem Jahresabschluss wird anhand der vorangegangenen Konversionen adjustiert.

Anpassungen, die in einer Erhöhung der Ergebnisgröße resultieren, führen zu einem höheren EVA-Wert. Anpassungen, die die Ergebnisgröße mindern, mindern entsprechend auch den EVA-Wert.

### **2.2.6 Berechnung des gewichteten Kapitalkostensatzes $c^*$**

Die Kapitalgeber, Fremd- wie auch Eigenkapitalgeber, erwarten eine Mindestverzinsung für die Zurverfügungstellung: „... for the opportunity cost of investing their funds in one particular business instead of others with equivalent risk“ [Copeland et al. 1994, S. 239]. Die Kapitalkosten werden mit Hilfe des Kapitalkostensatzes berechnet.

Geginat et al. [2006, S. 14] ermittelten im Rahmen einer Roland Berger-Untersuchung, dass 83% der Unternehmen die Kapitalkosten mit Hilfe des „Weighted Average Cost of Capital“ (WACC) ermitteln. Eigen- und Fremdkapitalkosten werden also getrennt berechnet. Somit hat sich der WACC-Ansatz als maßgebliches Berechnungstool durchgesetzt, wobei 79% der befragten Unternehmen diese Vorgehensweise sogar ausschließlich verwendeten. Zudem kommen zur Ermittlung der Kapitalkosten die Befragung des Managements und / oder eine Berechnung anhand der Fremdkapitalzinsen zum Einsatz. Das Multiplikator-Modell und das „Dividend Growth Model“ werden in keinem der befragten Unternehmen eingesetzt.

Da die Ergebnisgröße des EVA-Konzepts von jeglichen Finanzierungskosten bereinigt wurde, sollten durch den Kapitalkostensatz die Renditeerwartungen sowohl der Fremdkapital- als auch der Eigenkapitalgeber berücksichtigt werden. Der gewichtete Kapitalkostensatz  $c^*$  beachtet die verschiedenen hohen Renditeansprüche der Kapitalgeber, gewichtet nach ihren jeweiligen Kapitalanteilen [Brealey; Myers 2000, S. 543]. Zur Ermittlung müssen folgende Parameter berechnet werden:

- das Gewichtungsverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital,
- den Fremdkapitalkostensatz und
- den Eigenkapitalkostensatz.

Zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes hat sich in der einschlägigen Literatur und Praxis der CAPM-Ansatz durchgesetzt. Die CAPM-Theorie wird in Kapitel 2.2.7 ausführlicher dargestellt. Nicht weiter erörtert werden das Dividendenmodell, der

Risikokomponentenansatz oder die Arbitrage Pricing Theory, die Alternativen zur Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes darstellen.

Die generelle Vorgehensweise zur Ermittlung des gewichteten Kapitalkostensatzes  $c^*$  kann wie in Abbildung 8 dargestellt werden.

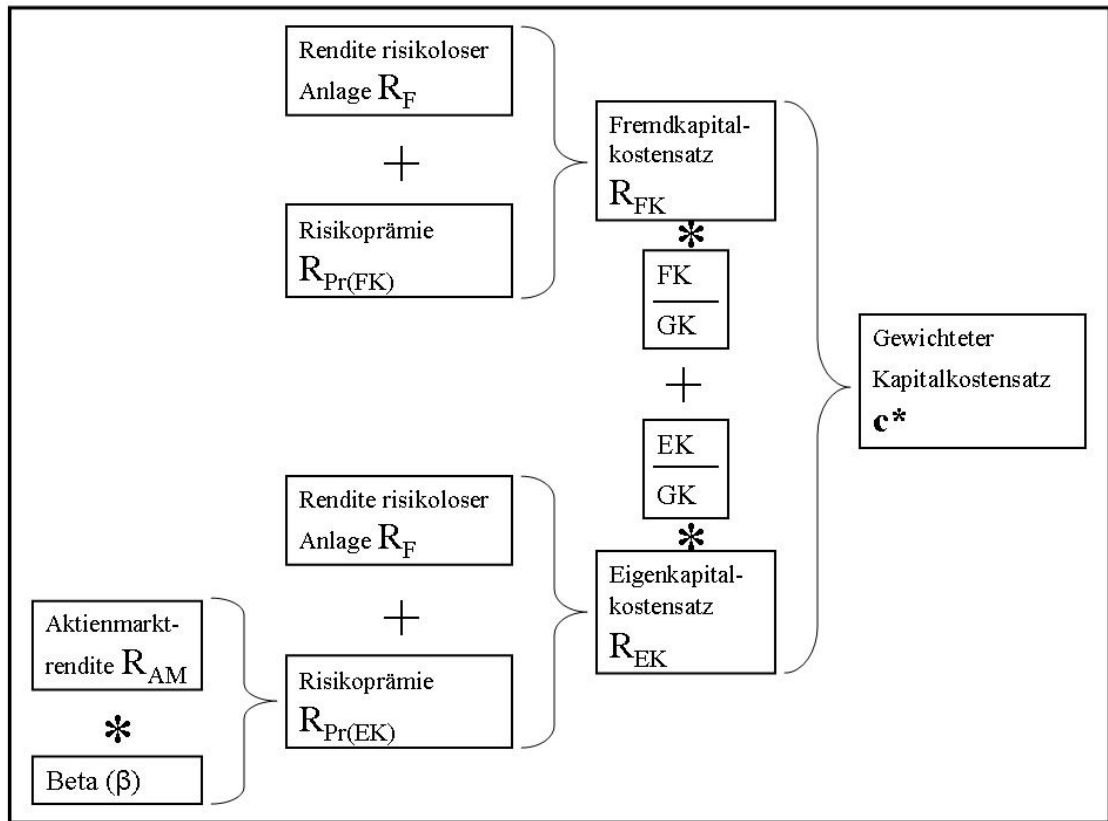


Abbildung 8: Gewichteter Kapitalkostensatz  $c^*$ .

Der gewichtete Kapitalkostensatz  $c^*$  berechnet sich aus der Addition der zu ihren jeweiligen Kapitalanteilen gewichteten Kapitalkostensätze (siehe Formel 3):

$$\text{Gewichteter Kapitalkostensatz } c^* = \left( \text{Fremdkapitalkostensatz } R_{FK} * \frac{FK}{GK} \right) + \left( \text{Eigenkapitalkostensatz } R_{EK} * \frac{EK}{GK} \right)$$

Formel 3: Gewichteter Kapitalkostensatz  $c^*$ .

Der gewichtete Kapitalkostensatz weist bei der weiteren Berechnung des EVA-Wertes eine starke Hebelwirkung auf. Ein niedriger gewichteter Kapitalkostensatz  $c^*$  erhöht den EVA-Wert und ein hoher gewichteter Kapitalkostensatz verringert den EVA-Wert. Die

Multiplikation des gewichteten Kapitalkostensatzes mit dem Kapital ergeben die Kapitalkosten. Der direkte mathematische Zusammenhang zwischen gewichtetem Kapitalkostensatz und dem EVA-Wert gilt als stärkster Treiber und Drücker. Weitere Größen, die einen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis der EVA-Berechnung haben, sind:

- Ausgangsgrößen (Kapital- und Ergebnisausgangsgröße, Kapitalkostensatz)
- Ausgewiesene Steuerlast (aufgrund des Steuermischsatzes)
- Steueranpassungen (Rückgängigmachung der Wirkung von „Tax Shields“)
- Markt-Buchwert-Differenzen der liquiden Mittel
- Kapitalisierte F&E- und Umstrukturierungsaufwendungen
- Kumulierte-Goodwill-Abschreibungen

#### **2.2.6.1 Das Kapitalgewichtungsverhältnis**

Eigen- und Fremdkapital stehen in einem gewissen Verhältnis zueinander. Das Gewichtungsverhältnis gibt Auskunft darüber, welcher Teil des Gesamtkapitals durch Fremdkapital und welcher durch Eigenkapital finanziert ist. Als Resultat des Gewichtungsverhältnisses ergeben sich die Kapitalkosten zu Marktpreisen, da der jeweilige Teil mit dem Fremdkapitalkostensatz bzw. Eigenkapitalkostensatz verzinst wird.

Der EVA-Ansatz berücksichtigt nicht das zum Zeitpunkt der Bewertung existierende Verhältnis, sondern die langfristig geplante Zielkapitalstruktur des Unternehmens [Stewart 1991, S. 473]. Die Verwendung des aktuellen Verhältnisses führt zu einer starken Beeinflussung der Kapitalkosten von eher kurzfristigen Marktwertschwankungen [Copeland et al. 1994, S. 241 f.]. So würden Schwankungen des Aktienkurses eines Unternehmens zu einer höheren bzw. niedrigeren Gewichtung des Eigenkapital-Kostensatzes führen und sich in entsprechend verschieden hohen Kapitalkosten niederschlagen. Hierbei könnten zwar die (aktuellen) Kapitalkosten genau wiedergegeben werden, jedoch würde die Fähigkeit des Konzeptes verloren gehen, Planungs- und Evaluierungsentscheidungen bereitzustellen. Im EVA-Konzept sollten z. B. nur Projekte durchgeführt werden, deren Rendite den Kapitalkostensatz übersteigt. Schwankende Kapitalkostensätze würden zu Entscheidungen führen, denen täglich verschiedene

„Messlatten“ zugrunde liegen [Brealey; Myers 2000, S. 328]. Stewart [1994, S. 73] rät daher: die „... target proportions ... rather than the actual mix ...“ zu verwenden.

Sollte der Bewerter keinen Zugang zu Marktwertdaten haben, insbesondere zu Marktwerten von im Fremdkapital enthaltenen Pensionsrückstellungen, so kann er dem Gewichtungsverhältnis die Buchwerte zugrunde legen, was jedoch aufgrund der oft hohen Markt- / Buchwert-Unterschiede bei Aktiengesellschaften zu Gewichtungsverhältnissen führt, die die realen (Markt-) Verhältnisse nur ungenügend wiedergeben. Ein eigenkapitallastiges Gewichtungsverhältnis begünstigt einen niedrigen, ein fremdkapitallastiges dagegen einen höheren EVA-Wert.

#### **2.2.6.2 Der Fremdkapitalkostensatz**

Die Fremdkapitalgeber verlangen für die Zurverfügungstellung des Kapitals eine Verzinsung. Hierbei sind die „... historical cost of debt ... irrelevant for determining the current cost of capital“ [Copeland et al. 1994, S. 251].

Das EVA-Konzept berücksichtigt den Zinssatz, den das Unternehmen zahlen müsste, um neues Fremdkapital aufzunehmen [Stewart 1991, S. 434]. Die Höhe dieses Zinssatzes berechnet sich aus der Rendite einer risikofreien Anlage ( $R_F$ ) zuzüglich einer unternehmensspezifischen Risikoprämie ( $R_{Pr(FK)}$ ) (siehe Formel 4).

$$R_{FK} = R_F + R_{Pr(FK)}$$

Formel 4: Fremdkapitalkostensatz vor Steuern.

Eine vollkommen risikofreie Anlage kann nicht existieren, jedoch können langfristige Staatsanleihen mit einem Rating AAA als risikofreie Anlagen angesehen und im EVA-Ansatz verwendet werden, da deren Tilgung und Zinszahlungen (sofern kein Staatsbankrott, wie z. B. in Argentinien) als sicher gelten [Hostettler; Fickert 2000, S. 157 f.]. Literatur und Praxis sind sich einig, dass eine 10-jährige Staatsanleihe als sicher angesehen werden kann [Copeland et al. 1994, S. 259 f.]. Zinsschwankungen der Anleihen werden durch die Verwendung eines Durchschnittswertes abgemildert. Stewart [1991, S. 437 f.] schlägt einen sehr langen Zeitraum vor, in dem er sämtliche zur Verfügung stehenden Daten (von 1925-1989) nutzt. Jedoch verweisen andere Autoren auf die Möglichkeit, kürzere Zeiträume zu verwenden: „ ... ten to twenty years is probably appropriate“ [Gregory 1992, S. 118].

Die Risikoprämie entschädigt den Fremdkapitalgeber für die Entscheidung, das Kapital in ein Unternehmen und nicht in Staatsanleihen investiert zu haben, wo ein höheres Ausfallrisiko vorherrscht.

Die Ergebnisgröße ist beim EVA-Ansatz eine Position nach Steuern (T), somit muss auch der auf die Kapitalgröße anzuwendende Fremdkapitalkostensatz eine Größe nach Steuern darstellen. Daher geht in die Berechnung die Berücksichtigung des „Tax Shields“ (lediglich bei positivem Gesamtergebnis relevant) der Zinsaufwendungen ein. Hierbei werden die resultierenden Kapitalkosten aus der Fremdfinanzierung aufgelistet, die zu einer Minderung der Steuerbemessungsgrundlage und somit zu einer „Steuerersparnis“ führen [Brealey; Myers 2000, S. 545].

Der relevante Fremdkapitalkostensatz beträgt demnach (siehe Formel 5):

$$R_{FK} = (R_F + R_{Pr(FK)}) * (1 - T).$$

Formel 5: Relevanter Fremdkapitalkostensatz.

Eine Schwäche des EVA-Konzeptes ist die Anwendung eines Fremdkapitalkostensatzes für das gesamte Fremdkapital, obwohl es sich aus Positionen zusammensetzt, die hinsichtlich ihrer Kostensätze durchaus unterschiedlich sein können. Andere kapitalkostenorientierte Unternehmensbewertungskonzepte zerlegen das Fremdkapital (zu Marktwerten) in seine verschiedenen Bestandteile und berechnen die Verzinsung gemäß spezifischer Kostensätze [Copeland et al. 1994, S. 251 ff.].

### **2.2.6.3 Der Eigenkapitalkostensatz**

Eigenkapitalgeber können nicht, wie die oben behandelten Fremdkapitalgeber, auf vertraglich vereinbarte Zahlungen bestehen. Ausnahmen stellen spezielle Vorzugaktien dar, die unabhängig von der unternehmerischen Ertragslage Anspruch auf eine Mindestverzinsung haben [Perridon; Steiner 1999, S. 360]. Eine „Verzinsung“ erwarten Eigenkapitalgeber in Form von Aktienkurssteigerungen und Dividenden. Die Alternative würde ein Investment in eine andere Unternehmung oder in eine sichere Staatsanleihe darstellen.

Der Eigenkapitalkostensatz weist den Charakter einer Mindestrendite auf, die die Anleger aufgrund von Opportunitätskostenerwägungen vom Unternehmen erwarten [Stewart 1991,

S. 434 f.]. Die Problematik bei der Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes liegt in der Komplexität. Bei großen Unternehmungen können nicht alle Kapitalgeber befragt werden. Daher können für „...Unternehmen, die den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle nutzen und sich der permanenten Bewertung durch diesen Kapitalmarkt unterziehen, die Eigenkapitalkosten auf Grundlage des „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) geschätzt [werden]“ [Bühner 1990, S. 43]. Das EVA-Konzept folgt der allgemein anerkannten akademischen Sichtweise und befürwortet die Verwendung des CAPM für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes [Stewart 1994, S. 73].

### **2.2.7 CAPM**

Mögliche Investoren einer Unternehmung agieren auf den Kapitalmärkten risikoavers. Die Anlagemöglichkeiten reichen von solchen, die risikoarm sind (Staatsanleihen mit einem Rating AAA), bis hin zu risikoreichen (Aktien). Die Bereitschaft der Anleger in risikoreiche Anlageformen zu investieren wird durch den zugrunde gelegten Zins bestimmt [Mullins 1982, S. 107].

Die Eigenkapitalgeber erwarten daher zuzüglich zur Rendite, die sie durch eine risikofreie Anlage ( $R_F$ ) erzielen würden, eine so genannte Risikoprämie ( $R_{Pr(EK)}$ ). Daraus abgeleitet lautet die Formel für den Eigenkapitalkostensatz (siehe Formel 6):

$$R_{EK} = R_F + R_{Pr(EK)}.$$

Formel 6: Berechnungsformel für den Eigenkapitalkostensatz.

Die Bemessungsgrundlage der Rendite einer risikofreien Anlage wird analog zur Berechnung des Fremdkapitalkostensatzes mit einer durchschnittlichen Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe festgelegt.

Die Risikoprämie setzt sich aus dem Teil der Aktienmarktrendite ( $R_{AM}$ ), der die Rendite einer risikofreien Anlage übersteigt, und einem das spezifische Risiko repräsentierenden Faktor  $\beta$  zusammen [Bühner 1990, S. 43]. Schlussfolgernd berechnet sich die Risikoprämie wie folgt (siehe Formel 7):

$$R_{Pr(EK)} = (R_{AM} - R_F) * \beta$$

Formel 7: Risikoprämie.



$R_{AM}$ , die durchschnittliche Aktienmarktrendite, wird der Konsistenz halber über den gleichen Zeitraum ermittelt, wie die durchschnittliche Rendite der risikofreien Anlage (ca. 10 bzw. 20 Jahre). Sollte ein wesentlich kürzerer Zeitraum Verwendung finden, so könnte es zum Versagen des Modells kommen. Würde z. B. die Aktienmarktrendite lediglich eines Jahres als Ansatzpunkt für die Berechnung der von den Anlegern erwarteten Rendite genommen werden, so wären im Fall eines „schlechten Börsenjahres“ (Aktienmarktrendite  $<$  Rendite risikofreier Anlage) gemäß CAPM Eigenkapitalkostensätze möglich, die unter der Rendite risikofreier Anlagen lägen. Doch würde kein rational und ökonomisch denkender Anleger bei solchen Prämissen investieren.

Zur Ermittlung der Aktienmarktrendite sollte ein Branchen- oder Vergleichsindex analysiert werden, der Unternehmungen mit ähnlichen Produktportfolios beinhaltet [Röttger; Schmidt 1994, S. 127 ff.]. Sofern es sich um nicht vergleichbare Unternehmungen, so z. B. bei Startups oder Hochtechnologiefirmen, handelt, sollte ein allgemeiner Vergleichsindex gefunden werden.

Der Anleger als risikoaverser Investor erwartet gemäß CAPM von seiner Anlage in ein Unternehmen jedoch nicht exakt die Aktienmarktrendite. Stattdessen erwartet er von risikoreichen Aktien eine höhere und von risikoarmen Aktien eine niedrigere Rendite.

Für die weitere Verwendung des CAPM in dieser Arbeit spricht dessen Praktikabilität, die Basierung auf objektivem Datenmaterial sowie die inzwischen recht verbreitete Akzeptanz in Wissenschaft und Praxis [Mullins 1982, S. 113]. Eine Roland Berger-Studie [Geginat et al. 2006, S. 14] ermittelte, dass CAPM das häufigste angewandte Verfahren zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist. Des Weiteren geben ein Drittel der Unternehmen an mit pauschaler Abschätzung zu arbeiten. Das Real-Options-Modell kam kaum zum Einsatz.

Eine weitere Alternative zur Verwendung des CAPM stellt der APV-Ansatz dar. Dabei handelt es sich um eine im Ergebnis gleichwertige Variante, die allerdings in Wissenschaft und Praxis nicht äquivalent verbreitet ist [Schwetzler; Darijtschuk 1999, S. 296 ff.].

### **2.2.8 Beta-Faktor**

Das Risiko einer Aktie setzt sich aus dem systematischen (marktbezogenen) und dem unsystematischen (unternehmensbezogenen) Risiko zusammen. Das unsystematische Risiko einer Aktie liegt in den Risiken des betrachteten Unternehmens und der

Entwicklung des Marktes, auf dem es tätig ist, der jedoch lediglich einen Teil des gesamtwirtschaftlichen Marktes darstellt. Durch die Bildung eines effizienten Portfolios kann dieses Risiko wegdiversifiziert werden und ist dem Anleger daher nicht zu vergüten [Brealey; Myers 2000, S. 165 ff.]. Lediglich für das systematische Risiko einer Aktie kann der Anleger eine entsprechende Vergütung erhalten. Das Risiko ist, dass die Aktie sich anders als der gesamte Aktienmarkt entwickelt, dessen Rendite die Grundlage der Erwartungen bildet. Die Höhe des Risikos kann mit der Maßzahl Beta ( $\beta$ ) definiert werden, ... [which] gauges the tendency of the return of ... [the stock] to move in parallel with there turn of the stock market as a whole“ [Mullins 1982, S. 108].

Eine Aktie mit einem Beta in Höhe von „1“ entwickelt sich exakt wie der Gesamtmarkt. Eine Aktie mit einem Beta kleiner als „1“ schwankt geringer, eine Aktie mit Beta größer als „1“ stärker als der Gesamtmarkt. Beta berechnet sich aus der Kovarianz zwischen den durchschnittlichen Renditen der Aktie und des Aktienmarktes, dividiert durch die Varianz der Rendite des Aktienmarktes. Es kann ebenfalls durch die Steigung der Regressionsgeraden dargestellt werden, die durch die Punktwolke der Tagesrenditekombinationen Aktie / Aktienmarkt gelegt wird [Perridon; Steiner 1999, S. 267 f.]. Der in Wissenschaft und Praxis übliche Betrachtungshorizont eines Renditeschwankungskoeffizienten ist 250 Tage [Röttger; Schmidt 1994, S. 131]. Theoretisch kann die Beobachtung der relativen Schwankung auch über einen längeren Zeitraum erfolgen [Copeland et al. 1994, S. 264 f.]. Jedoch haben Fachzeitschriften und Tageszeitungen (z. B. Handelsblatt) die Berechnung von Beta auf einer Basis von 250 Tagen standardisiert. Besonders in „Emerging Markets“ mit hohen Wachstumsraten, gravierenden Kursschwankungen und sich entwickelnden Aktien- und Kapitalmärkten kommt es zu Fehlberechnungen.

Geginat et al. [2006, S. 14] ermittelten im Rahmen einer Roland Berger-Studie, dass 83% der Unternehmen den Beta-Faktor nicht aus kotierten Einheiten bestimmen, sondern über einen Benchmark-Vergleich von börsennotierten Unternehmen berechnen. Andere Verfahren, wie z. B. das Scoring-Verfahren, spielten eine untergeordnete Rolle.

Die Ermittlung des Beta-Faktors kann zum einen über die Verwendung ausschließlich historischer Daten erfolgen und zum anderen künftige Entwicklungen berücksichtigen (Raw Beta oder Adjusted Beta). Das Adjusted Beta berücksichtigt, dass Unternehmen das Risiko mehr und mehr diversifizieren und daher der Beta-Wert sich der Eins annähert. In der Praxis ist die Anwendung des Adjusted Beta Verfahrens nicht unumstritten, da

Unternehmen zwar Risiken diversifizieren, jedoch kann kaum ein Verfahren die unterschiedlichen Strategien der Unternehmen abbilden [Geginat et al. 2006, S. 20].

Die Beta-Bestimmung bei nicht börsennotierten Unternehmungen kann nicht auf historische Daten zurückgreifen. Daher erfolgt die Bestimmung anhand von drei Modellen (siehe Abbildung 9). Zum einen kann ein Analogie-Ansatz gewählt werden, der ein vergleichbares börsennotiertes Unternehmen auswertet. Zum anderen gibt es den qualitativen Ansatz, der die entscheidenden Risikofaktoren identifiziert und subjektiv bewertet. Drittens gibt es die Möglichkeit, den Beta-Faktor über eine Analyse der ökonomischen Bestimmungsfaktoren festzulegen [Geginat et al. 2006, S. 20].

<b>Beta-Faktor-Ermittlung</b>	
Analogie - Ansätze	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Systematisches Risiko eines Geschäftsbereiches wird anhand von börsennotierten Vergleichsunternehmen ermittelt</li> <li>• Kriterien sind: Branche, Umsatz, Portfolio</li> </ul>
Qualitative Ansätze	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das Risiko wird durch Experteneinschätzung ermittelt</li> </ul>
Analyse - Ansätze	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ermittlung durch Berechnung der ökonomischen Bestimmungsfaktoren des systematischen Risikos</li> </ul>

Abbildung 9: Beta-Faktor-Ermittlung. Eigene Darstellung. [Quelle: Geginat et al. 2006, S. 21].

Copeland et al. [2002, S. 461] kommen zu dem Schluss, dass Beta-Faktoren in Schwellenländern schwer zu bestimmen sind, da die Aktienmärkte illiquide sind und die historischen Daten nicht weit genug zurück reichen. Daher empfiehlt die Forschergruppe die Verwendung eines Branchen-Betas mit der Ausrichtung und Adjustierung auf die Zielkostenstruktur des Unternehmens. Zudem sollte nicht nur ein Beta ermittelt werden, sondern ein Beta-Bereich, der in eine Szenarioberechnung eingeht.

### 2.2.9 Diversifizierung des Kapitalkostensatzes nach Länderrisiko

Die Schlüsselkriterien zur Diversifizierung des Kapitalkostensatzes sind nach Geginat et al. [2006, S. 10] allgemeine Länderrisiken sowie Zins-, Inflations- und Währungsrisiken (siehe Abbildung 10).

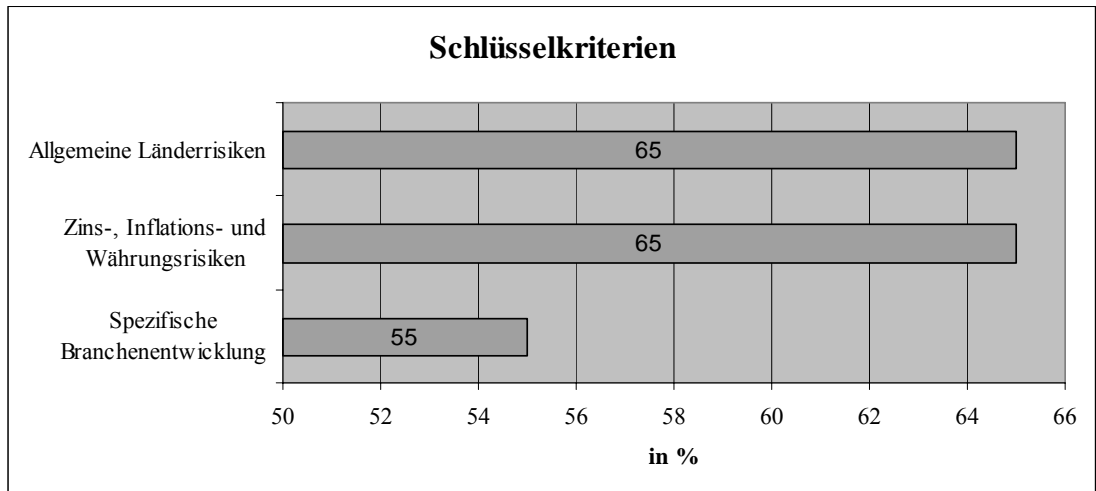


Abbildung 10: Diversifizierung des Länderrisikos – Schlüsselkriterien. Eigene Darstellung. [Quelle: Geginat et al. 2006, S. 10].

55% der befragten Unternehmungen nennen die spezifische Branchenentwicklung als relevant für die Differenzierung der Kapitalkosten. Die Finanzstruktur, Volatilität der erwarteten Entwicklung und Steuersätze sind des Weiteren wichtige Kriterien (siehe Abbildung 11).

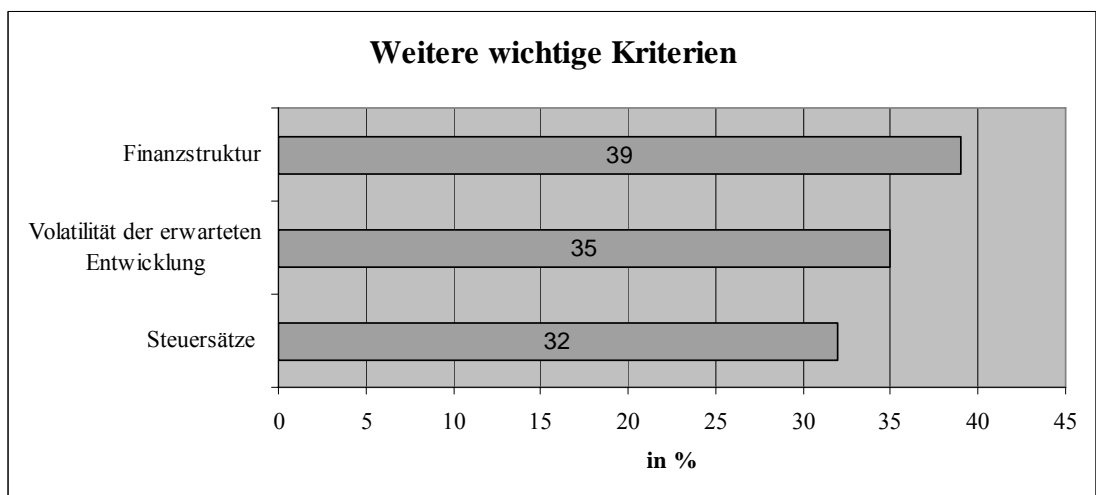


Abbildung 11: Diversifizierung des Länderrisikos – wichtige Kriterien. Eigene Darstellung. [Quelle: Geginat et al. 2006, S. 10].

Allgemeine Marktentwicklung, Technologieeinsatz, Kunden- und Lieferantenstruktur, Wettbewerbsintensität und regulatorische Vorgaben sind nur untergeordnete Entscheidungskriterien (siehe Abbildung 12).

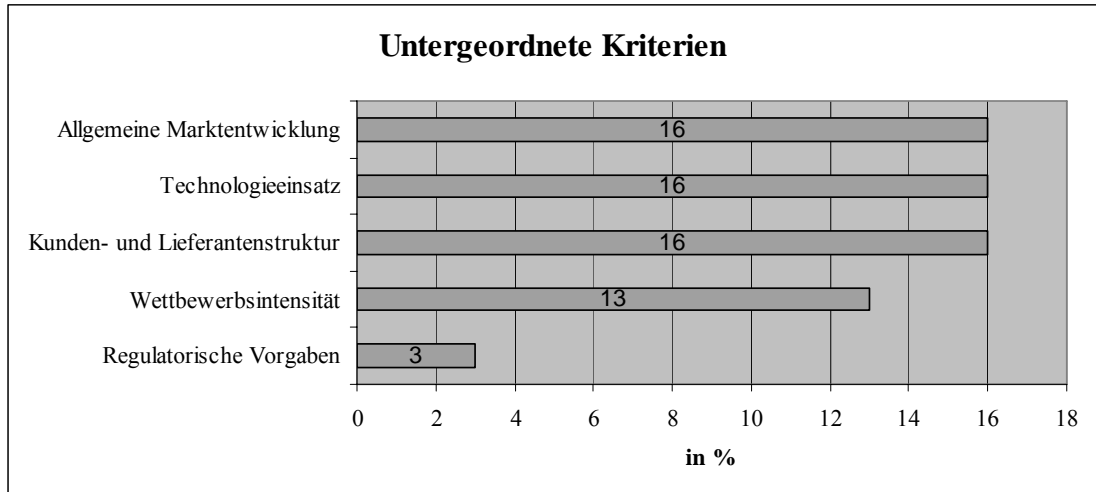


Abbildung 12: Diversifizierung des Länderrisikos – untergeordnete Kriterien. Eigene Darstellung. [Quelle: Geginat et al. 2006, S. 10].

Im weiteren Verlauf der Arbeit wird zu klären sein, inwiefern ein Länderrisiko in China angesichts eines unvollkommenen Kapitalmarkts und diversen anderen Einschränkungen ermittelt werden kann.

### 2.2.10 Kritik zur Ermittlung der Kapitalkosten (CAPM)

Kritiker verweisen bei der Berechnung der Eigenkapitalkosten auf die ausschließliche Verwendung von Vergangenheitsdaten. Hierbei, so argumentieren sie, könnten keinerlei zukunftsbezogene Eigenkapitalkosten bzw. deren Opportunitätskosten berechnet werden [Schneider 1998, S. 1478].

Das EVA-Modell versucht durch die Ex-Post-Ermittlung, dem gegenzusteuern. Renditen, die im betrachteten Zeitraum durch Alternativenanlagen erzielbar gewesen wären, werden in der Berechnung berücksichtigt, da die Rendite des betrachteten Jahres in der durchschnittlichen Aktienmarktrendite enthalten ist. Eine Grundvoraussetzung von Beta ist, dass sich das systematische Risiko der betrachteten Aktie nicht signifikant ändern wird [Mullins 1982, S. 109]. Diese Problematik erhält bei einem makroökonomischen Umfeld wie es in China vorherrscht, eine hohe Relevanz. Das schnelle Wachstum des Marktes und die rasante Entwicklung des privaten Unternehmensektors macht eine

vergangenheitsorientierte Betrachtung eingeschränkt aussagefähig. Als weitere Faktoren, die hinterfragt werden müssen, gelten die staatliche Intervention und der instabile Aktien- und Kapitalmarkt. In Kapitel 3.3.2 wird abermals diese Problematik aufgegriffen.

Weiterhin bemängeln Kritiker die homogenen Renditeerwartungen der Anleger, die Existenz von gleich hohen Kapitalaufnahme- und Anlagezinsen, die Informationseffizienz sowie das Fehlen von Transaktionskosten und Steuern [Perridon; Steiner 1999, S. 262 f.].

Schneider [1998, S. 1477 f.] beschreibt das CAPM als: „ ... Pseudo-Rechtfertigung für einen Risikozuschlag ...“, der willkürlich bestimmbar ist und daher für die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes ungeeignet sei.

### **2.3 Market Value Added (MVA)**

Der MVA-Wert zeigt den Erfolg einer Unternehmung zu einem einzelnen Zeitpunkt auf, wohingegen der EVA-Wert den Erfolg eines Zeitraumes wiedergibt [Hostettler 2002, S. 183]. Die Berechnung kann ex post (Differenz des Marktwertes und des Vermögens) oder ex ante (Barwert sämtlicher EVA-Werte) durchgeführt werden [Hostettler 2002, S. 184]. MVA berechnet den ewigen EVA-Wert und diskontiert diesen auf den heutigen Zeitpunkt ab, wobei als Berechnungsformel die ewige nachschüssige Rente benutzt wird (siehe Abbildung 13) [Lorson 1999, S. 1334].

Der Prognosehorizont sollte nach Copeland et al. [2002, S. 286] fünf bis zehn Jahre betragen und es sollte gelten, dass das Wachstum für die sich anschließende Fortführungswertperiode gleich der Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft ist.

Das MVA-Konzept nutzt die grundlegenden Prämissen des Lücke-Theorems, wonach der Kapitalwert einer Zeitreihe aus (buchhalterischen) Residualeinkommensgrößen mit dem Kapitalwert einer Zeitreihe aus Einzahlungsüberschüssen übereinstimmt [Lorson 1999, S. 1334].

Das Konzept des MVA erlaubt es externen Bewertern, aufgrund des Datenmaterials des Jahresabschlusses, die Berechnung vorzunehmen und als Finanzanalysetool einzusetzen.

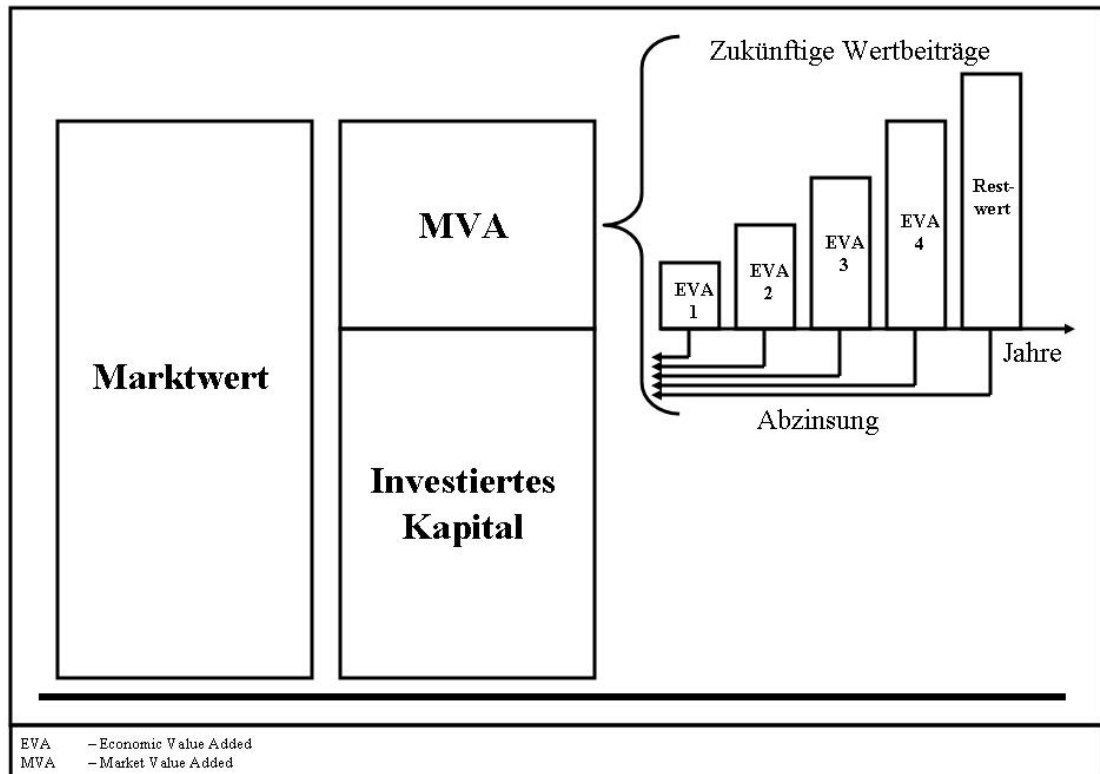


Abbildung 13: „Market Value Added“. Eigene Darstellung. [Quelle: Berner et al. 2001, S. 166].

Der Vorteil einer EVA-Bewertung gegenüber einer DCF-Bewertung bei M&A-Prozessen liegt in der engen Anbindung des EVA-Modells zur Werttreiberanalyse, zum Integrationskonzept und zur Post-Merger-Performance-Beurteilung. Die Messung des „Free Cash Flow“ und die Unternehmensbewertung anhand des DCF-Verfahrens kann zu Missinterpretationen führen. Der Grund für einen sinkenden „Free Cash Flow“ kann einerseits die schwächere Ertragskraft sein oder andererseits eine erhöhte Investitionstätigkeit [Berner et al. 2001, S. 177].

### ***Restwertproblematik***

Die Restwertermittlung wird in entwickelten Märkten und etablierten Unternehmungen anhand des letzten prognostizierten EVA-Wertes mit Hilfe der ewigen Rente ermittelt. Diese Vorgehensweise benutzt oftmals das Datenmaterial der Vergangenheit, welches auf zukünftige Perioden angewandt wird. Im Falle eines stabilen Marktumfeldes liefert diese Methodik einen guten Anhalts- und Orientierungspunkt für die Prognose zukünftiger Erfolge [IdW 1999, S. 19]. Für die Bewertung chinesischer Unternehmen, die sich in einem sehr dynamischen und instabilen makroökonomischen Umfeld engagieren, dürfte die Analyse der Vergangenheit oder die vage Prognostizierung der EVA-Werte auf lange

Zeiträume wenig Aufschluss über den Unternehmenswert geben. Zudem fehlt es an Vergleichsunternehmen, die einen Aufschluss über die zukünftigen Gewinnerwartungen geben könnten.

Im Rahmen der Restwertermittlungsproblematik gilt der Grundsatz, dass die Entwicklung eines Unternehmens und die daraus resultierenden Erfolge sich für zeitlich näher liegende Perioden leichter und detaillierter prognostizieren lassen als für Perioden, die in weiter Entfernung liegen. Der Planungshorizont, d.h. der Zeitraum für den mehr oder weniger detailliert und periodenspezifisch Erfolge geplant und diskontiert werden, wird daher in der Praxis auf ca. fünf bis acht Jahre begrenzt. Der Barwert jenseits des Planungshorizontes wird als Restwert („Residual Value“) bezeichnet. Dieser Restwert kann unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens finanzmathematisch durch das Modell der ewigen konstanten oder ewigen konstant wachsenden Rente erfasst werden [Pape 2004, S. 118 ff.].

Die Problematik bei der Restwertbestimmung in sich entwickelnden Ländern und insbesondere in China ist, dass das dynamische makroökonomische Umfeld den Unternehmungen hohe Wachstumsraten ermöglichen, jedoch durch hohe Aufbauposten und geringe Auslastungen am Anfang der Produktion die hohen Gewinne erst am Ende des Planungshorizontes anfallen würden. Damit ergibt sich ein noch weitaus höherer Restwert als in entwickelten westlichen Industrienationen. Restwerte können bis zu ca. 80% des Gesamtwertes ergeben. Dies bedeutet, dass der größte Anteil des Unternehmenswertes auf den am schwierigsten zu prognostizierenden und damit mit der größten Unsicherheit behafteten Parametern des Restwertes beruht. Dazu kommt die Schwierigkeit, dass chinesische Unternehmungen ihren Planungshorizont nicht für fünf bis acht Jahre festlegen, sondern allenfalls eine Planbilanz für die nächsten drei Jahre vorlegen. Somit erhöht sich der Anteil des Restwertes am Gesamtwert nochmals.

## **2.4 Alternative Ansätze – Kapitalkostenkonzepte (Barwertverfahren)**

In Literatur und Praxis wird das Thema Unternehmensbewertungsmodelle kontrovers diskutiert. Wie bereits bei der Klassifizierung der verschiedenen Bewertungsmodelle dargestellt wurde, gibt es zahlreiche Möglichkeiten, die Verfahren zu kategorisieren. Die grundlegenden Probleme der Bewertungsverfahren stellen das Prognoseproblem und das



Komplexitätsproblem dar [Barthel 1996, S. 149]. In sämtlichen Verfahren, die unter dem Begriff Kapitalkostenkonzepte (Barwertverfahren) zusammengefasst sind, hängt der Unternehmenswert maßgeblich von zukünftigen Cash Flows bzw. Erträgen ab. Wöhe [1996, S. 794 f.] beschreibt den Ertragswert als Summe sämtlicher zukünftiger abdiskontierter Unternehmenserfolge, wobei die Unternehmenserfolge die zukünftigen Gewinne – bei fremdkapitalfinanzierten Unternehmen die Gewinne plus Fremdkapitalzinsen – darstellen. Der Cash Flow ist der von der Unternehmung erwirtschaftete betriebliche Einzahlungsüberschuss, der an die Kreditgeber und Aktionäre ausgezahlt wird [Pape et al. 2000, S. 727].

Hierbei ist fraglich, ob und inwiefern zukünftige Cash Flows, insbesondere für externe Analysten, prognostizierbar sind (Prognoseproblem) [Bühner; Weinberger 1991, S. 203].

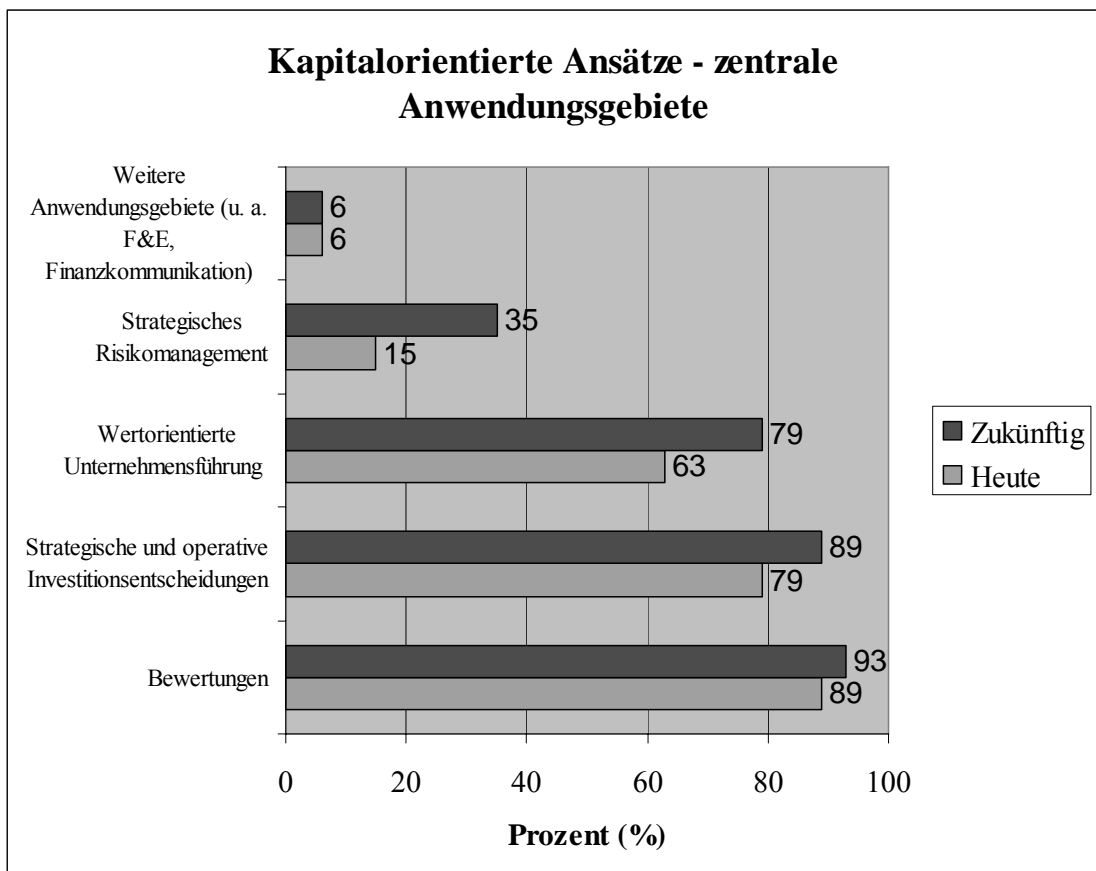


Abbildung 14: Kapitalorientierte Ansätze – zentrale Anwendungsgebiete. Eigene Darstellung. [Quelle: Geginat et al. 2006, S. 8].

Die Unternehmensberatung Roland Berger untersuchte die heutigen und zukünftigen Anwendungsgebiete und deren prozentuale Verteilung von Kapitalkostenkonzepten [Geginat et al. 2006, S. 8]. Das Kapitalkostenmodell soll in der Zukunft verstärkt in die jeweiligen Unternehmensbereiche einfließen. Das Hauptanwendungsgebiet sind M&A-Geschäfte neben IPOs („Initial Public Offerings“). Jedoch setzen bereits knapp 80% der untersuchten Unternehmen kapitalkostenbasierte Konzepte für strategische und operative Investitionsentscheidungen ein. Die wertorientierte Unternehmensführung, vornehmlich mit dem EVA-Modell realisiert, soll zukünftig mit fast 80% eine relevante Grundlage für den Managementprozess bilden. Das strategische Risikomanagement weist die größten Zuwächse in der Zukunft auf und wird von 35% der Unternehmen als zukünftiges Anwendungsgebiet genannt (siehe Abbildung 14).

Vergleichswertkonzepten (Kennziffernverfahren) ist gemein, dass mehr das Jetzt als die Zukunft zählt. Die zukünftige Entwicklung muss nicht in dem Maße simuliert werden wie es die Kapitalkostenkonzepte erfordern. Dafür erfolgt eine starke Vereinfachung der Realität, wobei es fraglich ist, ob ein Bewertungsmodell mit starker Komplexitätsreduktion einen angemessenen Unternehmenswert errechnet.

Vergleichsorientierte Verfahren werden in dieser Arbeit nicht weiter verfolgt, da die methodische Herangehensweise, den Unternehmenswert als Vielfaches einer bestimmten Kennzahl zu ermitteln, in China nicht aussagekräftig wäre. Vergleichsorientierte Verfahren sind z. B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), „Price-Earnings-to-Growth-Ratio“ (PEG), „Kurs-Cash-Flow-Verhältnis“ (KCV), Kurs-Umsatz-Verhältnis, „Kurs-EBIT-Verhältnis“ und dem Wachstumsdurationmodell („Growth-Duration-Model“). Für eine grundlegende Einteilung der vergleichsorientierten Verfahren vgl. Barthel [1996, S. 154 ff.].

Kapitalkostenkonzepte, z. B. DCF- und Ertragswertverfahren, sind grundsätzlich geeignet, den Unternehmenswert theoretisch fundiert zu bestimmen. Unter gleichen Annahmen ergeben DCF-Methode und Ertragswertverfahren das gleiche Ergebnis [Born 1996, S. 1889]. Beide Modelle erfassen den Zukunftserfolgswert, wobei der wesentliche Unterschied in der Ermittlung des Diskontierungsfaktors und in der strikten Zahlungsorientierung des theoretischen DCF-Modells liegt. So kann die Zahlungsorientierung bei externer Betrachtung nicht realisiert werden. Der „Equity“-Ansatz des DCF-Verfahrens ermittelt den Barwert direkt aus den zufließenden Zahlungsströmen der Eigentümer, was dem Ertragswertverfahren in der Verfahrensweise ähnelt [Ballwieser 1998, S. 81]. Theoretisch kann auch beim Ertragswertverfahren die

Ermittlung des Kapitalkostensatzes mit Hilfe des CAPM erfolgen [Serfling; Pape 1996, S. 63].

Im Folgenden soll das „Discounted Cash Flow“ (DCF)-Verfahren und das Ertragswertverfahren vorgestellt werden. Des Weiteren werden das Liquidationswertverfahren und das Substanzwertverfahren kurz erläutert, um einen Überblick der Bewertungsverfahren zu gewähren.

#### **2.4.1 „Discounted Cash Flow“ – DCF**

In der wissenschaftlichen Literatur wird die herausragende Stellung des DCF-Modells anhand der kapitalmarkttheoretischen Ableitung des Diskontierungsfaktors dargestellt [Pape 2004, S. 96; Serfling; Pape 1996, S. 58 ff.; Jonas 1995, S.84; Serfling; Pape 1995, S. 941].

Die DCF-Theorie wird grundsätzlich in das Entity (Brutto-) Verfahren nach Rappaport [1981, S. 139] oder in das Verfahren nach Copeland und der Unternehmensberatung McKinsey [Copeland et al. 2002, S. 171 ff.]. unterschieden.

Ertragswertverfahren und DCF-Methode gehen von der Grundannahme aus, dass sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt [IdW 1999, S. 4]. Die zu berechnende relevante Erfolgsgröße des DCF-Verfahrens ist hierbei der „Free Cash Flow“ (FCF). Diese Basisgröße des Modells ist der Teil des Cash Flows, der für die Bedienung von Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung steht. Die Ermittlung des FCF kann direkt aus den betrieblichen Ein- und Auszahlungen (direkte Ermittlung) oder indirekt aus dem bilanziellen Jahresüberschuss (indirekte Ermittlung) erfolgen [Pape 2004, S. 107]. Die Ermittlung aus dem Zahlenmaterial des Jahresüberschusses wird in Wissenschaft und Praxis häufig der McKinsey-Ansatz nach Copeland genannt [Lorson 1999, S. 1333].

Rappaport schreibt den Planungshorizont auf fünf bis zehn Jahre fest, wobei Copeland (McKinsey) eine zeitliche Betrachtung vorschlägt, innerhalb deren die Unternehmung einen stabilen Endwert erreicht hat. Dieser stabile Zustand liegt vor, wenn sowohl eine gleich bleibende Rendite (bezogen auf das eingesetzte Kapital) als auch eine gleich bleibende Reinvestition (bezogen auf die Erträge) erzielt wird [Lorson 1999, S. 1333].

Der Vorteil des DCF-Modells der strikten Zahlungsorientierung wird bei einer externen und indirekten Ermittlung des FCF hinfällig.

Durch Diskontierung des FCF und Berücksichtigung des Residualwertes erhält man den Unternehmenswert aus laufender Betriebstätigkeit. Unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt sich der Bruttoundernehmenswert. Die Gesamtkapitalkosten werden mit Hilfe des CAPM ermittelt. Durch Abzug des Wertes des Fremdkapitals vom Bruttoundernehmenswert ergibt sich der Wert des Eigenkapitals.

Lorson [1999, S. 1333] errechnet den kapitalisierten Residualwert als diskontierte ewige nachschüssige Rente ab dem Zeitpunkt  $T=1$  der FCF. Zudem macht Lorson darauf aufmerksam, dass „[d]ie Ermittlungsformel des Residualwerts unterstellt, dass das Niveau des „Free Cash Flows“ des letzten Planungsjahres  $T$  gehalten werden kann und dass nach dem Planungszeitraum aufgrund erodierter Wettbewerbsvorteile keine Überrenditen mehr, sondern nur noch die Kapitalkosten erwirtschaftet werden.“

In Deutschland wird häufig der so genannte „Equity“-Ansatz propagiert und angewendet. [Schwetzler; Darijtschuk 1999, S. 296 ff.]. Hierbei werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden Überschüsse mit den Eigenkapitalkosten des verschuldeten Unternehmens diskontiert.

Die Abgrenzungsmöglichkeit und der Vorteil des DCF-Verfahrens liegen in der objektiven und transparenten Ermittlung des Kalkulationszinssatzes, im Gegensatz zum Ertragswertverfahren. Da jedoch häufig die Kapitalmarktdaten zur Ermittlung des Kapitalkostensatzes nur ungenügend zur Verfügung stehen, relativiert sich dieser Vorteil [Bufka et al. 1999, S. 114]. Ferner kann die auf dem Wirtschafts- und Finanzsystem der USA beruhende DCF-Methode nicht ohne Modifikationen auf anderen Kapitalmärkten angewendet werden. Jonas [1995, S. 103] äußert bereits Bedenken bei der Übertragung des Modells auf den deutschen Bewertungsmarkt.

#### **2.4.2 Ertragswertverfahren**

Das Ertragswertverfahren bestimmt den Unternehmenswert durch die Diskontierung der für die Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber zur Verfügung stehenden Einnahmeüberschüsse. In Wissenschaft und Praxis ist die Ermittlung der ausschüttbaren Einnahmeüberschüsse nicht genau bestimmt. So kann zum einen die Berechnung aus den

geplanten handelsrechtlichen Jahresüberschüssen erfolgen, sowie zum anderen aus weiteren buchhalterischen Gewinn- bzw. Erfolgsgrößen [Leysinger 1998, S. 349 ff.; Pape 2004, S. 58 ff.]. Um die Doppelzählung von sowohl thesaurierten Gewinnen als auch der auf diese Gewinne entfallenden Gewinnanteile zu vermeiden, wird bei der Berechnung des Ertragswertes die Vollausschüttung des Gewinnes unterstellt [IdW 1999, S. 12]. Die so ermittelten Überschüsse sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Pape [2004, S. 58 ff.] ermittelt den Kapitalisierungszinssatz nach dem Opportunitätskostenprinzip aus der internen Verzinsung sämtlicher Alternativen aber insbesondere bezüglich des Risikos gleichartiger Kapitalverwendungsmöglichkeiten.

In der Praxis ist eine Berücksichtigung sämtlicher Handlungsalternativen jedoch kaum durchführbar, sodass die Verzinsung sich aus einer langfristigen (risikolosen) Finanzanlage und einem Risikozuschlag zusammensetzt [Peemöller et al. 1994, S. 744]. Im Gegensatz zu dem DCF-Ansatz wird nicht ein theoretisch fundiertes Verfahren verwendet, sondern ein auf Erfahrungswerten und Marktbeobachtung basierender Risikozuschlag ermittelt [Jonas 1995, S. 88; Peemöller et al. 1994, S. 745].

Die theoretischen Grundgedanken des Ertragswertmodells sind in der Praxis ausgeweitet worden und betreffen vor allem die Ermittlung der Basisgrößen: Erfolg und Diskontierungszinssatz [Pape 2004, S. 73]. Barthel [1996, S. 149] provoziert mit der Aussage: „‘Das‘ Ertragswertverfahren gibt es nicht...“.

Die Vereinfachungen in der täglichen Bewertungspraxis, insbesondere die fast willkürliche Ermittlung des Kalkulationszinses, sind Anlass für Kritik am Modell [Jonas 1995, S. 96].

## **2.5 Alternative Ansätze**

### **2.5.1 Substanzwertverfahren**

Das Substanzwertverfahren ermittelt den Unternehmenswert anhand der materiellen Substanz. Es berechnet sich aus der Summe der aktuellen Marktwerte sämtlicher im Unternehmen physisch vorhandener Aktiva [Helling 1994, S. 42]. Immaterielle Werte eines Unternehmens, wie z. B. dessen Goodwill, können nicht eindeutig berechnet werden und fließen nicht in die Berechnung ein. Der Substanzwert wird häufig als Teil-Rekonstruktionswert eines Unternehmens bezeichnet [Born 1995, S. 26]. Das Substanzwertverfahren wird besonders häufig eingesetzt, um erste Anhaltspunkte bei

Bewertungsanlässen mit Eigentümerwechsel zu ermitteln. Eine externe Bewertung des Unternehmens ist nicht möglich, da keine Kenntnisse über das vorhandene Vermögen und dessen Zustand öffentlich verfügbar ist.

### **2.5.2 Liquidationswertverfahren**

Der Liquidationswert eines Unternehmens ergibt sich als Summe sämtlicher Erlöse, die im Zuge einer Auflösung des betrachteten Unternehmens erzielt werden könnten [Wolff 1998, S. 48]. Der Unterschied zum Substanzwertverfahren zeigt sich darin, dass lediglich die Substanz bewertet wird, die tatsächlich einen Käufer finden könnte.

Der Liquidationswert berechnet sich aus den voraussichtlichen Verkaufserlösen der einzelnen Vermögensgegenstände zuzüglich der Forderungen und abzüglich der Verbindlichkeiten sowie der Kosten, die für einen Liquidationsprozess anfallen würden [Busse von Colbe; Pellens 1998, S. 490]. Das Liquidationswertverfahren findet insbesondere bei der Bewertung von Konkursunternehmen sowie bei der Festlegung von Beleihungsgrenzen Anwendung, da der ermittelte Unternehmenswert die Untergrenze darstellt [Helling 1994, S. 43 f.].

### **3 M&A in China im globalen Kontext der Unternehmensbewertung**

Der Marktzugang westlicher Unternehmungen via M&A auf den chinesischen Markt nimmt stark zu [BFAI 2007]. Das dynamische Marktumfeld erfordert von den Unternehmen einen schnellen Markteintritt. Im Folgenden werden der globale und chinesische M&A-Markt vorgestellt und die chinesischen Besonderheiten erörtert. Zudem werden die landesspezifischen Gegebenheiten des Kapitalmarktes dargestellt.

#### **3.1 M&A-Markt**

„Jede zweite Firmenfusion geht schief“, betitelt der Spiegel am 5. September 2006 einen Artikel [Syre 2006]. Diese düstere Aussicht wird noch verstärkt, wenn ein „Cross-Border“-M&A durchgeführt wird.

Oftmals wird die Kulturkomponente im Bereich der Post-Merger-Integration gesehen. Die Integration der jeweiligen Unternehmenskulturen und der jeweiligen Landesgegebenheiten zu einer neuen globalen Unternehmenskultur wird als Hauptaufgabe der Kulturzusammenführung verstanden. Die vorliegende Arbeit unterstützt diese Vorgehensweise. Jedoch steht bei einer M&A-Transaktion das finanzielle Interesse der Eigentümer im Vordergrund. Daher muss die kulturelle Adjustierung bereits im Vorfeld erörtert werden. Das Kulturbewusstsein muss bereits bei der Kaufpreisverhandlung ausgeprägt sein und sich im Prozess der Kaufpreiserörterung und im Kaufpreis selbst wiederfinden.

##### **3.1.1 Definitionen und Grundlagen**

Der Ausdruck Mergers & Acquisitions (M&A) wird im Folgenden an das weit gefasste anglo-amerikanische Begriffsverständnis angelehnt. Demzufolge werden nach Picot [2005, S. 20] acht M&A-Aktivitäten zusammengefasst:

- Unternehmenskäufe und -verkäufe,
- Unternehmenszusammenschlüsse,
- Kooperationen, Allianzen und Joint Ventures,

- Unternehmenssicherungen und -nachfolgen,
- Management Buy-Out und Buy-In,
- Börsengänge / IPO,
- erforderliche Umwandlungsmaßnahmen
- und Restrukturierungen.

Zudem unterscheidet Picot [2005, S. 21] M&A-Aktivitäten mit finanzieller Beteiligung (Übernahmen, Fusionen, Joint Ventures und Beteiligungen) und solche ohne finanzielle Beteiligung (Vertriebs-, Produktions-, F&E-Kooperationen, strategische Allianzen, langfristige Liefer-, Lizenz- oder Franchise-Beziehungen). Mit zunehmendem Grad der Zusammenarbeit steigen das Risiko sowie die Kosten (siehe Abbildung 15).

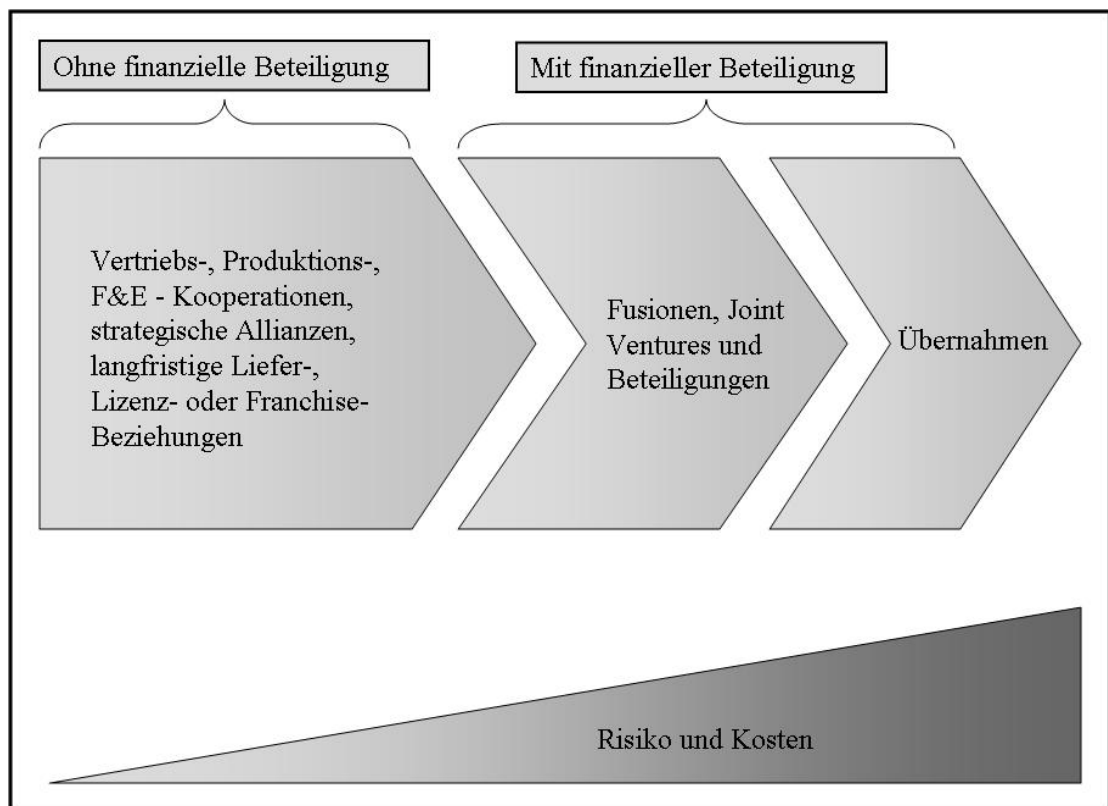


Abbildung 15: M&A-Aktivitäten mit / ohne finanzielle(r) Beteiligung. Eigene Darstellung. [Quelle: Picot 2005, S. 21].

M&A-Prozesse können als Zusammenschluss zweier Partner, Kauf der Aktien oder durch den Kauf der Vermögensgegenstände realisiert werden. Die steuerliche Behandlung von M&A-Transaktionen wird nicht weitergehend ausgeführt.



## **„Cross-Border“-M&A**

„Cross-Border“-M&A-Transaktionen können einerseits als „Merger“ (Zusammenführung) oder als „Acquisition“ (Akquisition) realisiert werden. Der „Cross-Border-Merger“ nimmt zwei Ausprägungen an. Zum einen existieren beide Unternehmungen nach dem „Merger“ zusammengeführt weiter („Equal-Merger“) und zum anderen geht eine Unternehmung in der anderen auf („Statutory-Merger“). Des Weiteren werden die „Cross-Border-Acquisitions“ untergliedert nach der Zielfirma, wonach es private, staatliche und nationale Zielunternehmungen gibt. Zudem wird unterschieden, wenn unabhängige ausländische Zweigstellen und Gesellschaften von der „Mutterfirma“ aufgekauft werden [UNCTAD 2000, S. 100]. Der überwiegende Teil der „Cross-Border“-M&A-Aktivitäten sind „Acquisitions“. Lediglich 3% der gesamten „Cross-Border“-M&A-Transaktionen gelten als „Mergers“ [UNCTAD 2000, S. 99].

Zur Ermittlung der richtigen Zielunternehmung schlagen Copeland et al. ein Ausschlussverfahren vor, wonach die Größe (Eigenkapital und Umsatzerlöse), der Standort (nationale oder internationale Umsatzerlöse), bevorzugter Ansatz (hauptsächliche Umsatzerlöse in unattraktiven Marktsegmenten), allgemeine Leistungsfähigkeit (Zahlungsverzug, Insolvenz oder laufende Fusionsverhandlungen) und Verfügbarkeit (abwehrend oder freundlich gesinnt bezüglich Übernahme) zum Akquisitionskandidaten führen [Strähle 2004, S. 27].

Der M&A-Prozess zum Kauf von Unternehmungen wird nach Clever [1993, S. 29 ff.] und in Variation bei Jansen [1999, S. 146] vereinfacht in drei Phasen untergliedert:

- Pre-Merger-Phase
  - Planung
  - Unternehmensziele- und Strategieüberprüfung
- Merger-Phase
  - Zielfirmensuche
  - Unternehmensbewertung
  - Verhandlungsführung
  - Due Diligence

- Vertragsabschluss
- Post-Merger-Phase
  - Integration der Unternehmen

### **3.1.1.1 Pre-Merger-Phase**

Die Pre-Merger-Phase beinhaltet die Firmenanalyse, die Wettbewerbs- und Akquisitionsumfeldanalyse und die Analyse der Motive und Zielsetzungen. Im Rahmen der Firmenanalyse werden die Unternehmensziele und –potentiale erörtert, die strategischen Potentiale und Lücken aufgedeckt und eine abschließende strategische Bilanz gezogen. Die Anfertigung einer Umweltanalyse und -prognose sowie die eingehende Untersuchung der Länder, Märkte und Geschäftsfelder gehören zur Wettbewerbs- und Akquisitionsumfeldanalyse. Den Abschluss der ersten Phase bildet die Analyse der Motive und Zielsetzungen anhand der Prüfung der Motive und Zielsetzungen, der Akquisitionsstrategie mit den festgelegten Akquisitionskriterien und die abschließende Festlegung für eine Akquisition (somit werden andere Strategien wie z. B. Allianzen im Folgenden ausgeschlossen) [Jansen 1999, S. 146].

### **3.1.1.2 Merger-Phase**

Im Rahmen der Merger-Phase findet die Kontakt- und Verhandlungsaufnahme inklusive der Bietung statt. Zudem erfolgt die Unternehmensbewertung, Kaufpreisfindung und Finanzierung, sowie im dritten Schritt die Vertragsausgestaltung und wettbewerbsrechtliche Prüfung. Die Merger-Phase wird eingeleitet durch die Suche nach geeigneten M&A-Dienstleistern. Zudem findet ein erstes Screening statt, welches in eine Kontaktaufnahme und schließlich in die Aufnahme von Verhandlungen mit anschließendem Bieterverfahren mündet. Die Unternehmensbewertungs-, Kaufpreisfindungs- und Finanzierungsphase beginnt mit der Öffnung des „Data-Rooms“ zur Erstellung erster „Financial Forecasts“. Im Folgenden werden eine Unternehmensbewertung durchgeführt und Garantien und Gewährleistungen ermittelt. Die Erörterung von Finanzierungsalternativen beendet die zweite Phase. Der letzte Schritt der Merger-Phase prüft die rechtliche Zulässigkeit und Rechtmäßigkeit der Verträge. Zuerst wird ein „Confidential Agreement“ und anschließend ein „Letter of Intent“ geschlossen.

Nachfolgend werden sämtliche Due-Diligence-Aktivitäten (siehe Kapitel 3.1.2) durchgeführt und ein „Memorandum of Understanding“ unterschrieben. Letztlich erfolgen die kartellrechtlichen Prüfungen und die Vertragsunterzeichnung [Jansen 1999, S. 146].

### **3.1.1.3 Post-Merger-Phase**

Bartels und Koch [2005, S. 409] stellen klar: „Die Post-Merger-Integration kann aus einem schlechten Deal keinen guten Deal machen.“ Die richtige Durchführung ermöglicht jedoch, die analysierten und erhofften Synergien und Einsparungseffekte zu realisieren.

Die Post-Merger-Phase ist gekennzeichnet durch Integrationskosten, Anpassung der Unternehmenskultur (siehe Cultural Due Diligence) und eventuelle Geschäftsverluste in der Übergangsphase [Wisskirchen et al. 2003, S. 310].

Im Mittelpunkt der Post-Merger-Phase steht das Integrationsmanagement. Zum einen müssen die Organisationsstruktur, Kundensegmentierung, interne Prozessabläufe, Informationstechnologie und das Controlling- und Entlohnungssystem an die neuen Zielvorgaben angepasst werden. Zum anderen müssen Standortschließungen und Entlassungen erwogen werden, die Kundenzuständigkeiten, Datenmigration und Reorganisation muss erörtert werden und das Personal umfangreiche Trainings erhalten [Wisskirchen et al. 2003, S. 310].

### **3.1.1.4 Motive für M&A**

Laut Bain & Company [Bain 2005, S. 1] sind die Motive im Jahr 2005 für M&A-Aktivitäten in hohen Kassenbeständen der Unternehmen und der Private-Equity-Firmen sowie in einem damit verbundenem aggressiven Wettbewerb und einer notwendigen Ausweitung des Unternehmens zu finden. Zudem stützen die niedrigen Zinsen und die zunehmenden M&A-Tätigkeiten Chinas, Russlands und Indiens den Trend.

Weitere Gründe für M&A-Vorhaben sind das anvisierte Umsatzwachstum und die damit verbundenen Synergien, die Verringerung der Fixkosten durch die bessere Auslastung der Administration und die Vorteile bei der steuerlichen Behandlung von gemeinsamen operativen Verlusten sowie die steuerliche Betrachtung der gemeinsamen Schulden.

Wisskirchen et al. [2003, S. 306] konkretisieren die bisherigen Aussagen und geben als geschäftssystembezogene Vorteile einer Fusion einerseits Scalen-Effekte (Kostendegression, Optimierung der Kapitalstruktur etc.), Scope-Effekte (Erweiterung des Produktportfolios, geografische Abdeckung und Risikodiversifizierung) und Skill-Effekte (Know-how-Vergrößerung, Zugang zu Ressourcen und Kundenstamm und Logistik) an. Zudem verweisen sie auf das Merkmal der angestrebten Marktmacht, insbesondere der Marktführerschaft.

Scheiter und Wehmeyer [2006, S. 1] von A.T. Kearney analysierten die neue globale M&A-Welle und fanden heraus, dass die derzeitige M&A-Phase die horizontale Integrierung vorantreibt, im Gegensatz zu den vorherigen M&A-Transaktionen, die häufig entlang der Supply-Chain stattfanden.

Die Economist Intelligence Unit [EIU 2006, S. 38] stellte in einer Umfrage, durchgeführt von Ernst & Young, Mercer Human Resource Consulting und Morgan Stanley, fest, dass 53% der befragten Unternehmen Synergien und 51% den Return on Invest als Motivation für M&A-Tätigkeiten sehen. Dagegen ist die treibende Kraft für 66% der chinesischen Unternehmungen der Return of Investment und für 60% Synergien mit dem Hauptgeschäftsfeld.

Balz [2003, S. 22] warnt vor einer zu groben Einordnung der Motive für M&A-Transaktionen. Die Grundidee eines Käufers liegt in der Shareholder-Value-Steigerung für seine Eigentümer. Synergien, wie z. B. Fixkostendegressionen und Skaleneffekte auf der Kostenseite und Economics of Scope auf der Beschaffungs- und Wachstumsseite, können als Grundgedanke eines Käufers festgehalten werden.

Die Motive eines Verkäufers sind weniger vielschichtig. So wird ein Verkäufer dann einwilligen, wenn der zu erwartende Gegenwert höher ausfällt als der heutige Wert der Anteile [Balz 2003, S. 33]. In der Vergangenheit hat die Ausrichtung auf Kernkompetenzen, die Notwendigkeit eines globalen Vertriebsnetzwerkes, die Existenz- und Kapitalmarktzugangssicherung bei insolventen Geschäftsfeldern und die Privatisierung von staatlichen Unternehmungen den Verkäufermarkt belebt [Balz 2003, S. 33-37].

Der Übernahmekandidat kann im Verlauf des Bieterverfahrens Abwehrstrategien entwickeln. Zum einen kann das Management sich gegen die Übernahme aussprechen und die Shareholder von den Vorzügen einer weiteren Unabhängigkeit überzeugen. Zum

anderen kann auf den geringen Kaufpreis verwiesen werden und die Abgabe einer neuen Offerte angefordert werden.

Balz [2003, S. 37-38] empfiehlt zur Erfolgsmessung von M&A-Transaktionen die Konzentration auf den Shareholder Value. Zum einen sollen die mittelfristige Reaktion der Börsenkurse, bereinigt um die Verzerrungen von Spekulanten, und die Entwicklung von Unternehmenskennzahlen (wie z. B. Umsätze, Umsatzrenditen, Marktanteile, etc.) eingeführt werden. Zum anderen wird auf die Bewertung von Experten und Akquisitionsverantwortlichen zurückgegriffen. Balz misst dem Aktienkurs den höchsten Stellenwert zu, da er direkt den Shareholder Value widerspiegelt. Die Vorgehensweise nach Balz stellt in „Emerging Markets“ ein Problem dar, da die Aktienmärkte noch nicht entwickelt sind (siehe Kapitel 3.3.2.4).

#### **3.1.1.5 Misserfolg**

Die Misserfolgswahrscheinlichkeiten liegen bei einem M&A-Geschäft über 50%. Verschiedene Studien der führenden Unternehmensberatungen zeigten, dass lediglich ein „Merger of Equals“ (untersucht von J.P. Morgan im Jahr 1998) eine Erfolgchance von 60% besitzt. Hayes (im Jahr 1998) und KPMG (ebenfalls 1998) kamen sogar zum Ergebnis, dass über 80% der „Cross-Border“- und der Banken-M&A-Geschäfte fehlschlagen [Jansen 2001, S. 9].

#### **3.1.1.6 Kaufpreis**

Beide Verhandlungspartner versuchen in der Kaufpreisverhandlung, die jeweilige Maximalposition zu rechtfertigen. Humpert [1992, S. 373] beschreibt drei dieser Konfliktpotentiale. Zum einen schätzen beide Parteien die zukünftigen und nachhaltigen Ergebnisse unterschiedlich ein, des Weiteren stimmen die angemessenen Verzinsungen auf das investierte Kapital nicht überein und drittens bewerten beide Vertragsparteien den Umfang der Synergieeffekte unterschiedlich. Hieraus lässt sich ableiten, dass die Unternehmensbewertung und insbesondere der Kaufpreis bei einer M&A-Transaktion eine tragende Rolle einnimmt. Die Maximalpositionen der Bewertung bezogen auf den Kaufpreis werden extremer, sobald ein „Cross-Border“-M&A mit Kulturunterschieden vorliegt (siehe Abbildung 16).

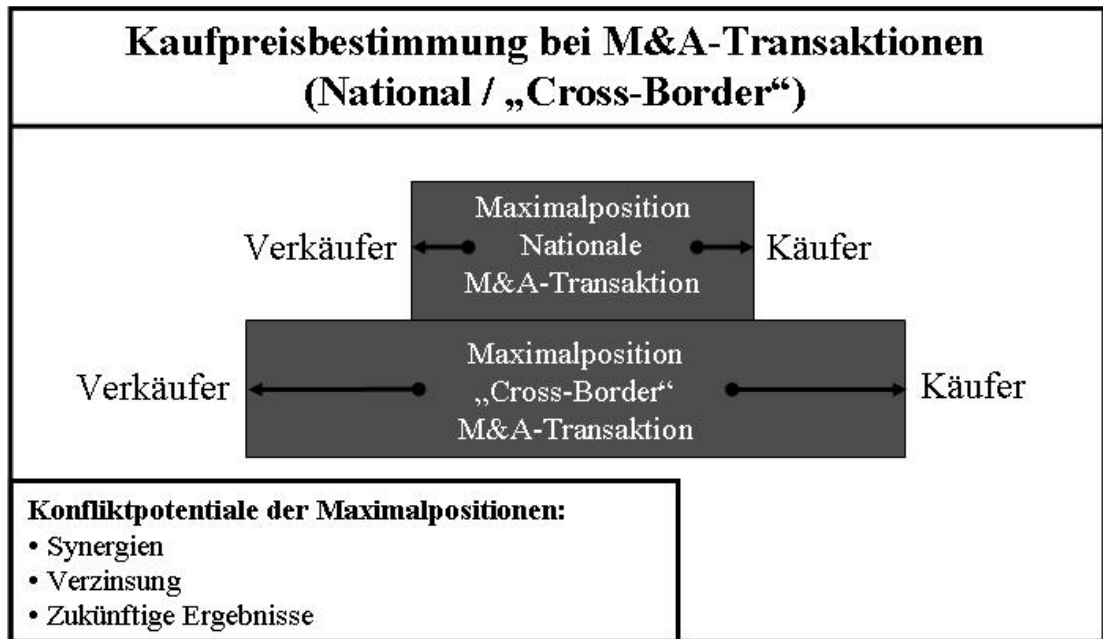


Abbildung 16: Kaufpreisbestimmung bei M&A-Transaktionen (National / „Cross-Border“).

### 3.1.2 Due Diligence

Due Diligence wird im deutschen Wirtschaftsraum oftmals als rechtliche Überprüfung verstanden, wohingegen der Ursprung aus dem Amerikanischen einen weiteren Handlungsbereich einschließt. Crilly [1993, S. 1-01] definiert Due Diligence:<sup>4</sup>

„Due Diligence’ is a process whereby an individual, or an organization, seeks sufficient information about a business entity to reach an informed judgment as to its value for a specific purpose.“

Eine Due Diligence zeigt nach Berens und Strauch [2005, S. 12] folgende Merkmale:

- Die Due Diligence ist eine Analyse und Prüfung einer Unternehmung zur Informationsversorgung des Entscheidungsträgers im Vorfeld von M&A-Transaktionen.
- Die Due Diligence umfasst juristische und wirtschaftliche Analysen und erhöht die Qualität der Informationsbasis.
- Die Due Diligence findet im Vorfeld einer M&A-Transaktion statt und hat die Aufgabe einer Kauf- oder Übernahmepfung mit stark ausgeprägtem investigativen Charakter.

Der Oberbegriff der Due Diligence setzt sich aus den Teilbereichen Financial Due Diligence, Tax Due Diligence, Legal Due Diligence, Management Due Diligence, Human Resources Due Diligence, Cultural Due Diligence, Market Due Diligence, Umwelt-Due-Diligence, Versicherungen-Due-Diligence und technischer Due Diligence zusammen [Berens; Strauch 2005, S. 14].

Der Prozess der Due Diligence ist in drei Phasen untergliedert. Die Pre-Due-Diligence, die die Analyse der Ausgangssituation, Planung der Due Diligence, Festlegung der Projektorganisation, Zielformulierung und Problemfelddefinition, die Identifikation der Ziele bis hin zu ersten Integrationsüberlegungen beinhaltet. Die zweite Phase fasst die Haupt-Due-Diligence zusammen. Hierbei werden die zu analysierenden Kandidaten ausgewählt, die Durchführung der Due Diligence im Datenraum und der Unternehmensbewertungsprozess gebündelt. Zudem wird der Bericht verfasst und überreicht. Die letzte Phase ist die Post-Due-Diligence. Zuerst werden ausstehende Prüfungen angefordert und die detaillierte Integrationsplanung beginnt. Im Folgenden wird die Integration durchgeführt und ein Integrationscontrolling eingeführt. Zum Schluss werden die Soll- und Ist-Werte abgeglichen [Strähle 2004, S. 32].

Das Ziel der Due Diligence ist der Ausgleich der Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Verkäufer [Lehner; Nuhn 2005, S. 726].

Die Due Diligence gilt in Asien als weniger effektiv. Zum einen tragen die mangelnde Corporate Governance und veraltete Informationssysteme dazu bei. Zum anderen treten Off-Balance-Sheet-Transaktionen häufig auf und Kennzahlen und Definitionen werden unterschiedlich aufgefasst. Des Weiteren hindern undurchsichtige Eigentümerstrukturen und kulturelle Unterschiede die Erstellung der Due Diligence [Lehner; Nuhn 2005, S. 727].

### ***Cultural Due Diligence***

Lehner und Nuhn [2005, S. 724] kritisieren am Konzept der Due Diligence die häufige eindimensionale Sichtweise auf finanzielle Risiken in der Vergangenheit. Besonders in „Emerging Markets“ empfehlen daher die beiden Autoren die Cultural Due Diligence als erweiterndes und zukunftsweisendes strategisches Instrumentarium.

---

<sup>4</sup> Auch bei Berens; Strauch [2005, S. 10].

In der vorliegenden Arbeit wird ein Schwerpunkt auf die Cultural Due Diligence gesetzt. Andere Due Diligence Konzepte (Financial Due Diligence, Tax Due Diligence etc.) sind ebenfalls notwendige Vorbereitungen für M&A-Transaktionen, jedoch gilt der Cultural Due Diligence eine besondere Aufmerksamkeit bei „Cross-Border“-M&A-Geschäften. Daher werden andere Due Diligence Konzepte nicht ausgiebig im Rahmen dieser Arbeit erörtert.

Die Cultural Due Diligence bezieht sich einerseits auf die Unternehmenskultur und andererseits auf die Landeskultur. Die Unternehmenskultur ist ein Muster gemeinsamer Grundannahmen auf Basis von Normen und Werten (externe Anpassung / interne Integration), die an neue Mitarbeiter weitergegeben werden [Högemann 2005, S. 543 f.]. Arlinghaus und Lübbert [2003, S. 182] definieren die Unternehmenskultur ebenfalls als Grundannahmen (Umwelt und Natur) und Werte (Ideologien und Verhaltensrichtlinien) und ergänzen das vorangegangene Konzept um Artefakte (Kleidung, Sprache, Rituale und Umgangsformen).

Lehner und Nuhn [2005, S. 725] sehen die Hauptaufgaben der Cultural Due Diligence, bezogen auf die Unternehmenskultur, in der Analyse und der Organisationsphilosophie, dem Führungsstil und dem Methoden- und Motivationsniveau. Bei der Durchführung der Cultural Due Diligence wird zuerst eine Zielkultur festgelegt. Im Folgenden wird ein Konzept erarbeitet, das zeigt, welche Schritte notwendig sind, um die Soll-Kultur zu erreichen. Der Prozess der Einführung der Soll-Kultur wird überwacht und ständig erneuert [Högemann 2005, S. 555].

Die Umsetzung der Ergebnisse der Cultural Due Diligence ist interdisziplinär und reicht von der Berücksichtigung bei der Ermittlung des Kaufpreises (mögliche Integrationskosten gelten als Preisdrücker) über die Planung der Führungsstruktur bis hin zur Kommunikationsstrategie. Die häufigsten Anwendungen sind im Bereich der Post-Merger-Integration [Högemann 2005, S. 554].

„Cross-Border“-Merger sollten zudem eine Analyse der Landeskultur im Rahmen der Cultural Due Diligence beinhalten. In Literatur und Praxis hat sich hierbei der Ansatz von Hofstede bewährt [Högemann 2005, S. 558]. Die fünf Kulturdimensionen nach Hofstede werden in Kapitel 4.1.3 genauer vorgestellt. Das entwickelte Konzept zur kulturadjustierten Unternehmensbewertung ersetzt die Due Diligence nicht. Vielmehr sollten sämtliche Ausprägungen der Due Diligence und insbesondere die Cultural Due



Diligence im Vorfeld eingesetzt werden, um die Relevanz von Kultur zu analysieren. Das in dieser Arbeit aufgezeigte Modell zur kulturadjustierten Unternehmensbewertung integriert das Modell von Hofstede aufgrund der umfangreichen empirischen Datenbasis.

### **3.1.3 Globaler M&A-Markt im Überblick**

Der globale M&A-Markt zeigt nach schwierigen Jahren nach dem Jahr 2000 wieder Impulse für starkes Wachstum. Bain und Company begründet die erneuten starken Zuwachsraten des globalen M&A-Marktes mit sechs Trends [Bain 2005, S.1].

- 1) Private-Equity-Unternehmungen sammelten in der Vergangenheit genug Geld, um verstärkt M&A-Transaktionen durchzuführen.
- 2) Große Konzerne häuften Gewinne an, die für die weitere Expansion via M&A genutzt werden sollen.
- 3) Die Fremdkapitalzinsen sind seit längerer Zeit auf einem historischen Tief.
- 4) Länder wie z. B. China, Indien und Russland versuchen das weitere ökonomische Wachstum mit M&A-Geschäften im Bereich der Ressourcenversorgung abzusichern.
- 5) Anteilseigner verlangen verstärkt bessere Renditen, die mittels M&A erzielt werden sollen.
- 6) Die erneut starken Kapitalmärkte eröffnen neue Chancen für M&A.

#### ***Daten, Fakten und Tendenzen***

Der globale M&A-Markt hatte im Jahr 2000 seinen Höhepunkt. Seit 2003 ist nach einem zweijährigen Rückgang ein weiterer Anstieg zu verzeichnen. Die Schwierigkeiten der Weltwirtschaft spiegeln sich im Verlauf der M&A-Aktivitäten wider. Der Zuwachs im Jahr 2005 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (Zeitraum jeweils 01.01. bis 30.09.) betrug 52% und im Jahr 2006 32% für die bekannt gegebenen M&A-Transaktionen. Die tatsächlich durchgeführten M&A-Geschäfte zeichneten einen Zuwachs von 35% im Jahr 2005 und 16% im Jahr 2006. In absoluten Zahlen erreichte das weltweite M&A-Volumen 2.546.706 Millionen US\$ für bekannt gegebene und 1.814.702,4 Millionen US\$ für

tatsächlich durchgeführte M&A-Transaktionen in den ersten neun Monaten 2006 (siehe Abbildung 17).<sup>5</sup>

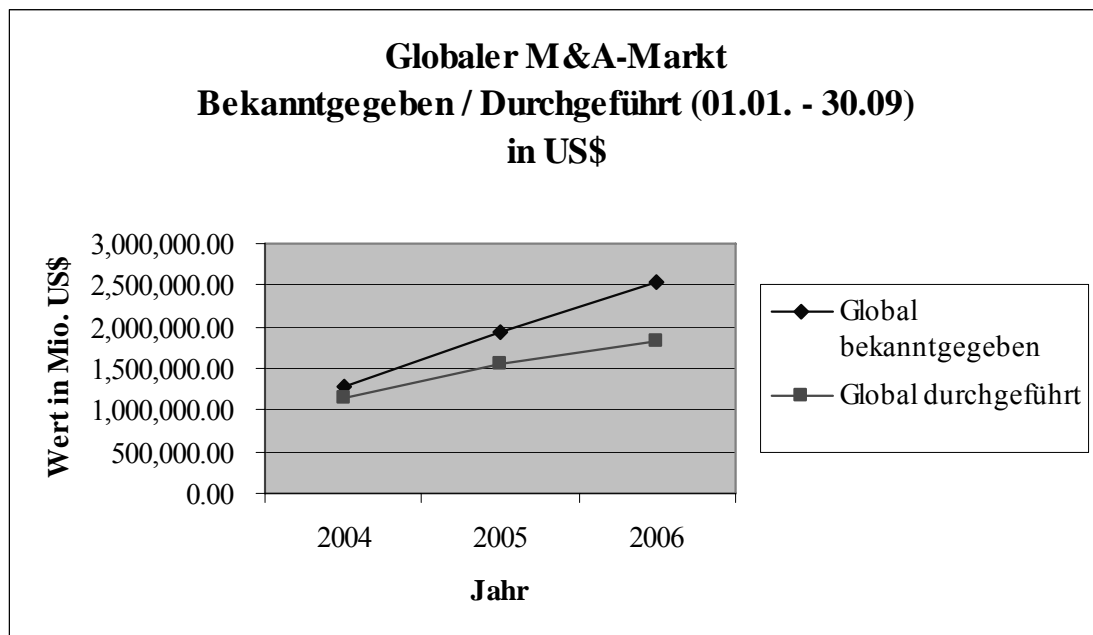


Abbildung 17: Globaler M&A-Markt in US\$. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

Die Zuwächse der bekannt gegebenen M&A-Aktivitäten im Jahr 2005 in China betragen 63%, im Folgejahr sank der Wert auf 23%. Bei den durchgeführten M&A-Transaktionen verzeichnete das Jahr 2005 eine Verringerung von 49% und im Jahr 2006 einen starken Zuwachs von 88%. Der Rückgang der durchgeführten M&A-Geschäfte im Jahr 2005 ist vor allem auf die rechtliche Weichenstellung des chinesischen Gesetzgebers zum Jahr 2006 hin zurückzuführen (siehe Abbildung 18).

<sup>5</sup> Datenmaterial von Thomson Financial fasst den Begriff M&A wie folgt zusammen: Mergers, Akquisitionen, Zurückkäufe (Repurchases), Spin-Offs, Self-Tenders, Minderheitenbeteiligungen (Minority Stake Purchases) und Fremdkapitalrestrukturierung (Debt Restructurings). Zudem sind die monetäre Werte in US\$ angegeben, die Umwandlung von Fremdwährungen erfolgte am Tag der Bekanntgabe. Des Weiteren sind die monetäre Werte bei Mergern basierend auf der Zielfirma, nicht auf dem Wert des zusammengeführten Unternehmens.

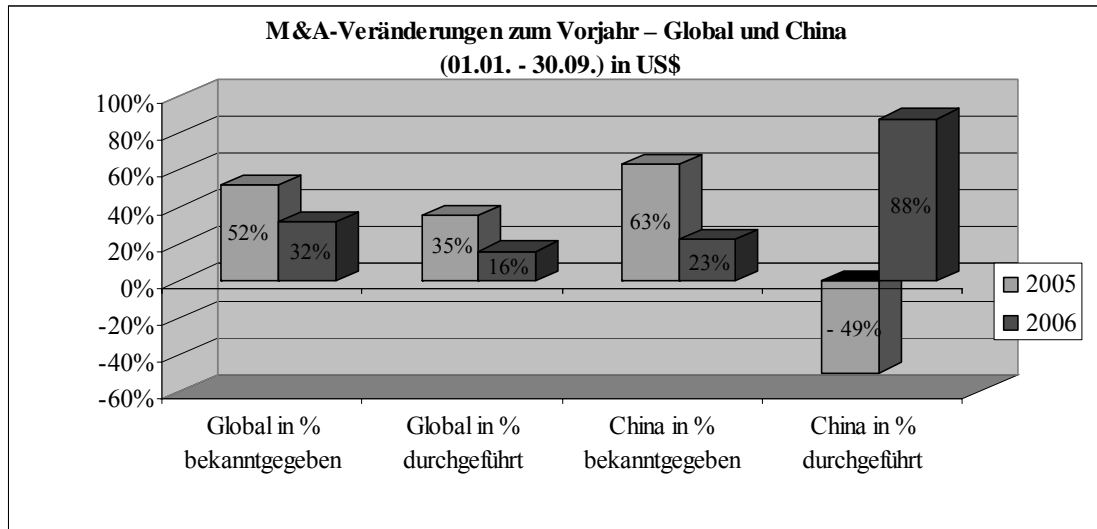


Abbildung 18: M&A-Veränderungen zum Vorjahr – Global und China in US\$. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

Die Anzahl der bekannt gegebenen M&A-Transaktionen stieg im Jahr 2006 leicht an (auf 26.454 Transaktionen), wohingegen die tatsächlich durchgeführten M&A-Geschäfte etwas sanken (auf 17.497 Transaktionen) (siehe Abbildung 19). Da die durchgeführten M&A-Transaktionen bewertet in US\$ im Jahr 2006 einen 16%igen Zuwachs verzeichneten, jedoch die Anzahl der Transaktionen zurückging, lässt sich daraus schließen, dass die M&A-Aktivitäten pro Transaktion ein größeres monetäres Volumen aufwiesen.

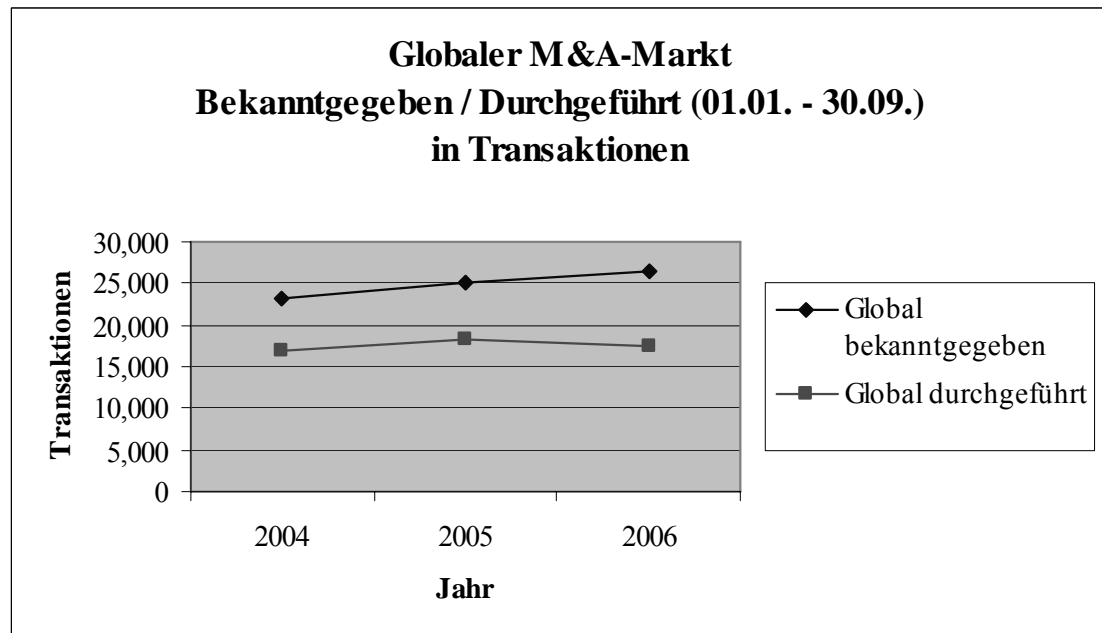


Abbildung 19: Globaler M&A-Markt in Transaktionen. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

China kommt dabei eine Sonderstellung zu, da die durchgeführten M&A-Transaktionen im Jahr 2006 um 12% abnahmen, jedoch das monetäre Volumen sich um 88% erhöhte (siehe Abbildung 20). Zudem zeigt sich auch in China der klare Trend zu großen Übernahmen, da die Anzahl der Transaktionen schwächer zunimmt oder gar fällt, jedoch der monetäre Wert der durchgeführten Transaktionen mit zweistelligen Wachstumsraten steigt. Zudem ist ersichtlich, dass Unternehmungen im Jahr 2005 M&A-Aktivitäten bekannt gegeben haben, jedoch aufgrund der neuen gesetzlichen Regelungen bis zum Jahr 2006 gewartet haben.

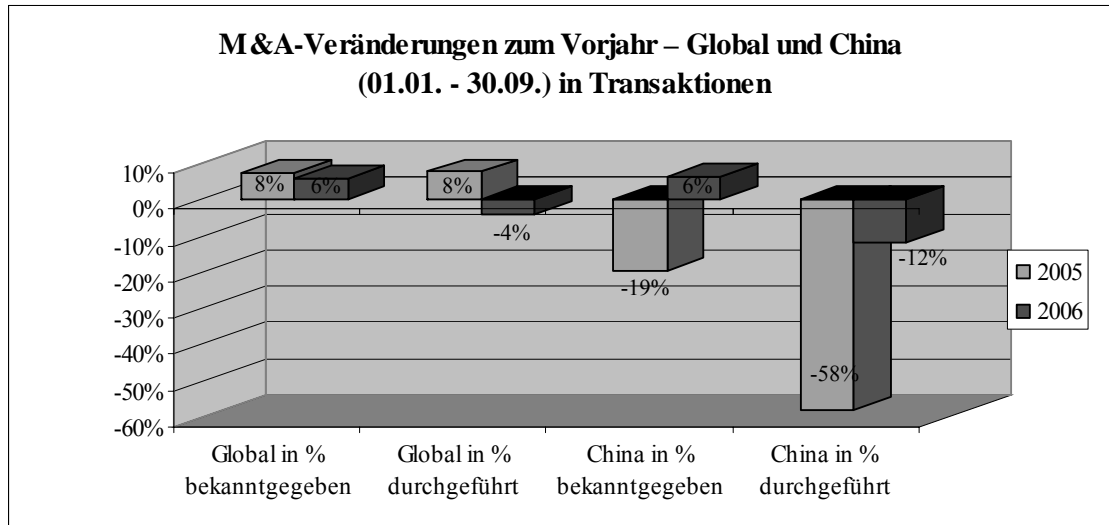


Abbildung 20: M&A-Veränderungen zum Vorjahr – Global und China in Transaktionen. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

### 3.1.4 Chinesischer M&A-Markt im Überblick

Die M&A-Aktivität in China weist starke Schwankungen auf, jedoch sind diese hauptsächlich durch die politische Weichenstellung bedingt. Bereinigt von diesen Effekten kann von einem stabilen Niveau gesprochen werden. Nachdem das erste Quartal 2006 geringe Übernahmen, aber ein höheres Volumen in Geldeinheiten vorweisen konnte, zeichnet sich das zweite Quartal durch ein geringes Volumen in Geldeinheiten, aber eine höhere Anzahl an Übernahmen aus [Page 2006, S. 8].

Page [2006, S. 9] von der Unternehmensberatung PWC sieht sämtliche Anzeichen für einen weiteren Wachstum des M&A-Marktes in China für gegeben. Die Aktienmarktreform von 2006 lockerte die starken Restriktionen für M&A-Geschäfte in China. Als Wachstumshemmnis wird lediglich der beschränkte Zufluss an gut ausgebildeten M&A-Spezialisten gesehen.

#### **3.1.4.1 Zeitliche und geschichtliche Einordnung von M&A-Transaktionen in China**

Der M&A-Markt in China hat eine vergleichsweise junge Geschichte. Die Historie von M&A-Transaktionen in China lässt sich in drei Phasen einstufen. In der ersten Phase (Mitte der 80er bis Anfang der 90er Jahre) intervenierte der Staat und zwang Unternehmungen, wettbewerbsfähige Verbunde zu errichten. Große staatliche Unternehmungen mit jeweils diversen Tochterunternehmungen (meist Zulieferer) entstanden, wie z. B. First Automotive Works (FAW). Die zweite M&A-Phase (Anfang der 90er Jahre bis 2000 / 2003) war gekennzeichnet durch M&A-Aktivitäten, die von der Marktentwicklung motiviert waren. Kleine spezialisierte und kosteneffiziente Unternehmungen wurden von Großkonzernen gekauft. Die dritte Phase (2000 / 2003 bis heute) ist geprägt von Restrukturierungen und strategischen Leitmotiven. Zudem verkauft der chinesische Staat auf allen Ebenen (Staatsebene, Provinzebene, Stadtebene) Unternehmungen [Li 2004].

#### **3.1.4.2 Daten, Fakten und Tendenzen**

Norton et al. [2006, S. 18] verweisen auf die geringe zeitliche Zuverlässigkeit der Genehmigung von M&A-Geschäften durch das MOFCOM („Ministry of Commerce“) in China.

Die Economist Intelligence Unit [EIU 2006, S. 38] analysierte die generellen Erfolgsfaktoren für abgeschlossene M&A-Transaktionen in China und stellte fest, dass westliche Firmen zu 62% die persönlichen Beziehungen zu Entscheidungsträgern als sehr wichtig einstufen. Chinesische Unternehmungen sehen dahingegen zu 64% die Erstellung eines fundierten Businessplans als Erfolgsfaktor an, um einen Verkäufer zum Verkauf zu bewegen.

Der chinesische M&A-Markt im Jahr 2006 machte 1,1% (bekannt gegebene Transaktionen) bzw. 1,18% (durchgeführte Transaktionen) vom weltweiten M&A-Volumen (monetäre Betrachtung in US\$) aus. Der Tiefpunkt der durchgeführten M&A-Transaktionen im Jahr 2005 ist der angekündigten Gesetzesänderung geschuldet (siehe Abbildung 21).

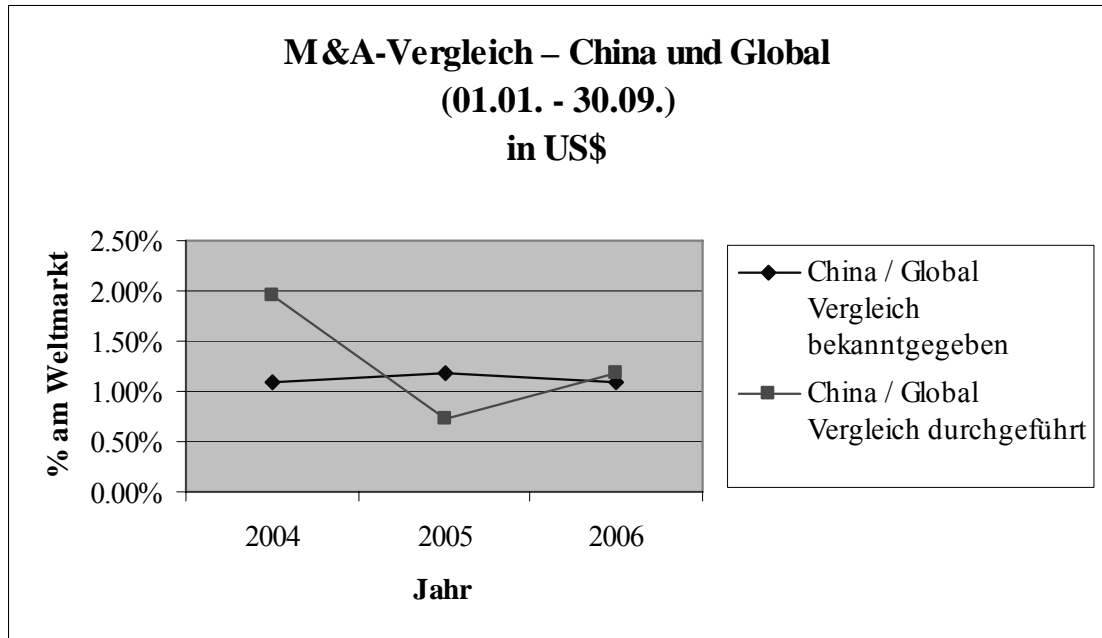


Abbildung 21: M&A-Vergleich – China und Global in US\$. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

In Bezug auf die Anzahl der Transaktionen hält der chinesische M&A-Markt im Jahr 2006 einen weltweiten Anteil von 4,93% (bekanntgegebene Transaktionen) bzw. 2,31% (durchgeführte Transaktionen). Der höhere weltweite Anteil an den Transaktionen in Gegenüberstellung zu dem geringen Anteil an weltweiten Transaktionen in US\$ zeigt, dass das M&A-Geschäft in China eher von kleineren M&A-Transaktionen gekennzeichnet ist. Jedoch, wie oben schon aufgezeigt, setzt sich ein Trend zu größeren M&A-Aktivitäten durch (siehe Abbildung 22).

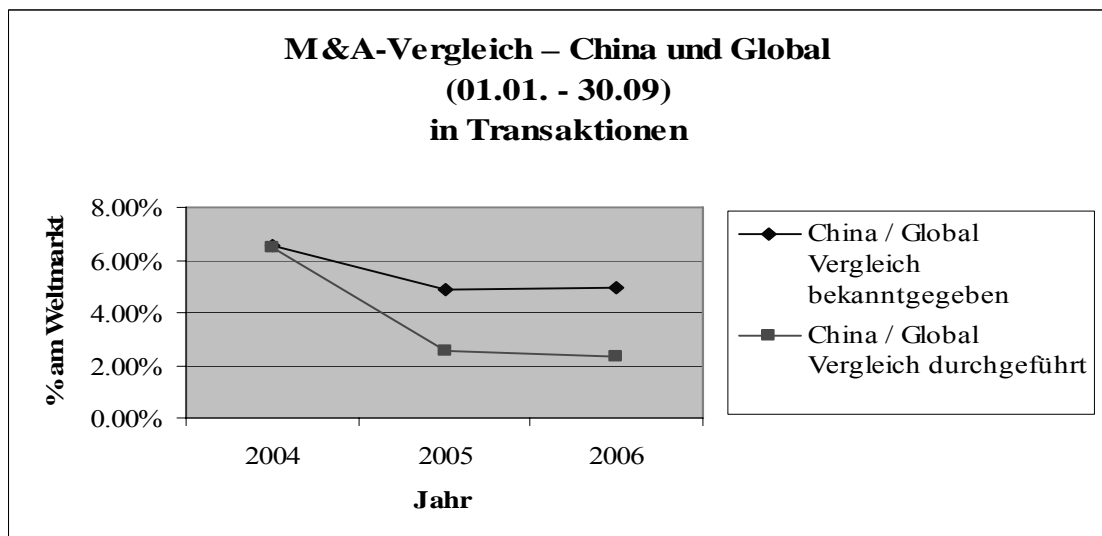


Abbildung 22: M&A-Vergleich – China und Global in Transaktionen. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

Der chinesische M&A-Markt erholt sich nach dem starken Einbruch im Jahr 2005 zunehmend. Im Jahr 2006 erreichten die durchgeführten M&A-Aktivitäten (bewertet in US\$) fast das Niveau von 2004. Die bekanntgegebenen M&A-Geschäfte steigen stetig an und werden insbesondere nach der gesetzlichen Weichenstellung einen neuen Höchststand erreichen. In absoluten Zahlen erreichte das weltweite M&A-Volumen 27.990,3 Millionen US\$ für bekanntgegebene und 21.379,7 Millionen US\$ für tatsächlich durchgeführte M&A-Transaktionen in den ersten neun Monaten des Jahres 2006 (siehe Abbildung 23).

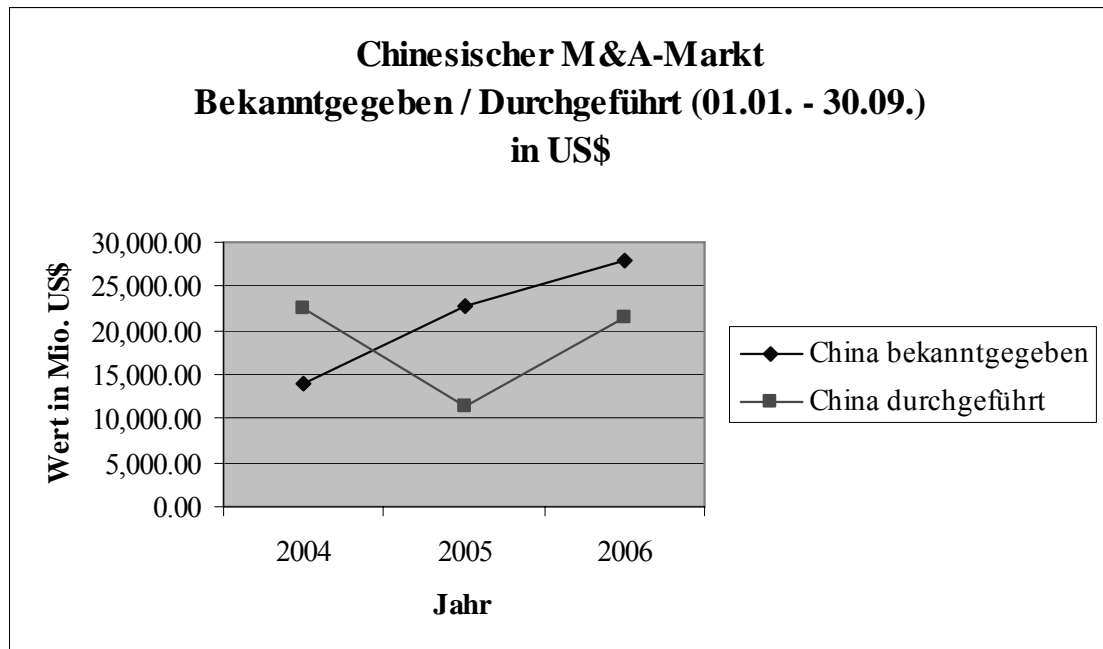


Abbildung 23: Chinesischer M&A-Markt in US\$. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

Die Anzahl der bekanntgegebenen M&A-Transaktionen stiegen im Jahr 2006 leicht an (auf 1.304 Transaktionen), wohingegen die tatsächlich durchgeführten M&A-Geschäfte etwas sanken (auf 405 Transaktionen). Daraus lässt sich schließen, dass die M&A-Aktivitäten pro Transaktion ein größeres monetäres Volumen aufweisen (siehe Abbildung 24).

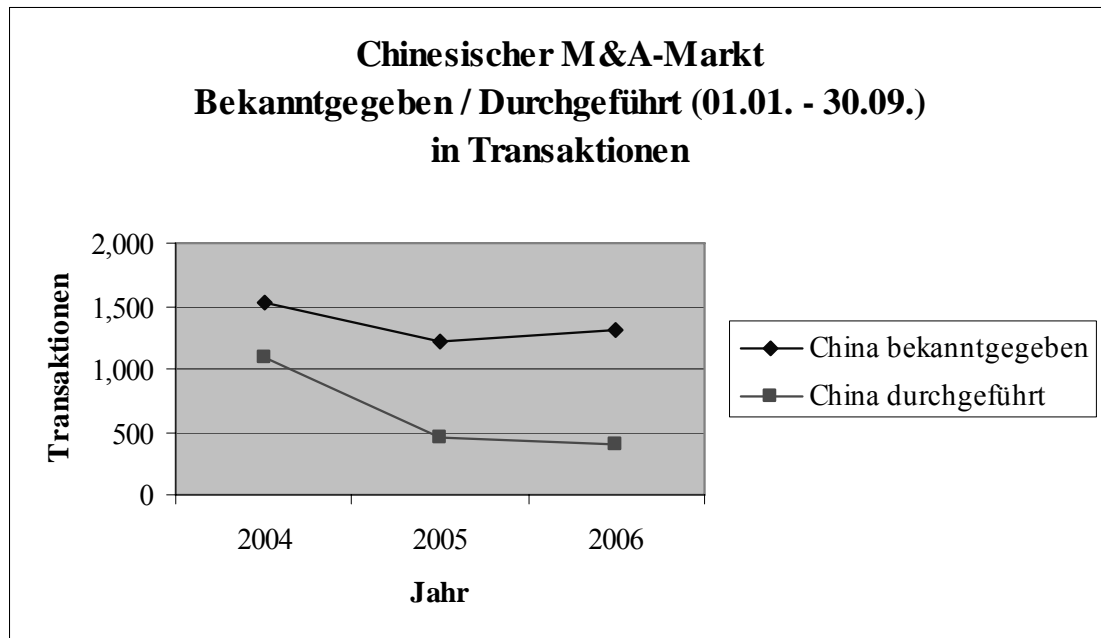


Abbildung 24: Chinesischer M&A-Markt in Transaktionen. Eigene Darstellung. [Quelle: Thomson Financial 2005, S. 3; Thomson Financial 2006, S. 3].

#### 3.1.4.3 Gründe für M&A in China

„Cross-Border“-M&A-Aktivitäten in China sind häufig als strategische Zukäufe zu interpretieren. Seltener werden sie aus Investmentmotiven von Private Equity Gesellschaften getätigt. Die Hauptgründe von M&A in China sind:

- a) schneller Markteintritt,
- b) Erwerb eines in China funktionierenden Vertriebsnetzes,
- c) inländischer Produktionsstandort aufgrund der politisch motivierten Lokalisierung,
- d) Produktionsverlagerung aufgrund der geringeren Lohnstruktur.

#### 3.1.4.4 Misserfolg in China

Die Unternehmensberatungen Ernst & Young, Mercer Human Resource Consulting und Morgan Stanley untersuchten für die Economist Intelligence Unit [EIU 2006, S. 39] den chinesischen M&A-Markt und dessen Schwierigkeiten. Als größte Hindernisse werden mit 58% der befragten Unternehmungen die mangelnde Transparenz und mit 46% die fehlenden Informationen über die Zielfirma angegeben. Das undurchschaubare Beziehungsgeflecht („Guanxi“ – siehe Kapitel 4.2.2) wird mit 43% als Hindernis angegeben. Chinesische Unternehmungen nannten zu 64% die mangelnde Transparenz und



zu 62% die Unternehmenskultur als Risikofaktor für ein Scheitern der M&A-Verhandlungen. Fehlende Unternehmensdaten der Zielfirma stellen für 41% der chinesischen Unternehmungen ein Problem dar [EIU 2006, S. 40].

#### **3.1.4.5 Trends der Unternehmensbewertung in China**

Die Notwendigkeit von Unternehmensbewertungen in China wurde von der Regierung im Zuge der vermehrten Staatsübernahmen erkannt und mithilfe eines Regelwerkes etabliert. Im Jahr 1989 erließ das ehemalige „State-Owned Property Bureau“ die ersten Regularien und ein Jahr später wurde das Zentrum für Unternehmensbewertungen („Zichan Pinggu Zhongxin“) gegründet, mit der Aufgabe, Unternehmensbewertungen bei Staatsunternehmen durchzuführen, wenn eine Änderung der eigentümerrechtlichen Verhältnisse bevorsteht.

Im November 1991 setzte der chinesische Staatsrat als 91. Staatsbefehl die neue Regelung der Bewertungsverfahren für Staatsunternehmen („Guoyou Zichan Pinggu Guanli Banfa“) in Kraft, um eine einheitliche Bewertung der staatseigenen Unternehmung sicherzustellen. Einhergehend mit der weiteren Öffnung und Reform des Wirtschaftssystems wurde im Jahr 1993 die „China Appraisal Society“ („Zhongguo Zichan Pinggu Xiehui“) gegründet, die sich vermehrt um die Bewertung von Privatunternehmen sorgt. Im März 1995 wurde diese Organisation Mitglied der „International Valuation Standards Committee“ (IVSC). Mittlerweile gibt es in China den Beruf des Bewerter. Im Jahr 2004 gab es mehr als 60.000 professionelle Bewerter in China, wovon 20.000 staatlich anerkannt und registriert sind und in 3.000 Bewertungsunternehmen arbeiten [CM&AA 2007]. Eine Besonderheit bei Staatsunternehmungen ist, dass der Kaufpreis nicht unter 90% des nach Regelwerk für Staatsunternehmen („Guoyou Zichan Pinggu Guanli Banfa“) fällt. Sobald der Wert 90% unterschreitet, muss eine Sondergenehmigung für den Verkauf eingeholt werden.

Aufgrund vieler Besonderheiten des Landes gibt es auch besondere Ausprägungen der Unternehmensbewertung in China. Zunächst ist zu erkennen, dass die Intervention und Kontrollmöglichkeit der Regierung eine entscheidende Rolle bei der Unternehmensbewertung in China aufweist.

Historisch bedingt sind die staatlich erlassenen Regelungen auf den Schutz des Staatsvermögens ausgerichtet, weshalb das eigentliche Methodenspektrum relativ

rückständig ist. Zurzeit sind über zehn Ministerien bzw. regierungsnahe Büros berechtigt, die Unternehmensbewertung zu kontrollieren. Bewertungsverfahren und -methoden müssen von den Ministerien bewilligt sein. Die oben erwähnte Organisation „China Appraisal Society“ zur Branchenselbstregulierung ist den Ministerien unterstellt und kann daher kaum Einfluss auf den gesetzlichen Bewertungsprozess ausüben [Yang 2004].

Der in Europa und den USA eingesetzte Ansatz der Kapitalkostenkonzepte mit den Hauptvertretern DCF und EVA / MVA wird in China kaum zur Unternehmenswertbestimmung herangezogen. Vielmehr dominiert im chinesischen Wirtschaftsraum das Substanzwertverfahren, da auch die Vorgehensweise bei der Bewertung von staatlichen Unternehmungen den Substanzwert ermittelt.

Die Befürworter einer Unternehmensbewertung, die am zukünftigen Erfolg der Unternehmung ausgerichtet ist, argumentieren, dass nicht alle bilanzierten Positionen betriebsnotwendig sind, sondern nur die am Arbeitsprozess beteiligten Vermögen wertschöpfend sind. Jedoch sind viele Vermögenspositionen von chinesischen Staatsunternehmen nicht betriebsnotwendig wie z. B. Schulen für die Kinder der Mitarbeiter oder Wohnheime für die Arbeitskräfte. Somit würde eine Unternehmensbewertung nach dem Substanzwertverfahren einen wesentlich höheren Wert ergeben als eine Bewertung auf zukünftige Erträge.

Die Gegner des DCF-Verfahrens betonen, dass z. B. die erhöhten Sozialverpflichtungen den Cash Flow reduzieren und somit die zukünftigen Erträge schmälern. Somit würde ein geringer Kaufpreis zustande kommen.

Im Jahr 2006 fand das Substanzverfahren bei M&A-Transaktionen überwiegend Anwendung. Jedoch setzt sich die zukünftige Ertragsermittlung verstärkt durch. Daher wird häufig eine Kombination aus beiden Verfahren eingesetzt, wobei das Substanzwertverfahren das kaufpreisfindende Verfahren darstellt und DCF als Kontrollverfahren genutzt wird [China ACC 2006].

Die Vielfalt der Unternehmensarten und die hohe Komplexität der eigentümerrechtlichen Beziehungen macht die Bewertung in China schwieriger als in anderen Ländern. Dies erschwert im jeweiligen Fall die Identifikation und die Definition der Bewertungsobjekte [Shen 2006].

Die Unternehmensberater von Ernst & Young, Mercer Human Resource Consulting und Morgan Stanley [EIU 2006, S. 44] stellten fest, dass die Durchführung der Due Dilligence sehr wichtig (60%) ist und die inakkurate und unvollständige Bewertung des Substanzwertes (48%) ein gravierendes Hindernis bei der M&A-Transaktion darstellt. Insbesondere im Zusammenhang mit der fast ausschließlichen Verwendung des Substanzwertverfahrens geht der Autor der vorliegenden Arbeit von Fehlbewertungen aus.

Des Weiteren erhöhen sich die Risiken, dass einerseits der Bewertende sich unmoralisch verhält und absichtlich falsche Ergebnisse publiziert und andererseits die Parteien wegen des Misstrauens in einen Konflikt geraten und folglich die Transaktion erfolglos bleibt. Ein vollständiges Gesetzssystem für Unternehmensbewertung soll in der Zukunft helfen, Konfliktpotentiale und M&A-Transaktionsrisiken abzubauen und den Bewertungsprozess zu vereinheitlichen [China ACC 2006].

#### **3.1.4.6 Rechtliche Regelungen**

Im Folgenden werden die chinesischen M&A-Gesetze vorgestellt. Hierbei handelt es sich nicht um nur ein M&A-Gesetz, vielmehr sind die entsprechenden Zuständigkeiten für das Gebiet der M&A-Transaktionen auf verschiedene Behörden und Regierungsebenen mit den jeweiligen Regelungen und Gesetzen verteilt. Im Folgenden wird zudem nur auf die chinesischen rechtlichen Beschränkungen und Regelungen eingegangen, die gesetzlichen Bestimmungen des Käufers bleiben ungeprüft und unterliegen den jeweiligen Gesetzen des Heimatmarktes.

Norton et al. [2006, S. 15] beschreiben die gängige Praxis der Antragsverschleppung der Behörden, mit dem Ziel, dem chinesischen Verhandlungspartner eine bessere Situation zu verschaffen. Zudem beobachteten Norton et al. Schwierigkeiten bei der Implementierung von neuen M&A-Rechtslagen, da chinesische Beamte risikoavers sind und neue Regelungen und Gesetze ungern als erste auslegen und implementieren wollen. Daraus ableitbar ist, dass der M&A-Prozess so einfach wie möglich zu halten ist.

#### **„Catalogue“ für Investitionen – Zielfirmenklassifizierung**

Sämtliche Investitionen von ausländischen Unternehmungen in China unterliegen drei Kategorien, die sehr detailliert im „Catalogue for the Guidance of Foreign Investment

Industries“<sup>6</sup> (Kurzform: Catalogue), erlassen vom „Ministry of Commerce“ (MOFCOM), vom 1. Dezember 2004 geregelt sind. Zum einen unterscheidet der „Catalogue“ Industrien, die für ausländische Investoren geöffnet wurden („encouraged“). Die jeweiligen Regierungen (Zentralregierung / Provinzregierungen) versuchen in den jeweiligen Industriebereichen, ausländische Investoren anzulocken und für Investitionen zu werben. Hierzu gehören unter anderem das verarbeitende Gewerbe wie z. B. Unternehmungen, die die Produktion von Milchprodukten oder die Entwicklung und Produktion von digitalen Kameras und deren Hauptbestandteilen als Produktionsschwerpunkt aufweisen. Des Weiteren unterscheidet der Gesetzgeber Industriezweige, die eine Sondererlaubnis („restricted“) für ausländische Investitionen erhalten müssen. Hierbei handelt es sich z. B. um die Produktion von Zigaretten und Filtern oder „Cross-Border“-Logistikunternehmungen. Außerdem klassifiziert der Gesetzgeber schützenswerte („prohibited“) Industrien, die von ausländischen Investoren nicht erschlossen werden dürfen. Unter diese Kategorie fallen z. B. Unternehmungen in der Luftraumkontrolle, Nachrichtenagenturen oder Betreiber von Kraftwerken.

Darüber hinaus definiert der Gesetzgeber erlaubte („permitted“) Industrien, die jedoch nur in speziellen geografischen Lagen (z. B. Westchina) die entsprechende Erlaubnis für ausländische Investitionen erhalten.

Die rechtlichen Regelungen werden im weiteren Verlauf der Arbeit als Grundlage und Aufbauhilfe für die empirische Studie (Kapitel 5) verwendet.

Das chinesische Rechtssystem in Bezug auf M&A-Transaktionen besitzt einerseits Vorgehensweisen und Artikel, die seit mehr als 10 Jahren unverändert Bestand haben, und andererseits sehr wichtige Neuerungen, die seit dem Jahr 2003 in Kraft sind. Daher kann es je M&A-Geschäft verschiedene (aber jeweils rechtlich abgesicherte) Wege geben [Norton et al. 2006, S. 3].

Jegliche M&A-Aktivitäten mit ausländischer Beteiligung müssen vom „Ministry of Commerce“ (MOFCOM) (Peking bzw. die jeweiligen regionalen Behörden) genehmigt werden. Die Zuständigkeiten beim Genehmigungsprozess werden nach Investitionssumme und Industrie / Branche gegliedert. M&A-Geschäfte bis 50 Mio. US\$ werden von den

---

<sup>6</sup> Für weiterführende Informationen bezüglich des „Catalogue“ [Catalogue 2004]:  
<http://www1.cei.gov.cn/ce/index/report/cep7/guid2004.htm>.

regionalen / lokalen Behörden genehmigt, sofern es sich um eine Zielfirma in einer „restricted“ (geschützten) Industrie handelt. Gehört die Zielfirma einer „encouraged“ (motivierten) oder „permitted“ (erlaubten) Industrie an, können die lokalen Behörden bis 100 Mio. US\$ die Genehmigungen erteilen. M&A-Aktivitäten, die über diese Grenzbeträge hinausgehen, werden von der Zentralbehörde in Peking genehmigt [Norton et al. 2006, S. 15].

M&A-Geschäfte mit Zielfirmen in speziellen Branchen mit eigenen politischen Ressorts benötigen zudem die entsprechende Einwilligung der jeweiligen Spezialbehörde. Zudem müssen gelistete Unternehmungen die Zustimmung von der „China Securities Regulatory Commission“ (CSRC) erhalten [Norton et al. 2006, S. 15].

Der Kaufpreis muss bei M&A-Aktivitäten mit ausländischer Beteiligung durch Dritte ermittelt werden. Eine direkte und alleinige Kaufpreisverhandlung zwischen Käufer und Verkäufer ist rechtswidrig. Der ermittelte Kaufpreis eines professionellen Bewerter dient bei den anstehenden Verhandlungen als Grundlage [Norton et al. 2006, S. 8].

#### **3.1.4.7 Unternehmensformen in China**

Unternehmensformen können in China nach der Herkunft des Kapitals in staatliche Unternehmungen, privatwirtschaftliche Unternehmungen und ausländische Unternehmen eingeteilt werden (siehe Abbildung 25).

State-owned Enterprise (SOE)
Collectively-owned Enterprise (COE)
Township and Village Enterprise (TVE)
Privatwirtschaftliche Unternehmensformen (Private Chinese Company - PCC)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sole Proprietorship</li> <li>• Partnership</li> <li>• Limited Liability Company (LLC)</li> </ul>
Ausländische Unternehmensformen (Foreign Invested Enterprise - FIE)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Equity Joint Venture (EJV)</li> <li>• Contractual / Cooperative Joint Venture (CJV)</li> <li>• Wholly Foreign-owned Enterprise (WFOE)</li> <li>• Company limited by Shares (CLS) / Joint Stock Company (JSC)</li> <li>• Holding Company (HC) / Investment Company</li> </ul>

Abbildung 25: Unternehmensformen nach Kapitalherkunft. [Quelle: Green 2004, S. 27; Seyfart 2004, S. 75 f.; Herrmann-Pillath et al. 2002, S. 13 ff.; BBLP 2001, S. 9 ff.].

### **State-owned Enterprise (SOE)**

„State-owned Enterprises“ (SOEs) sind staatliche Unternehmungen, die direkt von der Zentralregierung gesteuert und kontrolliert werden. Die langjährige Marktbeherrschung (Produktions-Output) der „State-owned Enterprises“ (SOEs) verlagert sich zunehmend zu den „Township and Village Enterprises“ (TVEs), „Collectively-owned Enterprises“ (COEs) und Privatunternehmen. „State-owned Enterprises“ (SOEs) gelten als schwerfällig und verlustschreibend; oftmals werden sie von ehemaligen Parteikadern gelenkt, die moderne Managementtheorien nur langsam in das tägliche Wirtschaften einfließen lassen [Norton et al. 2006, S. 1].

### **Township and Village Enterprise (TVE)**

Die „Township and Village Enterprises“ (TVEs) sind mittelständische Unternehmungen, die nach marktwirtschaftlichen Prinzipien handeln. Im Jahr 1984 richtete die chinesische Regierung die Möglichkeit zur Gründung von „Township and Village Enterprises“ (TVEs) für kleine Städte und ländliche Gebiete ein. Oftmals sitzt der Unternehmung ein Regierungsmitglied (z. B. Bürgermeister) vor. „Township and Village Enterprises“ (TVEs)

werden zunehmend zur treibenden Kraft bei der Industrialisierung der ländlichen Gebiete. „Township and Village Enterprises“ (TVEs) sind privatwirtschaftliche oder kollektivistische Unternehmungen, die nicht in der Agrarwirtschaft, aber häufig in vor- oder nachgelagerten Bereichen der Landwirtschaft tätig sind. Die Unternehmensform der „Township and Village Enterprises“ (TVEs) kann häufig nicht eindeutig zugewiesen werden, da oftmals die Stadtregierungen und Provinzen Anteile halten. Es handelt sich hierbei nicht um private und nicht um staatliche Firmen (Zentralregierung). In der empirischen Studie werden „Township and Village Enterprises“ (TVEs) als staatliche Unternehmungen klassifiziert [Herrmann-Pillath et al. 2002, S. 13 ff.; Seyfart 2004, S. 119 f.]. Die „Township and Village Enterprises“ (TVEs) werden bei der empirischen Studie den staatlichen Unternehmungen zugeordnet.

### **Collectively-owned Enterprise (COE)**

Die „Collectively-owned Enterprises“ (COEs) sind eine Eigentumsform, bei der sich die Produktionsmittel im kollektiven Besitz befinden. Die „Collectively-owned Enterprises“ (COEs) handeln nach marktwirtschaftlichen Prinzipien und arbeiten nach den gleichen Prinzipien wie die „Township and Village Enterprises“ (TVEs). Die „Collectively-owned Enterprises“ (COEs) beziehen sich im Gegensatz zu den „Township and Village Enterprises“ (TVEs) auf die städtischen Gebiete, wohingegen die „Township and Village Enterprises“ (TVEs) in ländlichen Gebieten anzutreffen sind [Herrmann-Pillath et al. 2002, S. 13 ff.; Seyfart 2004, S. 75 ff.]. Die „Collectively-owned Enterprises“ (COEs) werden bei der empirischen Studie den staatlichen Unternehmungen zugeordnet.

### **Privatwirtschaftliche Unternehmensformen (Private Chinese Company – PCC)**

Die privatwirtschaftlichen Unternehmensformen können in China verschiedene Ausprägungen annehmen: Von der einfachsten Form des Einzelunternehmers („Sole Proprietorship“) über eine partnerschaftliche Vereinigung („Partnership“) bis hin zur Gesellschaft mit beschränkter Haftung („Limited Liability Company“ – LLC). Die chinesische Regierung bekannte sich zum Schutz sämtlicher unternehmerischer Tätigkeit. Damit erhielten die „Private Chinese Companies“ (PCCs) rechtliche Sicherheit. Das Produktionsvolumen und die Wichtigkeit für die chinesische Wirtschaft nehmen stetig zu [Green 2004, S. 3 ff.].

### **Equity Joint Venture (EJV)**

Nach chinesischem Recht ist das „Equity Joint Venture“ (EJV) eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Gründung erfolgt über die gemeinsamen Einlagen und Investitionen. Der Gewinn oder Verlust wird nach den Beteiligungsverhältnissen aufgeteilt. Rechtlich unterliegt das „Equity Joint Venture“ (EJV) den Bestimmungen einer privatwirtschaftlichen Unternehmung in China. In China etablierte sich die Vorgehensweise, ein „Equity Joint Venture“ (EJV) für 30 bis 50 Jahre zu gründen [BBLP 2001, S. 9 ff.].

### **Cooperative Joint Venture (CJV)**

Das „Cooperative Joint Venture“ (CJV) weist gegenüber dem „Equity Joint Venture“ (EJV) den Unterschied auf, dass die Besitzanteile nicht nach den Einlagen verteilt werden, sondern frei gestaltbar sind. Eine gängige Vorgehensweise ist, dass der ausländische Partner die Technologie und der chinesische Partner die entsprechende Marktkenntnis einbringen. Nach Ablauf der vertraglich festgelegten Laufzeit erhält der ausländische Partner sein Investment und einen entsprechenden Gewinnanteil zurück [BBLP 2001, S. 9 ff.].

### **Wholly Foreign-owned Enterprise (WFOE)**

Die Unternehmensform der „Wholly Foreign-owned Enterprises“ (WFOEs) ermöglicht dem ausländischen Investor, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung zu 100% zu kontrollieren. Die Schaffung der „Wholly Foreign-owned Enterprises“ (WFOEs) wurde im Rahmen des WTO-Beitritts Chinas ins chinesische Unternehmensrecht aufgenommen. Um die heimische Wirtschaft zu schützen, sieht der Gesetzgeber in China unter anderem zwei wesentliche Beschränkungen vor. Zum einen muss die neu gegründete Unternehmung zur positiven Entwicklung der chinesischen Wirtschaft beitragen und zum anderen muss sie moderne und fortschrittliche Produktionstechnologien verwenden, wenn die Produktion für den Binnenmarkt vorgesehen ist [BBLP 2001, S. 23 ff.].

### **Holding Company (HC)**

Der chinesische Gesetzgeber sieht des Weiteren die Gründung einer „Holding Company“ („Investment Company“) für ausländische Investoren vor. Die „Holding Company“ bündelt Beteiligungen an verschiedenen Unternehmungen und hat den Vorteil, dass Bereiche wie z. B. Geschäftsführung, Personalverwaltung, Marketing, Vertrieb sowie



Forschung und Entwicklung zentralisiert werden können. Zudem darf eine „Holding Company“ den Devisenausgleich unter den Gesellschaften der Gruppe vornehmen und die Beteiligungen anderer Gesellschaften der Gruppe an anderen chinesischen Kapitalanlagen halten [Lovells 2003, S. 5].

Die Möglichkeit, eine „Holding Company“ zu gründen, existiert seit 1995 in China. Die Bedingungen sind zum einen mindestens 30 Mio. US\$ eingetragenes Kapital in mindestens zehn „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) oder mindestens 400 Mio. US\$ als Vermögenswerte in mindestens einer „Foreign Invested Enterprise“ (FIE) mit mehr als 10 Mio. US\$ eingetragendem Kapital. Die außergewöhnlich hohen Voraussetzungen zur Etablierung einer „Holding Company“ in China spiegeln sich auch in den registrierten Unternehmungen wider; lediglich ca. 350 „Investment Companies“ waren im Jahr 2004 angemeldet [Norton et al. 2006, S. 12; BBLP 2001, S. 23 ff.].

#### **Company limited by Shares (CLS) / Joint Stock Company (JSC)**

Die Unternehmensform der „Company limited by Shares“ (CLS) vereint die Vorteile eines „Wholly Foreign-owned Enterprise“ (WFOE) und einer „Holding Company“ (HC). Der ausländische Teilhaber erhält zudem die Option, die Unternehmung gänzlich zu kontrollieren, sofern er mehr als zwei Drittel der Anteile hält. Die ausländische Beteiligung muss mindestens 25% betragen, damit die Unternehmung als „Foreign Invested Enterprise“ (FIE) geführt werden darf. Eine „Company limited by Shares“ (CLS) ist für ausländische Investoren die einzige Möglichkeit, ein Listing an einer der chinesischen Börsen zu erhalten. Da die Regularien für eine „Company limited by Shares“ (CLS) zu komplex sind, ist diese Unternehmensform nicht sehr verbreitet [Norton et al. 2006, S. 2 ff.; BBLP 2001, S. 29 ff.].

#### **3.1.4.8 Klassifikation der M&A-Aktivitäten nach Unternehmensform**

Sobald der ausländische Eigenkapitalanteil mehr als 25% beträgt, können „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) steuerliche Vorteile sowie andere Vergünstigungen beantragen, die chinesische Unternehmungen nicht erhalten [Norton et al. 2006, S. 2]. Diese steuerlichen Vorteile werden bis mindestens 1. Januar 2008 (Eintrittsdatum) gewährt, da das Gesetz „Enterprise Income Tax Law of the People’s Republic of China“ vom 16. März 2007 (Beschlussdatum) die Gleichbehandlung von inländischen und

ausländischen Unternehmungen festlegt. Ab dem 1. Januar 2008 ist eine einheitliche Unternehmenssteuer von 25% vorgeschrieben [lawinfochina 2007].

Die ausländischen Unternehmensformen „Equity Joint Venture“ (EJV), „Cooperative Joint Venture“ (CJV) und „Wholly Foreign-owned Enterprise“ (WFOE) sind nach chinesischem Recht Gesellschaften mit beschränkter Haftung [Norton et al. 2006, S. 2].

Der chinesische M&A-Markt wird nach Tan [2003, S. 1-2] anhand der Zielfirmen definiert. Zum einen unterscheidet Tan „State-owned Enterprises“ (SOEs), Unternehmen mit „State-owned Interest“ (SOCs), „Collectively-owned Enterprises“ (COEs), „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) und zum anderen chinesische Firmen, die an der Börse gehandelt werden. Hierbei vereinheitlicht Tan die ausländischen Unternehmensformen und unterscheidet börsennotierte und nicht börsennotierte chinesische Unternehmungen.

Takeover (feindliche Übernahmen) sind in China von gelisteten Unternehmungen für „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) nicht erlaubt. Die neue Regelung, „The administration of takeover of listed companies procedure“, gilt nur für einheimische Unternehmungen [Tan 2003, S. 11]. Norton et al. [2006, S. 7] konkretisieren diese Aussage und fügen hinzu, dass die neuen Regularien (1. Dezember 2002) insbesondere für nicht handelbare staatliche Anteile gelten. Zudem muss ein Käufer, wenn für mehr als 30% der Anteile geboten wird, ein Angebot für alle ausstehenden Anteile vorlegen.

#### ***M&A bei „State-owned Enterprises“ (SOEs) / Unternehmen mit „State-owned Interest“ (SOCs)***

Die Anzahl von „State-owned Enterprises“ (SOEs) ist von 238.000 im Jahr 1998 auf 150.000 im Jahr 2004 gefallen [Norton et al. 2006, S. 1]. Seit 2003 fördert die Zentralregierung die Privatisierung der kleinen und mittelständischen Staatsunternehmen mittels Auktionen [Norton et al. 2006, S. 2]. Die Genehmigung zum Kauf von Anteilen an „State-owned Enterprises“ (SOEs) oder Unternehmen mit „State-owned Interest“ (SOCs) erteilen die „State Economic and Trade Commission“ (SETC) und die zugehörigen Abteilungen. Projekte über 100 Mio. US\$ müssen vom State Council genehmigt werden, wohingegen für Unternehmenskäufe bis 50 Mio. US\$ die Regionen Genehmigungen ausstellen dürfen. Bei Übernahmen dazwischen müssen beide Institutionen eingeschaltet werden. Nach der Genehmigung überprüft das „Ministry of Foreign Trade & Economic Cooperation“ (MOFTEC) die Kaufverträge [Tan 2003, S. 2].

Der Kaufpreis muss innerhalb eines halben Jahres nach Genehmigung zu 60% bezahlt worden sein. Die weiteren 40% innerhalb eines Jahres [Norton et al. 2006, S. 18].

Die Überführung von „State-owned Enterprises“ (SOEs) oder Unternehmen mit „State-owned Interest“ (SOCs) in „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) kann anhand folgender Vorgehensweisen erfolgen [Tan 2003, S. 3]:

- Verkauf der staatlichen Anteile
- Verkauf des Aktienbesitzes
- Schuldenverkauf an den Käufer („Debt-Equity-Swap“)
- Verkauf aller Vermögensgegenstände
- Durchführung einer Kapitalerhöhung oder Neuemission von Aktien

Zusammenschlüsse (Merger) von „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) und „State-owned Enterprises“ (SOEs) sind nach chinesischem Recht nicht erlaubt. Eine Ausnahme besteht dann, wenn das „State-owned Enterprise“ (SOE) eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder eine gelistete Unternehmung an der Börse ist [Tan 2003, S. 8].

Mehr als 85% der 1397 gelisteten Unternehmungen (Angaben des Jahres 2006) sind „State-owned Enterprises“ (SOEs) [Norton et al. 2006, S. 3].

### ***Nicht gelistete chinesische Staatsunternehmungen***

Die rechtliche Regelung bezüglich der M&A-Aktivitäten von nicht gelisteten chinesischen Staatsunternehmen wird von der „Tentative Provisions on the Use of Foreign Investment to Restructure State-owned Enterprises“ (SOE Restructuring Provision) geleistet, welches von der „State Economic and Trade Commission“ (SETC), „Ministry of Finance“ (MOF), „State Administration of Industry and Commerce“ (SAIC) und „State Administration of Foreign Exchange“ (SAFE) am 8. November 2002 verabschiedet wurde und am 01. Januar 2003 in Kraft trat. Hierbei sieht der Gesetzgeber fünf Möglichkeiten vor, wie die Transaktion durchgeführt werden kann. Zum einen können die Eigentumsrechte übertragen werden oder die Anteile werden verkauft. Zudem gibt es die Möglichkeit, dass die Kredite aufgekauft werden und anschließend die Kredite in Eigenkapital umgewandelt werden. Zum anderen gibt es die Möglichkeit des Kaufs von sämtlichen oder anteiligen Vermögenswerten und die Möglichkeit der Kapitalerhöhung [Norton et al. 2006, S. 9].

Dem Käufer eines nicht gelisteten chinesischen Staatsunternehmens obliegt die Aufgabe, überfällige Gehälter und Sozialabgaben zu zahlen. Zudem müssen Abfindungen inklusive der Sozialabgaben in voller Höhe beglichen werden [Norton et al. 2006, S. 10].

### ***Nicht gelistete chinesische Unternehmungen***

Die entsprechende Regelung („M&A-Rules“) zur Übernahme von nicht gelisteten chinesischen Unternehmungen wurde am 7. März 2003 vom „Ministry of Foreign Trade & Economic Cooperation“ (MOFTEC), von „State Tax Bureau“, „State Administration for Industry and Commerce“ (SAIC) und der „State Administration of Foreign Exchange“ (SAFE) verabschiedet. Demnach wird vom Gesetzgeber einerseits der „Equity M&A“-Ansatz und zum anderen der Vermögenswertekauf unterstützt. Sobald der ausländische Käufer mehr als 25% der Anteile hält, gilt die Unternehmung als „Foreign Invested Enterprise“ (FIE), wenn der Anteil 100% beträgt, wird die Firma als „Wholly Foreign-owned Enterprise“ WFOE nach chinesischem Recht geführt [Norton et al. 2006, S. 8].

### ***M&A bei „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs)***

Die vorangegangenen gesetzlichen Regelungen beziehen sich auf M&A-Aktivitäten zwischen einem ausländischen und einem chinesischen Teilnehmer. Die Richtlinien zur Übernahme von „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) durch ausländische Übernahmen sind nicht so detailliert dargelegt und lassen mehr Freiraum für unternehmerisches Gestalten [Norton et al. 2006, S. 11].

Unternehmenskäufe von „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) wurden mit der neuen Regelung vom 28. Mai 1997 stark vereinfacht. Zuvor musste ein Verkäufer eines „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) den chinesischen Partner (sofern es sich um ein Joint Venture handelte), die Regierungskommissionen und die Behörden überzeugen, bevor dem Verkauf zugestimmt wurde. Der Grund eines Verkaufes, wie z. B. Beziehungsprobleme der Partner, operative Verluste oder strategische Neuausrichtung, war oftmals nicht als Trennungsgrund ausreichend [Tan 2003, S. 5].

Seit 1997 ist der Kauf von „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) erleichtert, jedoch behalten die Regierung und die Behörden einen kontrollierenden Einfluss. So sind Unternehmenskäufe ohne Genehmigung der Behörden rechtswidrig. Ein Merger wird seit 1999 durch die „Regulations on the Merger and Division of Foreign Invested Enterprise – M&D Regulations“ (erlassen von „Ministry of Foreign Trade & Economic Cooperation“ –

MOFTEC und „State Administration of Industry and Commerce“ – SAIC) geregelt. Hierbei behält sich der Staat ebenfalls ein umfangreiches Mitspracherecht vor [Norton et al. 2006, S. 14].

### **3.2 Generelle Annahmen und Probleme bei Unternehmensübernahmen**

Geginat et al. [2006, S. 16] stellten in einer Roland Berger Studie, die 72 Großunternehmen in Deutschland und der Schweiz untersuchten, fest, dass eine Kapital-Fehlallokation das Geschäftsergebnis bis zu 10% bei einem Drittel der Unternehmen negativ beeinflusst hat. Dies liegt in der mangelnden Differenzierung der Kapitalkosten. Selbst wenn die Kapitalkosten nach den entsprechenden Risikostrukturen aufgegliedert werden, werden die Kapitalkosten lediglich geschätzt. Besonders die Ermittlung des Beta-Faktors bei nicht börsennotierten Unternehmen erweist sich als problematisch.

Copeland et al. [2002, S. 442 ff.] gehen in Bezug auf Schwellenländer (hier südamerikanische Länder) näher auf die Bilanzierungsprobleme ein. Der Ursprung der nachfolgenden Beschreibungen ist aufgrund einer starken Verbindung zu McKinsey in einem operativen Kontext zu deuten. Zum einen besitzen Schwellenländer eine Inflationsbuchhaltung, in der Wertberichtigungen der Sachanlagen stattfinden. Desweiteren weisen Schwellenländer häufig eine Hyperinflation auf, was zu einer Anpassung der Gewinn- und Verlustrechnung führt. Zum anderen ist eine zuverlässige Schätzung der Steuerzahlung nicht möglich, da das Steuersystem zu schnell geändert wird. Als Lösungsansatz wird ein DCF-Modell mit integrierten Szenarien und Länderrisikoprämien diskutiert und implementiert.

Die Vorgehensweise von Copeland et al. kann entsprechende Länderrisiken wie z. B. Wechselkursschwankungen, Inflation, Steuergesetzgebung und verschiedene Bilanzierungen erfassen, jedoch bleibt der kulturelle Aspekt unberücksichtigt. Entsprechende Szenarien würden die möglichen Kulturadjustierungen nicht in den Unternehmenswert integrieren.

### **3.3 Spezifische Annahmen und Probleme bei Unternehmensübernahmen in China**

#### **3.3.1 Makroökonomische Sichtweise – VR China im Überblick**

Großer Enthusiasmus und schnelle Umsetzung charakterisieren insbesondere Chinas wirtschaftlichen Erfolg. Im Vergleich zu Japan, Korea und Taiwan wird China oftmals als Nachzügler begriffen, der die Fehler der Nachbarstaaten nicht wiederholen wird, die in den 90er Jahren die Asienkrise hervorgerufen haben [Overholt 2001, S. 13].

In Zusammenhang mit der Asienkrise wartete China, im Gegensatz zu Japan, Korea, Thailand und Indonesien, nicht bis zum Eintreffen der wirtschaftlichen Katastrophe, sondern erkannte frühzeitig die vier Hauptprobleme des Kollapses und steuerte gezielt dagegen an. Schwarze Kredite, Verluste der staatlichen Unternehmungen, Korruption und insbesondere Inflation wurden Anfang der 90er Jahre erfolgreich bekämpft [Overholt 2001, S. 42].

Im Vergleich mit den anderen asiatischen Staaten zeigt sich China als Anführer von Reformen. Im Kontext der Globalisierung oder marktwirtschaftlichen Reformen, bescheinigen Experten China eine schnellere und politisch couragiertere Umsetzung als den Nachbarstaaten, gleichwohl hat China ein erhebliches Nachholpotential [Overholt 2001, S. 47]. Hierbei muss besonders berücksichtigt werden, welche Dimensionen China im Bereich der Population und Größe aufweist und dass China erst 1980 die ersten marktwirtschaftlichen Reformen einleitete. Nach Porter hängt ein wesentlicher Teil des Erfolges vom natürlichen Umfeld ab [Porter 1999, S. 12]. China hat durch den Beitritt zur WTO einen entscheidenden Schritt in die Stabilisierung des Umfeldes getan, ohne an Dynamik zu verlieren.

China zählt 1,3 Mrd. Einwohner, wobei die Bevölkerung mit 0,7 % jedes Jahr wächst. Mit Hilfe der Ein-Kind-Politik wurde das Bevölkerungswachstum verlangsamt. Um demografischen Schwierigkeiten zu begegnen, erlaubte die Regierung unter bestimmten Umständen mittlerweile ein zweites Kind. Im Jahr 2005 betrug das GNI pro Kopf („Gross National Income“) 1.740 US \$.

Das Wirtschaftswachstum in China ist seit über zehn Jahren auf einem sehr hohen Niveau. Die chinesische Regierung versucht, das Wachstum unter 10% zu halten. Im Jahr 2005 wuchs die chinesische Wirtschaft mit 9,9%. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum belaufen sich für 2006 auf 9,2% und für das Jahr 2007 auf 8,5% (siehe Abbildung 26).

Page [2006, S. 8] von der Unternehmensberatung PWC analysiert, dass der Werttreiber für das GDP („Gross Domestic Product“) die Exportwirtschaft und die Direktinvestitionen sind. Die Inflation wird bei ca. 4% gehalten und ermöglicht daher einen nachhaltigen Wachstumskurs.

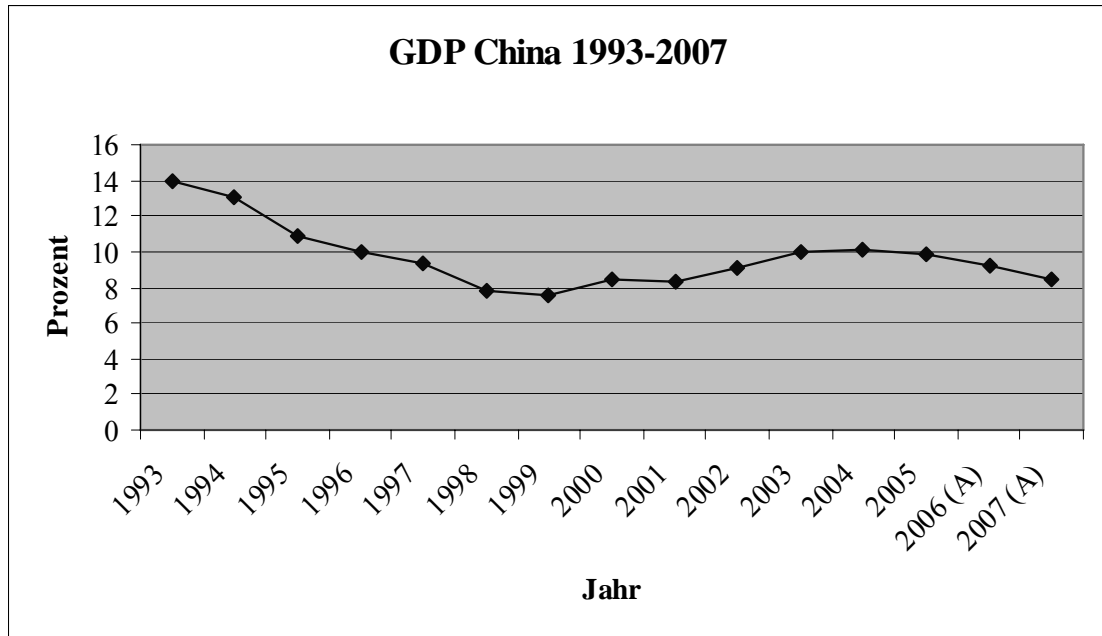


Abbildung 26: GDP China 1993-2007. A = Ausblick. Eigene Darstellung. [Quelle: Weltbank 2007a; Weltbank 2007b].

Der Quartalsvergleich zeigt jedoch bereits für das Jahr 2006 die Nichteinhaltung der prognostizierten Wachstumszahlen (siehe Abbildung 27). Das Wachstum im zweiten Quartal 2006 war mit 11,3% eines der zuwachsstärksten in den letzten Jahren. Im dritten Quartal verlangsamte sich das Wachstum auf 10,4%, da die Regierung die Vergaberichtlinien für Kredite verschärfte und die Investitionen restriktiver prüfte [Weltbank 2006, S. 1].

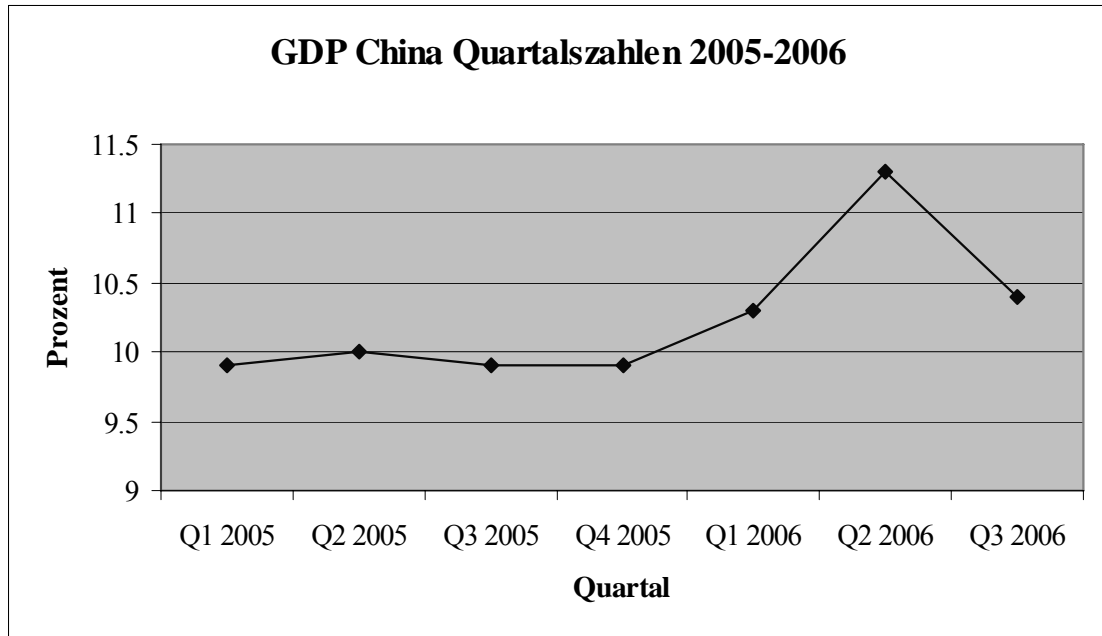


Abbildung 27: GDP China Quartalszahlen 2005-2006. Eigene Darstellung. [Quelle: Weltbank 2007a; Weltbank 2007b].

Die offizielle Arbeitslosigkeitsquote lag in China im Jahr 2005 bei 4,2% und wird 2006 leicht auf 4,4% steigen (siehe Abbildung 28). Inoffizielle Quellen gehen davon aus, dass die Arbeitslosigkeit in China weitaus höher liegt. Marode Staatsunternehmen und hohe Transferzahlungen halten zwischen 50 Mio. und 300 Mio. Angestellte aus der Arbeitslosenstatistik heraus.

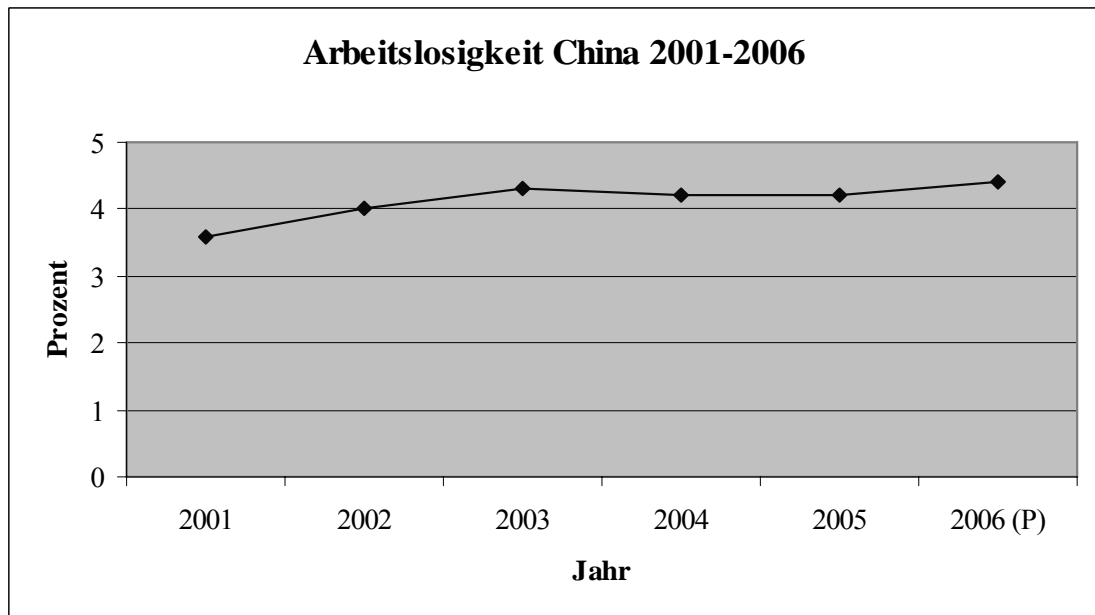


Abbildung 28: Arbeitslosigkeit China 2001-2006. Eigene Darstellung. [Quelle: Weltbank 2007a; Weltbank 2007b].



Kritiker sehen den chinesischen Immobilienmarkt als überhitzt an. Die Zentralregierung hat als Gegenmaßnahme bereits striktere Kreditvergabemethoden erlassen, die jedoch bisher kaum Wirkung gezeigt haben [Page 2006, S. 8].

Page [2006, S. 8]. bescheinigt abschließend China ein gesundes wirtschaftliches Fundament und sieht für die zukünftige Entwicklung auf dem bisherigen Wachstumsniveau keine Schwierigkeiten.

Die derzeitige Wirtschaftspolitik richtet sich nach dem 11. Fünfjahresplan von 2006 bis 2010. Die Jahrespläne stellen in China nicht mehr eine strikte Vorgehensweise dar, sondern sind vielmehr Kommunikationsplattformen zur Verbreitung der zukünftigen strategischen Ausrichtung der jeweiligen Fachgebiete [Page 2006, S. 8].

### 3.3.2 Spezifische Landesgegebenheiten des Kapitalmarktes

Im Folgenden werden die spezifischen Landesgegebenheiten des chinesischen Kapitalmarktes vorgestellt. Als Schlussfolgerung aus den nachfolgenden Ausführungen ergibt sich die Hypothese (siehe Abbildung 29):

#### Hypothese 1 (H 1): Chinesische Kapitalmarktstruktur reduziert den Kaufpreis



Abbildung 29: Kapitalmarktstruktur in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

### 3.3.2.1 Bankensystem

Das chinesische Bankensystem war von 1948 bis Anfang der 80er Jahre ein Monobankensystem. Die „Peoples Bank of China“ (PBoC) trat als Zentralbank und ebenfalls als Geschäftsbank auf. Seit Anfang der 80er Jahre ist der chinesische Bankensektor in mehreren Schritten reformiert worden. Daufenbach [1997, S. 3] sieht vier Prioritäten bei der Umgestaltung des chinesischen Bankensystems: Zum einen die Erreichung eines zweistufigen Bankensystems und die Unabhängigkeit der Zentralbank und zum anderen ein weiterer Ausbau der Geld- und Kapitalmärkte und die freie Zinsgestaltung.

Die Bankenreform wurde 1979 durch eine sektorale und funktionale Aufgabenteilung angestoßen und in den Jahren 1984 und 1994 / 1995 modifiziert.

In den Jahren 1979 bis 1984 wurden Aufgaben der Zentralbank an vier Spezialbanken („Agricultural Bank of China“ – ABC, „Bank of China“ – BoC, „Industrial and Commercial Bank of China“ – ICBC, „Peoples Construction Bank of China“ – PCBC) abgegeben, die die Geschäftsbankfunktionen übernahmen. Die jeweiligen Spezialbanken erhielten unterschiedliche Schwerpunkte. Die „Agricultural Bank of China“ (gegründet 1979) ist verstärkt in der Abwicklung von landwirtschaftlichen Projekten involviert, wohingegen die „Bank of China“ (gegründet 1908) im Bereich der Fremdwährungsgeschäfte und des Im- und Export spezialisiert ist. Staatliche Investitionsprogramme werden nachfolgend von der „Peoples Construction Bank of China“ (gegründet 1954) betreut. Die „Industrial and Commercial Bank of China“ (gegründet 1984) erhielt das gesamte Filialnetz der „Peoples Bank of China“ (Zentralbank) und setzt die kommerziellen Geschäfte der „Peoples Bank of China“ fort [Shirai 2002, S. 53]. Zudem wurde eine Investmentbank („China Investment Bank“ – CIB) im Jahre 1981 gegründet, die Daufenbach [1997, S. 5] als Staatsbank deklariert, die als Aufgabe die Verwaltung von Geldern supranationaler Behörden (z. B. IWF, Weltbank) hat.

Das Bankensystem der Volksrepublik China ist in Abbildung 30 dargestellt.

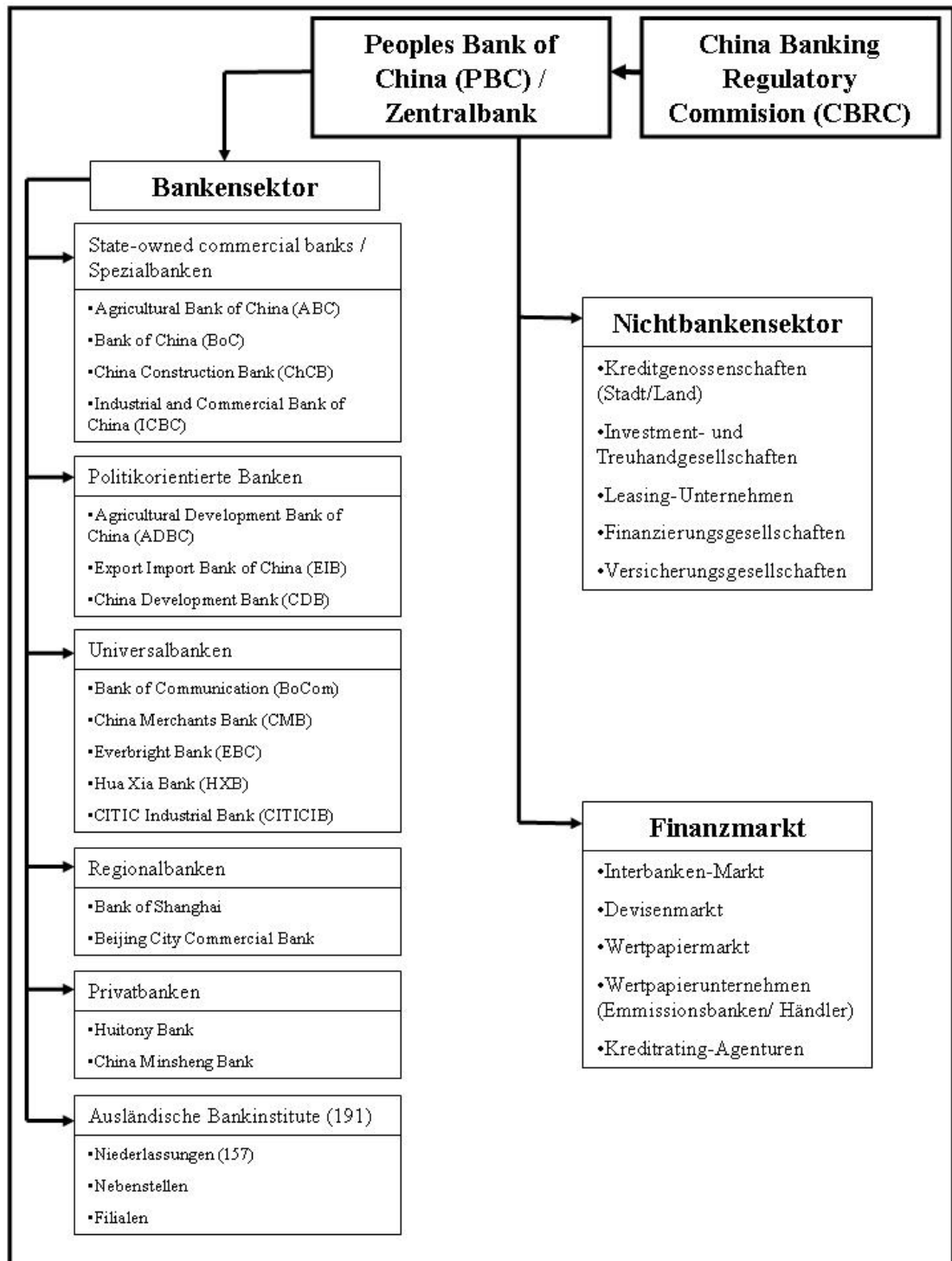


Abbildung 30: Bankensystem der VR China. Eigene Darstellung. [Quelle: Daufenbach 1997, S. 49; Shirai 2002, S. 50; Garcia-Herrero et al. 2005, S. 52].

Die erste Stufe der Umstrukturierung des einstufigen in ein zweistufiges Bankensystem war 1984 (bzw. 1985 nach einer einjährigen Übergangszeit) abgeschlossen, als die „Peoples Bank of China“ (PBoC) sich auf die Zentralbankfunktion konzentrierte

[Wassmuth 2004, S. 228]. Per Gesetz soll die Zentralbank folgende Aufgaben übernehmen [Daufenbach 1997, S. 26]:

- Formulierung und Umsetzung der Geldpolitik auf der Basis der Gesetze
- Ausgabe der Landeswährung (RMB) und Überwachung des Geldumlaufs
- Genehmigung und Überwachung der Finanzinstitutionen und Finanzmärkte gemäß der Gesetzgebung
- Ausarbeitung von Regeln und Bestimmungen bzgl. der Finanzaufsicht
- Aufbewahrung, Verwaltung und Management der staatlichen Währungs- und Goldreserven
- Management der Staatskasse
- Abwicklung des Zahlungsverkehrs
- Analyse und Erstellung von statistischen Daten bzgl. des Finanzsektors
- Beschäftigung mit internationalen Finanzaktivitäten
- Durchführung sämtlicher festzulegender Aufgaben des Staatsrates

Daufenbach [1997, S. 19] bezweifelt die Befähigung der Zentralbank, die vorgegebene Geldpolitik bei den regionalen Zweigstellen umzusetzen, und zwar aufgrund eines schwer durchschaubaren, informellen Netzwerkes persönlicher Beziehungen – „Guanxi“ (siehe Kapitel 4.2.2). Die Zweigstellen werden von den regionalen Politikern zur Umsetzung von lokalen Wachstums- und Industrieprojekten eingesetzt [Daufenbach 1997, S. 20]. Der Zentralbankpräsident (Juli 1993 – Mai 1995) Zhu Rongji forderte die regionalen Zweigstellen dazu auf, die Geldpolitik nach den Weisungen der Zentralbank umzusetzen. Er versuchte damit, die gängige Praxis der illegalen Investitionskapitalbeschaffung, die illegale gegenseitige Kreditgewährung, illegale Hochzinskredite und die Gründung illegaler Pseudofinanzinstitute, zu unterbinden [Daufenbach 1997, S. 20].

Die zweite Stufe der Bankenreform begann 1994 mit der Abspaltung und Etablierung der politikorientierten Banken („State Development Bank“ – SDB, „Export- und Import Bank of China“ – ExImBank und „Agricultural Development Bank of China“ – ADB) von den Spezialbanken [Shirai 2002, S. 54].

Garcia-Herrero et al. [2005, S. 10] attestieren dem chinesischen Bankensystem im Jahr 2004 in einer Studie der „Banco De Espana“ eine Wandlung zur Diversifizierung der Marktanteile zwischen „State Owned Commercial Banks“ (SOCB) mit 54,6% und den aufsteigenden Banken wie z. B. „Joint-Stock Commercial Banks“ (JSCB) und den „City Commercial Banks“ (CCB) mit 15% der Vermögenswerte (siehe Abbildung 31).

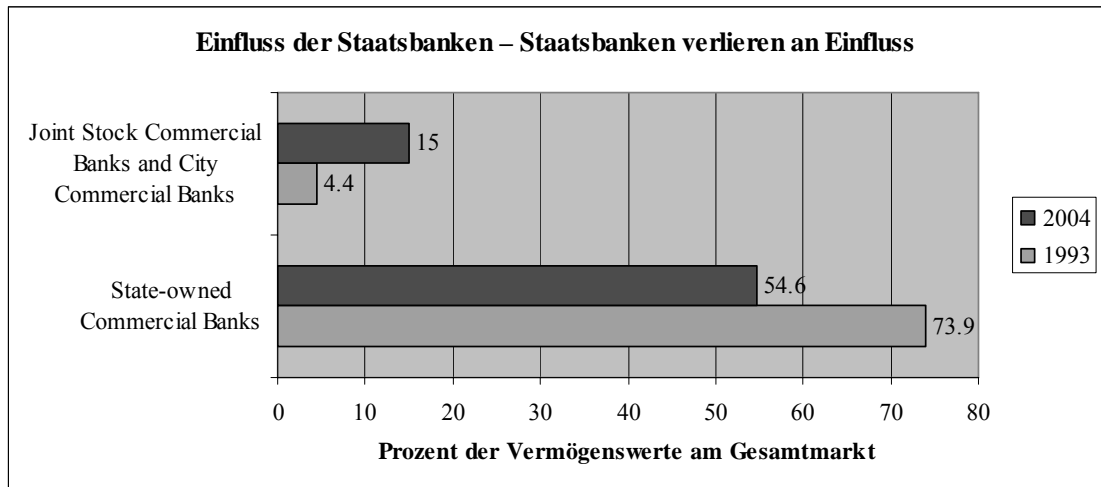


Abbildung 31: Einfluss der Staatsbanken – Staatsbanken verlieren an Einfluss. Eigene Darstellung. [Quelle: Garcia-Herrero et al. 2005, S. 10].

Zu einem ähnlichen Ergebnis kam die Unternehmensberatung McKinsey [2006, S. 3], die die Vermögenswerte der staatlichen Banken ins Verhältnis zu denen der privaten Banken stellte. Im Jahr 1990 waren noch 90% aller Vermögenswerte sämtlicher Banken staatlich, dahingegen lagen 2004 bereits 17% bei den Privatbanken.

Die Kredite machen einen großen Teil der Vermögenswerte der chinesischen Banken aus. Die vier Spezialbanken vergaben 92,1% der Vermögenswerte im Jahre 2003 als Kredite. Hierbei spiegelt sich die politische Relevanz der Spezialbanken für die Industriepolitik wider. Der Bereich der „State Owned Commercial Banks“ (SOCB) und „Joint-Stock Commercial Banks“ (JSCB) (60,3% und 60,5%) nähert sich dem europäischen Durchschnitt mit 45,5% an. Zudem stellten fast sämtliche Verbindlichkeiten (89%) Sicherheiten dar [Garcia-Herrero et al. 2005, S. 11].

Ein weiteres Merkmal des chinesischen Bankensystems ist das hohe Verhältnis zwischen „Non Performing Loans“ (NPL) und den Gesamtkrediten. Im Jahre 2003 entsprach das Verhältnis 20% im Gegensatz zum europäischen Durchschnitt von 3,1% [Garcia-Herrero et al. 2005, S. 12].

Die größte Herausforderung bei der Umstrukturierung stellt nach Garcia-Herrero et al. [2005, S. 10] die Größe des Bankenmarktes dar. Das chinesische Bankensystem ist das sechstgrößte der Welt (Bankkredite in US\$).

Bekier et al. [2005, S. 119] von der Unternehmensberatung McKinsey empfehlen zur weiteren Reformierung des Bankensystems eine weitere Verbesserung des Risikomanagements und der Unternehmensführung.

Universalbanken sind Geschäftsbanken ohne Beschränkung des Geschäftsbereiches. Die Eigentümerstrukturen der Banken sind denjenigen durchgängig staatlicher Unternehmen gleich. So wurde die „Bank of Communication“ (BoCom) 1987 wiedergegründet als Joint Venture staatlicher Unternehmen (35%), lokaler Regierungen (42%) und der Zentralbank (23%). Universalbanken sind verstärkt regional aufgestellt. Die „Everbright Bank of China“ (EBC) öffnete sich als erste chinesische Bank für ausländische Investoren und wies eine Beteiligung der „Asian Development Bank“ auf [Daufenbach 1997, S. 8].

Regionalbanken sind mit politischer Motivation gegründete Geldinstitute der Provinzregierungen, die eine von der Zentralregierung unabhängige Wirtschaftspolitik, mit eigener Finanz- und Investitionsregulierung, betreiben sollen [Daufenbach 1997, S. 9].

Die erste Privatbank („Huitony Bank“) wurde 1994 von Wirtschaftswissenschaftlern in der Region Chengdu gegründet. Der Schwerpunkt der Privatbanken liegt auf dem privaten Unternehmertum [Daufenbach 1997, S.10].

Die ausländischen Bankinstitute spielen in China noch eine untergeordnete Rolle. Die 191 registrierten Banken erreichen zusammen 1,5% der gesamten Vermögenswerte [Garcia-Herrero et al. 2005, S. 54].

### **3.3.2.2 Kreditvergabe**

Wasmuth [2004, S. 277] befürwortet die Einführung eines externen Kreditrating, um die unbemerkte Mehrfachaufnahme von Krediten zu unterbinden. Die Kreditnehmer können bei gezielter und gleichzeitiger Mehrfachaufnahme von Krediten bei verschiedenen Kreditinstituten die gleichen Sicherheiten ausweisen, ohne dass ein erhöhtes Ausfallrisiko den Banken sichtbar gemacht wird.

Zudem bemängelt Wassmuth [2004, S. 278] die gängige Praxis der „Delta-Kredite“. Hierbei werden Kredite ohne Kenntnis der Banken innerhalb des „Guanxi“-Netzwerkes (siehe Kapitel 4.2.2) weitergereicht. Diese inoffizielle Kreditvergabe innerhalb des Netzwerkes reduziert die Zahlungsmoral des eigentlichen Kreditnehmers, da dieser die persönliche Verantwortung für den Kredit weitergereicht hat. Zudem kann angenommen werden, dass die Kreditwürdigkeit eines in der Delta-Kette weiter hinten liegenden Kreditnehmers als niedrig einzustufen wäre, da er sonst den Kredit direkt von einer Bank bekommen hätte.

Die geringe eigenmotivierte Kontrolle der Banken wird ebenfalls von Wassmuth [2004, S. 278] bemängelt. Das Bankensystem garantiert den Kreditinstituten implizit die Übernahme der uneinbringlichen Forderungen durch den Staat.

Norton et al. [2006, S. 17] kommen zu dem Schluss, dass eine Fremdfinanzierung durch Banken in China sehr stark durch die vorherrschenden Gegebenheiten eingeschränkt ist. Hierbei ist weniger entscheidend, dass die Banken eher zurückhaltend agieren, vielmehr existieren Verbote und Regelungen bei der Konvertibilität des Renminbi (RMB) und beim Fundraising. Zudem dürfen FIEs keine Kredite bereitstellen, sofern es sich nicht um Banken handelt. Außerdem gilt die beschränkte Rückkonvertierbarkeit des RMB als Hindernis für Bankgeschäfte.

### **3.3.2.3 Rating**

Wassmuth [2004, S. 278] sieht als Ausweg aus der mangelnden Kontrolle bei der Kreditvergabe die Etablierung einer externen und zentralen Ratingagentur.

Ratingagenturen sind im chinesischen Finanzsystem seit 1988 aktiv. Die „Shanghai Far East Credit Rating Co. Ltd.“ wurde in Shanghai gegründet und die 1992 in Beijing etablierte und größte Agentur des Landes „China Cheng Xin Securities Rating Co. Ltd.“ ging frühzeitig Kooperationen mit ausländischen Ratingagenturen ein und firmiert seit 1999 als „China Cheng Xin International Credit Rating Co. Ltd.“. Ebenfalls am Markt vertreten ist Moody's in Kooperation mit Dagong Global Credit Rating Co. Ltd., der drittgrößten Ratingagentur [Wassmuth 2004, S. 285].

Im Zuge der Liberalisierung des Finanzumfeldes wurden ca. 90 Ratingagenturen gegründet, von denen sich nur ca. 50 etablieren konnten. Shanghai bildet hierbei den

Finanzmittelpunkt mit ca. 30 Agenturen. Haupttätigkeitsfelder sind die Erstellung allgemeiner Unternehmens- und Personenauskünfte. Neben den klassischen Informationsquellen (Bilanz und Veröffentlichungen) integrieren chinesische Ratingagenturen zusätzliche Quellen wie z. B. Regierungsstellen, Kontaktpersonen und Kontaktnetzwerke [Wassmuth 2004, S. 285 ff.].

Wassmuth [2004, S. 308] attestiert dem Ratingsystem gewisse chinesische Besonderheiten wie die Notwendigkeit von Flexibilität, die Berücksichtigung der fehlenden gesellschaftlichen Kredit- und Risikokultur, sowie einen fehlenden rechtlichen Rahmen.

#### **3.3.2.4 Aktienmarkt**

Der chinesische Aktienmarkt wird in „A-Shares“ und „B-Shares“ unterteilt. Die Trennung dieser beiden Anteilsarten ergab sich aus der Zugänglichkeit für chinesische Investoren („A-Shares“) und für ausländische Investoren („B-Shares“). „B-Shares“, vergleichbar mit deutschen Vorzugsaktien, sind seit 2001 auch für chinesische Investoren zugänglich, und „A-Shares“ sind unter speziellen Umständen auch für ausländische Investoren erwerbbar. Der Unterschied liegt einerseits in der Mitbestimmung und andererseits werden „A-Shares“ in RMB ausgezeichnet, börsennotiert und gehandelt, wohingegen „B-Shares“ zwar in RMB ausgezeichnet werden, jedoch in US\$ (Shanghai Stock Exchange) und HK\$ (Shenzhen Stock Exchange) börsennotiert und gehandelt werden.

Zudem gibt es „H-Shares“ (chinesische Unternehmungen, deren Aktien an der Hongkonger Börse gehandelt werden), „N-Shares“ (chinesische Unternehmungen, deren Aktien an der New Yorker Börse gelistet sind) und „L-Shares“ (chinesische Unternehmungen, deren Aktien an der Londoner Börse gelistet sind). Diese Aktienarten haben gemein, dass sie zum einen in China sehr selten vorkommen und zum anderen ausländischem Recht unterliegen. Daher wird auf eine weitere Erläuterung im Rahmen dieser Arbeit darauf verzichtet.

Der Zugang zu „A-Shares“ war bis zum Jahr 2003 lediglich chinesischen Händlern erlaubt, seitdem können institutionelle ausländische Investoren, die eine Erlaubnis zum Handeln vorlegen können, am Handel teilnehmen. Dahingegen sind „B-Shares“ für ausländische Investoren und chinesische Händler verfügbar [Norton et al. 2006, S. 2]. Die entsprechende Regelung, „Provisional Rules on the Management of Investments in Domestic Securities“ vom „Qualified Foreign Institutional Investors“ (QFII Rules),



verfasst von der „China Securities Regulatory Commission“ (CSRC) und der „People’s Bank of China“ trat im Dezember 2002 in Kraft [Norton et al. 2006, S. 4]. Ab 31. Januar 2006 gilt ein spezielles Gesetz für Akquisitionen umgewandelter „A-Shares“, das vom „Ministry of Commerce“ (MOFCOM) und „China Securities Regulatory Commission“ (CSRC) erlassen wurde [Norton et al. 2006, S. 5].

85% der gelisteten Unternehmungen sind „State-owned Enterprises“ (SOEs) [Norton et al. 2006, S. 5]. Bis zu 80% der Aktien einer Unternehmung sind im direkten Staatsbesitz. Shi und Weisert [2002, S. 3] weisen darauf hin, dass staatlicher Aktienbesitz und eine vorbildliche Corporate Governance nicht in Übereinklang zu bringen sind. Die chinesische Regierung hat dieses Problem erkannt und versuchte unlängst, den Aktienbesitz zu verringern, jedoch aufgrund der befürchteten Kursverluste und zahlreicher Proteste von Privatinvestoren wurde der Plan nicht durchgeführt.

Zudem können ca. 60% der Anteile an den chinesischen Börsen nicht frei gehandelt werden („non-tradable shares“), sondern nur vom staatlichen Besitzer zu einer anderen „legalen“ Person verkauft werden. Diese Beschränkungen wurden im Jahr 2003 vom CSRC, dem „Ministry of Finance“ (MOF) und der „State Economic and Trade Commission“ (SETC) aufgehoben. Die neue Regelung sieht vor, dass die Anteile an „State-owned Enterprises“ (SOEs) per öffentlicher Versteigerung angeboten werden sollen, jedoch gilt in der Praxis das direkte Gespräch zwischen Anbieter und Nachfrager als zielführender [Norton et al. 2006, S. 5].

Die Shanghai Stock Exchange (SHGSE – Börse von Shanghai) veröffentlichte Ende 2002 einen Bericht, wonach 78% der notierten 729 Unternehmen vom Staat kontrolliert werden. Hierdurch wird nochmals ersichtlich, dass der Aktienmarkt in der Vergangenheit als Finanzierungsmöglichkeit für Staatsunternehmen und nicht als Privatisierungsinstrument fungierte [Green 2004, S. 9].

Aktien eines staatlichen Unternehmens („State-owned Enterprise“ – SOE) dürfen normalerweise nicht an der Börse gehandelt werden. Die chinesische Zentralregierung initiierte im April 2005 einen Versuch, wonach staatliche nicht handelbare Anteile in „A-Shares“ umgewandelt werden dürfen. Die beiden chinesischen Börsenplätze in Shanghai und Shenzhen registrierten bis November 2005 bereits 270 Anträge auf Umwandlung (Norton et.al. 2006, S. 2). Dies wird den M&A-Prozess weiter vereinfachen und staatliche Unternehmungen stärker in das Interesse internationaler Übernahmen stellen.

Die letzte Reform des Aktiengesetzes (2006) ermöglicht die Umwandlung von nicht handelbaren Anteilen in handelbare Anteile, was bereits 60% der gelisteten Unternehmungen in Anspruch genommen haben. Zudem konnte durch diese Lockerung des Aktiengesetzes der Aktienmarkt attraktiver gemacht werden [Page 2006, S. 8].

Der hohe staatlich gehaltene Aktienanteil stellt den Versuch der Regierung dar, einen möglichst großen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung zu behalten. Weitere nicht handelbare Aktien sind so genannte Juristische-Personen-Aktien und Belegschaftsaktien. Der Anteil nicht handelbarer Aktien wird auf 60-70% aller Aktien geschätzt.

### **3.3.2.5 Antitrust**

Burke [2006, S. 1] verweist im Zusammenhang mit dem chinesischen Kartellrecht (Antitrust) auf Verwaltungsprozesse, bei denen undurchsichtig ist, welche M&A-Transaktionen vom „Ministry of Commerce“ (MOFCOM) geprüft werden und welche nicht. Die Regierungsbehörde dereguliert und kontrolliert einerseits die Konzentration der Marktmacht in Industriebereichen und andererseits die Marktmacht über Unternehmungen in Schlüsselindustrien.

Die chinesische Regierung strebt ein neues Monopolgesetz für das Jahr 2007 an, in dem bisherige Vorgehensweisen und Regularien vereinheitlicht werden sollen. Der Entwurf sieht vor, dass bei großen Übernahmen das „Ministry of Commerce“ (MOFCOM) und die „State Administration of Industry and Commerce“ (SAIC) involviert werden müssen, wenn [SN&R; B&Y 2006, S. 2]:

- 1) eine Vertragspartei mehr als 1,5 Mrd. US\$ Umsatz im letzten Jahr erzielt hat,
- 2) der ausländische Käufer mehr als 10 Unternehmungen in der gleichen Industrie im selben Jahr erworben hat,
- 3) eine Vertragspartei eine marktbeherrschende Stellung von mindestens 20% hat,
- 4) nach der Transaktion ein Vertragspartner mehr als 25% Marktbeherrschung aufweist.

Die chinesischen Behörden haben 90 Tage Bearbeitungszeit.

Des Weiteren prüfen die chinesischen Regierungsbehörden M&A-Transaktionen außerhalb Chinas, wenn [SN&R; B&Y 2006, S. 2]:

- 1) eine ausländische Vertragspartei mehr als 3 Mrd. US\$ Vermögenswerte in China besitzt,
- 2) eine ausländische Vertragspartei mehr als 1,5 Mrd. US\$ Umsatz in China im letzten Jahr erzielt hat,
- 3) eine ausländische Vertragspartei mehr als 20% Marktbeherrschung hat,
- 4) nach der Transaktion ein Vertragspartner mehr als 25% Marktbeherrschung in China hat,
- 5) nach der Transaktion die ausländische Vertragspartei mehr als 15 direkte oder indirekte Unternehmensbeteiligungen („Foreign Invested Enterprise“ – FIE) in verwandten Industrien besitzt.

Sobald die M&A-Transaktion einen der oben genannten Sachverhalte darstellt, kann bei dem „Ministry of Commerce“ (MOFCOM) und der „State Administration of Industry and Commerce“ (SAIC) ein Ausnahmeantrag gestellt werden, mit den folgenden Begründungen [SN&R; B&Y 2006, S. 3]:

- 1) Der Wettbewerb wird verbessert.
- 2) Die Unternehmung wird restrukturiert, verlustbringende Unternehmensteile werden veräußert und letztlich Arbeitsplätze gesichert.
- 3) Hochtechnologie wird eingesetzt und die internationale Wettbewerbsposition wird gestärkt.
- 4) Die Umwelt wird nachhaltig geschont.

Eine weitere Betrachtung des Kartellrechts wird nicht weiter fortgeführt, da zum einen das Kartellrecht noch in der Entstehungsphase ist und es zum anderen für die Kulturbetrachtung bei chinaspezifischen M&A-Transaktionen nicht von Relevanz ist.

### **3.3.2.6 Steuern**

Der chinesische Gesetzgeber hat kein explizit für M&A-Aktivitäten gültiges Steuergesetz. Allgemeine Regelungen und Gesetze werden je nach Anwendbarkeit auf M&A-Geschäfte übertragen. Zu den anfallenden Steuerarten gehören die Einkommenssteuer, Mehrwertsteuer, „Business“-Steuer und verschiedene Transaktionssteuern (z. B. Urkundensteuer). Die Ermittlung der Steuerlast wird durch Steuervergünstigungen (z. B. „Tax-Holiday“), die „Foreign Invested Enterprises“ (FIEs) in gewissen Provinzen und Sonderwirtschaftszonen gewährt werden, erschwert [Norton et al. 2006, S. 18].

Die oben genannten Bemerkungen bestätigt Wang [2005, S. 1] von der Deloitte & Touche Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Ein so genanntes Steuergesetz für den Unternehmenskauf gibt es nicht. Vielmehr greifen verschiedene Erlässe des Finanzministeriums, des Wirtschaftsministeriums und der Steuerbehörde.

„Natürlich leiden auch die den Unternehmenskauf betreffenden Bestimmungen an mehreren Stellen an der mangelnden Praktikabilität und Inkonsistenz wie das ganze Steuersystem an sich.“ [Wang 2005, S. 1].

Die Darlegung der gesamten chinesischen Steuergesetzgebung würde den Rahmen dieser Arbeit überschreiten. Die steuerliche Belastung eines M&A-Geschäftes kann zudem als kulturell unabhängig betrachtet werden. Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf die Unternehmensbewertung, den Kaufpreis und die Kaufpreisfindung bei M&A-Aktivitäten vor den Steuern.

### **3.3.2.7 Bilanzen**

Bilanzen und Bilanzierungsregeln gelten in China gemeinhin als nicht aussagefähig und flexibel auslegbar. Im Folgenden werden nur einige Problemfelder der Bilanzierung skizziert. Die umfangreiche Diskussion der Rechnungslegungsstandards („International Accounting Standards“ – IAS, „International Financial Reporting Standards“ – IFRS, „US – General Accepted Accounting Principles“ – US-GAAP, „China – General Accepted Accounting Principles“ – China-GAAP) und deren Konvertierungsfähigkeit würden den Rahmen dieser Arbeit überschreiten. Zudem gilt im chinesischen Rechtsraum der China-GAAP, weshalb eine ausgeweitete Diskussion für die Kulturadjustierung von

Bewertungsmodellen keinen Mehrwert bringen würde. Folgend wird auf die wichtigsten Unterschiede zwischen China-GAAP und IAS / IFRS verwiesen.<sup>7</sup>

Unter „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) werden Internationale Rechnungslegungsvorschriften zusammengefasst, mit deren Hilfe Unternehmungen im globalen Kontext vergleichbar gemacht werden. Die „International Accounting Standards“ (IAS), als zentraler Bestandteil des „International Financial Reporting Standards“, stellen die kapitalmarkt-orientierte Rechnungslegung in den Vordergrund und ersetzen den herkömmlichen Kostenansatz. Bezeichnend für den kapitalmarkt-orientierten Ansatz ist die gezielte Bereitstellung von Informationen für die Kapitalmarktteilnehmer. Das Ziel der modernen Rechnungslegung ist es, die wahren Verhältnisse des Unternehmens zeitnah, umfassend und in verständlicher Form offen zu legen [AX-NET 2007].

Das China-GAAP wurde in zahlreichen Harmonisierungswellen von einem Kostenansatz hin zur kapitalmarkt-orientierten Rechnungslegung umgestaltet. Die letzte Version ist seit dem 1. Januar 2007 in Kraft und gleicht das China-GAAP fast vollständig den „International Accounting Standards“ an. Die überarbeiteten Standards müssen in China seit dem 1. Januar 2007 bei börsennotierten Unternehmungen zwingend angewendet werden. Die Anwendung der Standards auf nicht börsennotierte Unternehmungen ist zeitlich noch nicht geklärt [Kayser et al. 2006, S. 4].

Kayser et al. [2006, S. 6] attestieren den neuen Rechnungslegungsvorschriften einen hohen Nutzwert für Investoren. Insbesondere die verbesserte Berücksichtigung marktnaher Daten und Opportunitätskosten (z. B. bei der Diskontierung von Forderungen) ermöglicht einen qualitativ hochwertigen Entscheidungsprozess bei Unternehmensübernahmen.

Durch die weitestgehende Angleichung des „International Accounting Standards“ und des China-GAAP werden chinesische Unternehmen international vergleichbar. Das China-GAAP weist jedoch einige chinaspezifische Besonderheiten auf. Zum einen betrifft es die Wertaufholung bei vorangegangener Wertminderungsabschreibung und die Zuwendungen der öffentlichen Hand. Zum anderen wird ein Sonderweg bei der Berichterstattung über Beziehungen zwischen nahe stehenden Staatsunternehmen gegangen [Kayser et al. 2006, S. 4].

---

<sup>7</sup> Für eine detaillierte Betrachtung siehe Deloitte [2006].

Jedoch warnen Kayser et al. [2006, S. 6] vor zu hohen Erwartungen an die gängige Praxis. Zum einen fehlen international ausgebildete Rechnungslegungsexperten und zum anderen ist die Umsetzungszeit für börsennotierte Unternehmen zu knapp bemessen.

Green [2004, S. 20] von der Deutschen Bank Research sieht einen klaren Trend für eine Besserung der ordnungsgemäßen Rechnungslegung in China. Die Kurs- und Gewinnmanipulation sind aufgrund der strikteren Strafen stark zurückgegangen. Daraufhin bringen immer mehr Analysten den chinesischen Bilanzen insbesondere der börsennotierten Unternehmungen Vertrauen entgegen.

Um eine abschreckende Wirkung zu erreichen, veröffentlicht die staatliche Wertpapieraufsichtsbehörde („China Securities Regulatory Commission“ – CSRC) Einzelheiten von begangenen Straftaten auf ihrer Homepage. Zudem sind ungefähr 15 Unternehmen wegen Betruges und Manipulation von Kleinaktionärsvereinigungen angeklagt und vor Gericht gebracht worden [Green 2004, S. 17].

Ernst & Young [2006, S. 10] warnen vor der Nichtkonvertibilität von China-GAAP und US-GAAP. Bei der Übertragung von China-GAAP in ein restriktiveres Rechnungslegungsregelwerk kommt es häufig zu geringer ausgewiesenen Umsätzen und zu einem verringerten Gewinn, da z. B. Aktienoptionen anders bewertet werden müssen.

Die Unternehmensberatung PWC [2005, S. 10] kommt zu dem Ergebnis, dass China-GAAP in der Theorie den Bilanzierungsprozess transparenter gestaltet, jedoch in der Praxis die Unternehmungen die neue Reform aus dem Jahr 1991 erst noch erlernen müssen. Die traditionelle Bilanzierungsart auf Basis von Ein- und Auszahlungen ist stark im Bewusstsein der entsprechenden Manager verankert. Die Notwendigkeit von Rückstellungen, z. B. für Gewährleistungen, Abschreibungen auf uneinbringbare Forderungen und Bewertung der Vorräte zum niedrigeren Marktwert, ist nur schwer vermittelbar.

### **3.3.2.8 Informationseffizienz**

Pape et al. [2000, S. 328] definieren den informationseffizienten Kapitalmarkt als:

„ein[en] Markt, auf dem Aktienkurse als Marktpreise alle verfügbaren Informationen widerspiegeln.“

Der Kapitalmarkt gilt als informationseffizient, wenn keine überdurchschnittlichen Renditen mehr erzielbar sind, da sämtliche Informationen bereits im Preis enthalten sind [Pape et al. 2000, S. 330].

Fama [1970, S. 383 ff.], der Begründer der Kapitalmarkteffizienztheorie, unterscheidet drei Formen der Markteffizienz: die schwache Form („weak form“), die semi-starke Form („semi strong form“) und die starke Form („strong form“). Die empirische Vorgehensweise basiert auf der Fragestellung, welche Informationen im Preis noch nicht enthalten und daher geeignet sind, Überrenditen zu erzielen.

Schwache Informationseffizienz bezeichnet den Zustand, dass vergangenheitsorientierte Kursdaten keinen Ausblick auf die zukünftige Kursentwicklung geben. Die gewonnenen Informationen sind bereits im aktuellen Aktienkurs berücksichtigt. Fama [1991, S. 1576] konkretisierte dies nochmals und fasste die zurückgewandte Datenauswertung als „tests for return predictability“ zusammen. Da sämtliche Kursdaten der Vergangenheit öffentlich ausliegen, kann kein Marktteilnehmer durch die Verwendung dieser Informationen erhebliche Gewinne erzielen.

Die semi-starke Form liegt vor, wenn sämtliche vergangenheitsorientierten Daten (Geschäftsberichte, Artikel, Fachaufsätze, Analysen, Zeitschriften und Zeitungen) im Aktienkurs bereits berücksichtigt sind. Aktienkurse passen sich unendlich schnell an neue Informationen an, daher kann auch in diesem Fall ein Marktteilnehmer keine erheblichen Gewinne erzielen [Fama 1991, S. 1601].

Die starke Form der Informationseffizienz ist dadurch gekennzeichnet, dass sämtliche Daten (private Informationen und solche der semi-starken Form) im Marktpreis enthalten sind. „Tests for private information“ geben Auskunft darüber, ob die starke Informationseffizienz vorliegt [Fama 1991, S. 1603 ff.]. Verfechter der starken Informationseffizienztheorie behaupten, dass es so etwas wie Geheimnisse in der Realität nicht geben würde und unternehmerische Erfolge und Misserfolge nicht verheimlicht werden können [Pape et al. 2000, S. 334]. Daher können Marktteilnehmer, die im Besitz dieser Informationen sind, keine erheblichen Gewinne erzielen.

In China kann bereits die semi-starke Informationseffizienz der Kapitalmärkte bezweifelt werden:

- 1) Bilanzen und Geschäftsberichte (siehe Kapitel 3.3.2.7) sind in China wenig aussagefähig. Die Qualität und öffentliche Einsichtnahme der Berichte verbessert sich. Jedoch sind chinesische Unternehmen weit davon entfernt, Bilanzen und Geschäftsberichte transparent zu gestalten.
- 2) Der Staat hält über 50% der gesamten Aktien. Zudem erlässt der Staat sämtliche Regelungen und Gesetze, die den Kapitalmarkt betreffen. Hier könnte der Staat als Insider gelten, der Geheimnisse kennt und diese in seinem Interesse benutzt. Der Staat tritt einerseits als Eigentümer auf und andererseits als makroökonomischer Gestalter.
- 3) Chinesische Unternehmer sind stark in einem Netzwerk eingebunden, dem so genannten „Guanxi“ (siehe Kapitel 4.2.2). Innerhalb dieses Netzwerkes wird informell kommuniziert, Absichten werden formuliert und Konflikte gelöst. [Herrmann-Pillath 1997, S. 15]. Der Verkauf von Informationen außerhalb des „Guanxi“ kann bezweifelt werden, da es sich oftmals um Interessens- und Abhängigkeitsnetzwerke handelt. Somit herrscht eine Informationsasymmetrie zwischen den Mitgliedern des „Guanxi“-Netzwerkes und den übrigen Kapitalmarktteilnehmern. Das Insiderwissen wird innerhalb des Netzwerkes geschützt und verwertet.

Abschließend soll auf Akerlof [1970] verwiesen werden, der ein mögliches Marktversagen bei Qualitätsunterschieden der Informationen anhand des Gebrauchtwagenmarktes beschrieb. Besitzt eine Marktseite einen Informationsvorsprung, so kann sie diese Vorteile für sich geltend machen. In der Folge würde kein Marktteilnehmer mit einem besseren Produkt auf dem Markt mehr anzutreffen sein (adverse Selektion). Der Markt wäre nur noch mit „Zitronen“ gefüllt. In dieser Hinsicht ist zu begrüßen, dass die chinesische Regierung die Bilanzierungsregeln verschärft und genauer überprüft.



## **4 Chinesische Kultur und Übertragung auf M&A-Transaktionen**

Das Verständnis der chinesischen Kultur gilt als Schlüssel für den wirtschaftlichen Erfolg in China. Der chinesische Kulturmix aus Daoismus, Konfuzianismus und Buddhismus stellt das verbindende Element dar, das das chinesische Festland zusammenhält [Kiefer 1995, S. 21]. Die chinesische Kultur integriert westliche Philosophien und Lehren, um die Weiterentwicklung der eigenen Kultur zu gewährleisten. Genau so wurde über die Zeit der Buddhismus aus Indien integriert [Kiefer 1995, S. 155]. Diese Offenheit gegenüber neuen Theorien kann auf die Unternehmensbewertung übertragen werden, sofern die neuen Ansätze in bisher bekannte Lehren integriert werden. Im folgenden Kapitel werden zunächst die Kulturdefinitionen und Kulturmodelle vorgestellt, und anschließend wird die chinesische Kultur detailliert dargestellt. Auf den Kulturunterschieden aufbauend findet eine Übertragung der Kultur auf M&A-Transaktionen statt. Hierbei steht die Unternehmensbewertung im Mittelpunkt.

### **4.1 Definitionen und Grundlagen**

Kultur wird in der Literatur nicht eindeutig definiert. Bereits 1952 fanden Kroeber und Kluckhohn 164 verschiedene Definitionen für den Begriff Kultur [Kroeber; Kluckhohn 1952]. Kulturtheorien finden sich in den unterschiedlichsten Fachrichtungen (z. B. Anthropologie, Psychologie, Soziologie) wider. Zudem werden Begrifflichkeiten in den jeweiligen Fachdisziplinen verschieden verwendet oder als Synonyme benutzt, wie z. B. für Nation, Land oder Gesellschaft.

Vielfach gilt die Definition des Kulturbegriffes als nicht praktikabel, da der hohe Komplexitätsgrad eine genaue Erfassung unmöglich macht. Vielmehr wird die Möglichkeit beschrieben, lediglich einzelne Länder, Gruppen etc. durch Stereotypen zu verstehen. Zudem wird der Begriff Kultur häufig irritierend verwendet, so ‚verwässert‘ der Begriff in der Beschreibung von Alltagsverrichtungen, z. B. Esskultur, Trinkkultur, Wohnkultur und Schlafkultur.

#### **4.1.1 Kulturdefinitionen**

Müller und Thomas bezeichnen Kultur als ein spezifisches Orientierungssystem [Müller; Thomas 1995, S.12]. Des Weiteren werden verschiedene Kulturmodelle gegenübergestellt, die den Kulturbegriff in unterschiedlichem Maße ausweiten [Triandis 1995] oder im engeren Sinne verstehen [Linton, 1945].

Linton [1945, S. 21] beschreibt Kultur als eine Mischform aus gelerntem Verhalten und der Weitergabe der Errungenschaften an die nächsten Generationen. Hierbei lässt sich feststellen, dass Kultur als erlernbar gilt und das Individuum durch die Vererbung und Weitergabe maßgeblich zur Veränderung der Kultur beiträgt.

Dahingegen fasst Triandis [1993, S. 155] den Kulturbegriff weiter. Kultur ist definiert als das Teilen von Einstellungen, Kategorisierungen, Erwartungen, Normen, Rollenverteilungen, Selbsteinschätzungen, Werten und weiteren subjektiven Elementen. Weiterhin wird der Kulturbegriff durch Sprache, Geschichte und geographische Region bestimmt. Die subjektiven Kulturbestandteile (Normen, Werte und Einstellungen) werden vererbt. Daher werden sichtbare Elemente zu einer objektiven Kultur.

Brislin [1990, S. 11] definiert Kultur als bewusste und unbewusste Akzeptanz von gemeinsamen Idealen, Werten, Kategorisierungen, Lebensansichten und Aktivitäten. Menschen beeinflussen und schaffen Kultur und vererben die Kultur an nächste Generationen. Die Kultur wird ständig weiterentwickelt und angepasst (Akkulturation).

Hall [1976] klassifiziert „High-Kontext“- und „Low-Kontext“-Kulturen. Erstere schreiben dem Umfeld und dem sozialen Zusammenhang des Gesagten eine besondere Bedeutung zu. Die zentrale Fragestellung ist: Wie wird etwas gesagt? Zu den Schlüsselkriterien gehören die Körpersprache und vorhergehende Erfahrungen. „Low-Kontext“-Kulturen achten dagegen rein auf das gesprochene Wort. Die zentrale Fragestellung ist hierbei: Was wird gesagt?

Matsumoto [2000, S. 24] fasst Kultur als soziopsychologischen Prozess zusammen. Die Individuen einer Gesellschaft fassen die gefundenen Regeln unterschiedlich auf. Das System der Regeln ist dynamisch und umfasst Einstellungen, Werte, Vorstellungen, Normen und Verhaltensweisen. Das Regelwerk wird vererbt und modifiziert.

Keller [1981, S. 114 ff.] analysierte Kulturdefinitionen und fand acht Gemeinsamkeiten. Demnach ist Kultur ein von Menschen geschaffenes, überindividuelles und soziales

Konstrukt. Zum einen existieren sichtbare Kulturaspekte, wie z. B. Äußerungen, Sitten, Gebräuche, soziale Organisationsformen und Institutionen. Zum anderen tritt Kultur unsichtbar auf, wie z. B. kollektiv geteilte Überzeugungen, Motive, Werte und Einstellungen. Die sichtbaren Kulturelemente sind für jedermann erkennbar, wohingegen die unsichtbaren Kulturaspekte nur für Personen innerhalb der Kultur beobachtbar und erlernbar sind.

Hollensen [1998, S. 167] konkretisiert die Aussage von Keller abermals und kommt auf drei allgemeine kulturelle Gemeinsamkeiten. Erstens ist Kultur erlernt und wird vererbt. Des Weiteren kann Kultur nicht isoliert betrachtet werden, sondern muss im Kontext von z. B. Ehe und Religion analysiert werden. Drittens werden innerhalb einer Kultur Verhaltensweisen und Werte geteilt.

Die vorangegangenen acht Kulturdefinitionen machen deutlich, dass der Schwerpunkt der Definitionen stark schwankt. Zum einen ist Kultur ein Ist-Zustand, und andererseits ist sie ein sich verändernder Prozess. Des Weiteren ist die jeweilige Sichtweise maßgeblich entscheidend für die Definition, d. h. ob aus einer soziologischen, psychologischen oder anthropologischer Perspektive auf die Gesellschaft geschaut wird.

#### **4.1.2 Anthropologische Kulturdefinition**

Aus anthropologischer Sicht ist Kultur ein Prozess und das Produkt des Alltagslebens gesellschaftlicher Individuen. Anthropologie ist eine Wissenschaft, die Kulturentwicklungen in den zeitgenössischen Gesellschaften analysiert und beschreibt.

Die Kulturanthropologie analysiert, deutet und stellt die Verschiedenartigkeit menschlicher Kulturen dar. Hierbei steht das Verstehen von fremdkulturellen Zusammenhängen im Vordergrund [Nünning 2004, S. 358 f.].

Die Kulturanthropologie als Spezialdisziplin der Anthropologie hat ihren Ursprung in der westlich geprägten Welt und hat am Anfang die fremden Gesellschaften (z. B. Asien) untersucht und beschrieben. Die Kulturanthropologie als heutige Wissenschaft geht auf Edward Burnett Tylors und Clifford Geertz zurück. Kultur wird als komplexes Gebilde verstanden, das nicht auf fünf Dimensionen beschränkt werden kann. Vielmehr muss die gesamte Vielfalt der Verknüpfungen von Kulturen mit Kulturen oder von Individuen mit Individuen analysiert und in einem Zusammenhang betrachtet werden. Hierbei analysiert

die Kulturanthropologie die Repräsentationen, Mythen, Klassifikationen, Rituale, Kunstwerke und Texte einer Kultur und gilt als symbol- und bedeutungsorientierte Kulturwissenschaft [Nünning 2004, S. 359].

Backmann-Medick [2003, S. 95] attestiert der Kulturanthropologie den Willen, den Kulturbegriff zu demontieren. Das Ziel der modernen Kulturanthropologie ist es nicht mehr, Verschiedenheiten und Besonderheiten fremder Kulturen zu analysieren und zu beschreiben, sondern vielmehr die Vorstellung von Kultur als in sich abgrenzbare und homogene Ganzheit aufzuweichen.

Die oben angeführte Komplexität der Kulturanthropologie erschwert die Analyse von Kulturen unter finanzwirtschaftlicher Relevanz, insbesondere des M&A-Marktes in China. Zur weiterführenden empirischen Absicherung der vorliegenden Arbeit eignet sich der Ansatz der vergleichenden Kulturstudie, insbesondere das Modell von Hofstede, aufgrund der stark stereotypischen und länderspezifischen Betrachtungsweise.

#### **4.1.3 Kulturvergleichende Forschungsansätze**

Die kulturvergleichenden Forschungsansätze beziehen sich nach Keller [1981, S. 10] auf die kulturellen Aspekte des Managements und die Probleme des Managementstransfers, die durch Kulturunterschiede zustande kommen. Ein Hauptvertreter des kulturvergleichenden Forschungsansatzes ist Geert Hofstede.

Der handelnde Mensch steht demnach in diversen Subkulturen, z. B. Unternehmenskultur, Familienkultur, Kultur der Nation, Landeskultur, individuelle Kultur, etc. Fortführend sollen die chinesische Landeskultur und die Unternehmenskultur in China weiter beschrieben und erörtert werden.

Der Oberbegriff „Chinesische Kultur“ stellt hierbei bereits eine starke Verallgemeinerung dar. Bei der Größe und den regionalen Unterschieden kann es keine einheitliche Kultur geben. Die weitere Arbeit wird den Kulturbegriff von Hofstede weiterverwenden, der sich aufgrund des Aufbaus der empirischen Untersuchung in China auf Städte bezieht, in denen IBM Niederlassungen hat. Somit umfasst die Untersuchung das gleiche Gebiet, in dem auch vermehrt M&A-Aktivitäten anzusiedeln sind.

Geert Hofstede baute seine Theorien auf einer umfangreichen Empirie auf und gilt in der interkulturellen Managementforschung als wegweisend. Der entgegengesetzte

Forschungsansatz, vertreten von Thomas J. Peters und Robert H. Waterman („In Search for Excellence“), verweist auf die Stärke der Unternehmenskultur und auf die geringe Wirkung der jeweiligen Landeskultur auf die Organisationseinheit einer Unternehmung [Arlinghaus; Lübbert 2003, S. 193].

Landeskultur ist für die Mitarbeiter einer Unternehmung ein externer Faktor, während die Unternehmenskultur ein intern und künstlich kreierte Orientierungsmuster darstellt. Somit stellt die Unternehmenskultur eine Subkultur bezüglich der Landeskultur dar, jedoch können starke Abweichungen bewusst geschaffen worden sein [Arlinghaus; Lübbert 2003, S. 193].

Aufgrund der Subkulturfunktion der Unternehmenskultur bezüglich der Landeskultur wird in der vorliegenden Arbeit darauf verzichtet, die Unternehmenskultur genauer vorzustellen. Wenn eine Unterscheidung als erachtenswert eingestuft wird, so wird es fallweise in die empirische Untersuchung eingebracht.

#### **4.1.4 Kulturdefinition nach Hofstede**

Hofstede definiert Kultur als „...kollektive Programmierung des Geistes, die die Mitglieder einer Gruppe oder Kategorie von Menschen von einer anderen unterscheidet“ [Hofstede 1993, S. 19]. Hofstede stellt bei seiner empirischen Untersuchung den praktischen Wert der Ergebnisse in den Mittelpunkt. Es werden fünf Kulturdimensionen unterschieden: Machtdistanz, Unsicherheitsvermeidung, Individualismus vs. Kollektivismus, Maskulinität vs. Feminität und kurzfristige vs. langfristige Orientierung.<sup>8</sup>

Im Mittelpunkt der Arbeit stehen die subjektiven Elemente von Kultur, da der Mensch, und somit seine Einstellungen, Normen und Werte, eine entscheidende Komponente bei M&A-Verhandlungen ist. Das empirisch abgesicherte Kulturkonzept von Hofstede (1993) dient in der länderübergreifenden und vergleichenden Kulturwissenschaft als Ansatz, der

---

<sup>8</sup> Trompenaars und Hampden-Turner (1997) (deutsch: Trompenaars und Woolliams (2004)) identifizierten sieben Dimensionen, die den von Hofstede gefundenen sehr ähneln. (Universalism vs. Particularism (Universalismus/Partikularismus); Analyzing vs. Integrating (Spezifisch/Diffus); Individualism vs. Communitarianism (Individualismus/Kommunitarismus); Inner-directed vs. Outer-directed (Intern/Extern); Time as sequence vs. Time as synchronisation (Sequenziell/Synchron); Achieved status vs. Ascribed status (Errungenschaft/Zuschreibung); Equality vs. Hierarchy (Neutral/Affektiv)). Jedoch ist die Forschungsarbeit nur selten von unabhängigen Forschergruppen evaluiert worden. Zudem ist die empirische Basis nicht vergleichbar mit Hofstedes umfangreicher Empirie. Der Ansatz von Trompenaars und Hamden-Turner wird häufig von Praktikern verwendet.

kulturelle Unterschiede analysierbar und darstellbar macht. Hofstede [1993, S. 19] verweist ausdrücklich auf die „mentale Programmierung des Geistes“ und somit auf die subjektiven Aspekte.

Für die Verwendung von Hofstedes Ansatz sprechen zudem seine Anwendbarkeit und seine Anerkanntheit in den wirtschaftswissenschaftlichen Kulturstudien. Zudem wird bei gegebenen Anlässen auf das anthropologische Kulturkonzept und auf das chinaspezifische „Guanxi“ verwiesen.

#### **4.1.5 Westliche und chinesische Unternehmenskulturen im Vergleich – Ein erster Überblick**

Lehner und Nuhn [2006, S. 738] analysierten und fassten westliche und chinesische Unternehmenskulturen in Hinblick auf M&A-Transaktionen zusammen (siehe Abbildung 32).

<b>Westliche Firmen</b>	<b>Chinesische Firmen</b>
Kurzfristiger Zeithorizont maßgebend für Entscheidungen	Eher mittel- bis langfristige Ausrichtung
Entscheidungen sind strategiegetrieben	Eher opportunistischer Ansatz
Professionelles externes Management	Führung durch Eigentümer / Familie
Partizipatives Management	Patriarchalisches Management
Fokussiert auf Kernbereiche	Hohes Maß an vertikaler Integration
Transparenz durch Informationssysteme und Ordnungsmäßigkeitsprüfungen	Geringe Transparenz
Klare Beschreibungen von Aufgaben und Verantwortungen	Vage Aufgabenbeschreibung / Tätigkeit nach Anordnung
Eigeninitiative von Mitarbeitern wird erwartet und gefördert	Eigeninitiative wird eher gebremst

Abbildung 32: Westliche und chinesische Unternehmenskulturen im Überblick. Eigene Darstellung. [Quelle: Lehner, Nuhn 2005, S. 738].

Die Mittel- bis Langfristigkeit von chinesischen Unternehmungen wird zu einem späteren Zeitpunkt noch genauer thematisiert und empirisch analysiert. Entscheidungen sind in

westlichen Unternehmungen strategiegetrieben, wohingegen chinesische Unternehmer eher opportunistisch agieren. Während im Westen ein professionelles Management die Führung der Unternehmung übernimmt und ein partizipativer Managementstil praktiziert wird, werden chinesische Firmen von Eigentümern oder Angehörigen der Familie patriarchalisch geführt. Des Weiteren fokussieren westliche Firmen das operative Geschäft um den Kernbereich, wohingegen chinesische Unternehmungen oftmals ein hohes Maß an vertikaler Integration aufweisen. Zudem zeigen Unternehmungen im Westen eine hohe Transparenz, demgegenüber steht die geringe Transparenz der chinesischen Unternehmungen. Abschließend stellt Lehner fest, dass in westlichen Firmen klare Beschreibungen von Aufgaben und Verantwortungen stattfinden und die Mitarbeiter ein hohes Maß an Eigeninitiative in den unternehmerischen Wirtschaftsprozess einbringen sollen, wohingegen bei chinesischen Firmen oftmals nur vage Aufgabenbeschreibungen erfolgen und Mitarbeiter eher bei der Einbringung von Eigeninitiative gebremst werden.

In den folgenden Kapiteln werden die Kulturbegriffe nach Hofstede genauer dargestellt.

#### **4.1.6 Kulturmodell von Hofstede**

Geert Hofstede veröffentlichte 1980 in seinem Artikel „Culture's consequences: International differences in work-related values“ die Entdeckung der vier Dimensionen, die später um eine neue Dimension erweitert wurden: Machtdistanz, Unsicherheitsvermeidung, Individualismus vs. Kollektivismus, Maskulinität vs. Feminität und kurzfristige vs. langfristige Orientierung im Leben (konfuzianische Dynamik). Aufgrund seiner Anstellung bei IBM hatte er Zugang zu den Daten von 116.000 Angestellten in 40 Ländern, was die Grundlage für seine empirische Forschung darstellte. Die zentrale Forschungsrichtung war bei Hofstede die Entdeckung von kulturell bedingten Verhaltensursachen. Der Forschungsansatz war so aufgebaut, dass Hofstede den Kern der Kultur, die so genannten geistig nicht wahrnehmbaren Werte, ermitteln wollte [Hofstede 1993, S. 29]. Die fünfte Dimension (kurzfristige vs. langfristige Orientierung im Leben – konfuzianische Dynamik) entstand aus der Zusammenarbeit mit Bond aus dem Kontext heraus, dass die bisherigen vier Dimensionen den asiatischen Kulturraum ungenügend erfassten. Um die Voreingenommenheit bei der Fragebogengestaltung, -durchführung und -auswertung vorzubeugen, wurde die empirische Studie von chinesischen Forschern konzipiert und in 23 Ländern durchgeführt [Hofstede 1993, S. 31].

Hofstedes fünf Dimensionen ermöglichen das Verständnis und das Vorhersagen von typischen Verhaltensweisen in einer Vielzahl von Kontexten, aber sie liefern auch die Gefahr der zu radikalen Stereotypisierung.

#### **4.1.6.1 Machtdistanz (MA)**

Die Machtdistanz gibt Aufschluss über die Ungleichverteilung von Macht, die Individuen in einer Gesellschaft erwarten und akzeptieren. Somit ist der Machtdistanzindex ein Gradmesser für Ungleichheit in der Gesellschaft [Hofstede 1997, S. 27]. Eine hohe Machtdistanz bedeutet, dass die Mitglieder der Gesellschaft die unterschiedliche Verteilung von Macht im starken Maße tolerieren [Hofstede 1998b, S. 23 ff.]. Deshalb wird in diesem Zusammenhang auch oft von der Dimension der Machtunterschiedstoleranz gesprochen.

#### **4.1.6.2 Unsicherheitsvermeidung (UV)**

Ungewisse und unbekannte Situation werden in der zweiten Dimension charakterisiert und deren Auswirkungen auf die Personen gemessen. Der Unsicherheitsvermeidungsindex stellt ein Maß für die (In)Toleranz gegenüber der Uneindeutigkeit in einer Gesellschaft dar [Hofstede 1997, S. 154]. Hofstede definiert daher Unsicherheitsvermeidung als den Grad, in dem die Mitglieder einer Kultur sich durch ungewisse oder unbekannte Situationen bedroht fühlen [Hofstede 1997, S. 156]. In Gesellschaften mit einer starken Unsicherheitsvermeidung ist das Bedürfnis nach Gesetzen und Regeln sehr hoch, auch wenn diese unsinnig sind.

#### **4.1.6.3 Individualismus vs. Kollektivismus (IK)**

Individualismus vs. Kollektivismus beschreibt die Struktur einer Gesellschaft. Individualismus beschreibt Gesellschaften, in denen die Bindungen zwischen den Individuen locker sind [Hofstede 1997, S. 66]. Es besteht also ein ausgeprägtes Ich-Bewusstsein. Jedes Individuum muss in seiner Gesellschaft die Balance zwischen Ich und Wir – also zwischen Angelegenheiten für sich selber und auch für die Gesellschaft – selbst finden. Kulturen mit einem starken Individualismus weisen einen niedrigen Machtdistanzindex auf.



#### **4.1.6.4 Maskulinität vs. Feminität (MF)**

Die vierte Dimension ist eine sehr stereotypische Betrachtungsweise des maskulinen Charakters und dessen dominanter Werte. Es geht unter anderem darum, ob Bestimmtheit oder Bescheidenheit im Verhalten wünschenswert ist [Hofstede 1997, S. 108]. In maskulinen Gesellschaften sind die Geschlechterrollen stark voneinander abgegrenzt; der Mann bestimmt und ist hart und materiell orientiert. Die Frau demgegenüber sollte bescheiden, sensibel und die Lebensqualität bereichernd sein [Hofstede 1997, S. 113].

#### **4.1.6.5 Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO)**

Die Erweiterung der fünften Dimension stellt die kurzfristige vs. langfristige Orientierung dar, die auf die konfuzianischen Lehren (konfuzianische Dynamik) zurückzuführen ist. Entdeckt wurde die Dimension von Michael Harris Bond im Rahmen einer studentischen Befragung im Jahr 1985 [Hofstede 2001, S. 351]. Die Dimension umfasst das Spektrum dessen, inwieweit sich Menschen einer Gesellschaft eher langfristig oder kurzfristig im Leben orientieren. Die langfristige Orientierung ist eher in die Zukunft, also dynamisch, gerichtet (Beharrlichkeit und Sparsamkeit), während der Gegenpol eher statisch von der Vergangenheit bis zur Gegenwart reicht [Hofstede 1997, S. 233]. In kurzfristig orientierten Gesellschaften gelten hohe Statusverpflichtungen, und der Druck auf schnelle Ergebnisse ist sehr groß. Bei der langfristigen Orientierung besteht die Bereitschaft, sich für einen Zweck unterzuordnen. Im Mittelpunkt stehen Tugenden und Normen der Gesellschaft.

#### **4.1.7 Kritik am Kulturmodell von Hofstede**

Das Kulturmodell von Hofstede ist in Theorie und Literatur nicht ohne Kritik geblieben. Besonders die thematische Ausrichtung auf die internationale Marketing- und Managementforschung erfordert teilweise zur Praktikierbarkeit eine starke Vereinfachung der Realität. Kritiker [Fernandez et al. 1997, S. 44; Mead 1990, S. 23] verweisen auf die Schwachstelle, dass Nationalitäten die Grundlage für Hofstedes Auswertung darstellen. Jedoch gibt es in jeder Landeskultur Subkulturen und viele Länder, wie z. B. die USA, China und Indien, sind Mischkulturen, die viele Subkulturen integrieren. Hofstede nimmt selbst hierzu Stellung, indem er argumentiert, dass aufgrund des staatlichen Bildungssystems, der Sprachzugehörigkeit und der Grenzhöhe in vielen Bereichen (Rechtssystem, Medien) eine Kategorisierung nach Ländern vertretbar und für die weitere

Anwendung im Bereich der Wirtschaftswissenschaften (hierbei insbesondere das Marketing) wünschenswert ist [Hofstede 1993, S. 297; Hofstede 1998b, S. 18].

Ein weiterer Kritikpunkt ist die empirische Forschungsmethodik von Hofstede. Hierbei befragte er nur Mitglieder eines Unternehmens (IBM), welches eine starke amerikanische Unternehmenskultur aufweist. Zudem gehörten sämtliche Befragte in der jeweiligen Landeskultur der Mittelklasse an. Hofstede entgegnet dieser Kritik mit dem Argument, dass die empirische Studie häufig von anderen Forschergruppen wiederholt wurde und zu einem vergleichbaren Ergebnis kam. Daher kann die Unternehmenskultur vernachlässigt werden [Hofstede 1998b, S. 22 f.]. Für die vorliegende Arbeit ist die Verwendung des Ansatzes von Hofstede ein Vorteil, da er die gleiche Zielgruppe erfasste, in der M&A-Transaktionen stattfinden.

Des Weiteren beachtete Hofstede in seiner ursprünglichen empirischen Untersuchung nicht hinreichend die eigene „westliche“ Kultur, um Kulturdimensionen weltweit zu erfassen. Der Fragebogen ging von einem europäischen und amerikanischen Weltbild aus. Die gewählten Worte, Ausdrücke und Bedeutungen könnten zu Missverständnissen geführt haben [Holt 1998, S. 382 f.]. Bei der Wiederholung der Studie für den chinesischen / asiatischen Kulturraum in Zusammenarbeit mit Bond, ließ die Forschergruppe den Fragebogen von chinesischen Mitarbeitern erarbeiten [Hofstede 2001, S. 71].

Triandis [1995] untersuchte in seinen Forschungsarbeiten die Dimension Individualismus vs. Kollektivismus und verdeutlichte, dass die entgegengesetzten Ausprägungen in einem Individuum vorkommen können. Des Weiteren klassifiziert Triandis [1993, S. 155 ff.] eine horizontale und eine vertikale Ausprägung. Diese Unterscheidung findet bei Hofstede in der Dimension Machtdistanz statt.

Die oben angeführten Kritiken verweisen auf technische Probleme bei der empirischen Sozialforschung. Nicht bestritten wird, dass die Forschungsarbeit von Hofstede ein länderübergreifendes und globalumfassendes Kulturschema hervorbrachte, das die Fähigkeit besitzt, in der praxisnahen Managementforschung eingesetzt zu werden. Insbesondere ermöglicht es die Integration in neue Fachdisziplinen, wie in dieser vorliegenden Arbeit – dem Finanzwesen.

#### 4.1.8 Hofstedes Kulturdimensionen in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen

China besitzt eine hohe Machtdistanz und mittlere Unsicherheitsvermeidung, ist vom starken Kollektivismus geprägt, ist langzeitorientiert und hat eine mittlere Maskulinität. Auf den ersten Blick überrascht diese Darstellung nicht. Sozialistische Systeme sollten langzeitorientiert sein und einen starken Kollektivismus aufweisen. Zudem sollte eine zentral geführte Wirtschaft die Machtdistanz tolerieren. Mit seiner konfuzianischen Dynamik ist China bei dem weltweiten Vergleich auf Platz Nr. 1 und gilt als sehr langzeitorientiert.

Die fünfte Dimension „Confucian Dynamism“ wurde von Bond [1987] bezüglich des asiatischen Kulturraumes entwickelt.

Folgend werden die fünf Dimensionen auf China bezogen und insbesondere unter der Berücksichtigung einer M&A-Transaktion vorgestellt. Für das bessere Verständnis und um ihre Unterschiedlichkeit zu unterstreichen, werden Referenzwerte der Kulturdimensionenpunktwertungen für die Ausprägungen der chinesischen Kultur und für Deutschland angegeben. In Tabelle 2 sind die Kulturdimensionenwertungen der empirischen Untersuchung von Hofstede für Deutschland und China bereits im Überblick zusammengefasst. Die Übertragung auf die finanzwirtschaftliche Relevanz in China wird anhand einer Kausalkette dargestellt, die aus der Sicht des Käufers betrachtet wird. Hierbei werden Problematiken und Schwierigkeiten angesprochen, die bei der standardisierten EVA / MVA-Ermittlung nicht erfasst werden und somit nicht im betrieblichen Übergewinn zum Ausdruck kommen. Die in dieser Arbeit aufgezeigten Kausalketten können nicht sämtliche Interpretationsmöglichkeiten darstellen. Jedoch zeigte die Vorstudie und die Observation, dass die thematisierten Problematiken und Schwierigkeiten die Hauptprobleme einer M&A-Transaktion in China sind.

Tabelle 2: Punktwertungen der Kulturdimensionen – China und Deutschland.

Land / Index	MDI	IDV	MAS	UVI	LZO
<b>China</b>	80	20	66	30	118
<b>Deutschland</b>	35	67	66	65	31

MDI = Machtdistanz-Indexwert [Hofstede 2006, S. 56]  
 IDV = Individualismus-Indexwert [Hofstede 2006, S. 105]  
 MAS = Maskulinitäts-Indexwert [Hofstede 2006, S. 166]  
 UVI = Unsicherheitsvermeidungs-Indexwert [Hofstede 2006, S. 234]  
 LZO = Langzeitorientierung-Indexwert [Hofstede 2006, S. 294]

#### 4.1.8.1 Machtdistanz (MA) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen

Der Machtdistanzindex (MDI) misst, welche Ungleichverteilung der Macht in einer Gesellschaft vorherrscht und in welchem Ausmaß die Menschen versuchen, diese Ungleichheiten auszugleichen. Hierbei wird festgestellt, inwieweit die geringer Mächtigen einer Gesellschaft erwarten, dass die Macht ungleich verteilt ist [Hofstede 1993, S. 42]. Sichtbar werden diese Ungleichheiten anhand von ausgeprägten, klar erkennbaren gesellschaftlichen und sozialen Schichten und die Aufstiegsmöglichkeiten auf höherliegende Schichten. Als Folge dieser Ungleichheit entstehen wirtschaftliche, politische und soziale Unterschiede. Länder mit großer Machtdistanz besitzen ausgeprägte Hierarchien auf wirtschaftlicher und politischer Ebene. Entscheidungsträger entscheiden und dürfen nicht in Frage gestellt werden. Manager in Ländern mit geringer Machtdistanz besitzen Macht aufgrund der formalen Position, dem Fachwissen und der Fähigkeit, andere zu belohnen [Hofstede; Hofstede 2006, S. 79].

China weist einen MDI von 80 auf, wohingegen Deutschland auf einen Wert von 35 kommt.

China als Land mit einem hohen MDI wird von Hofstede folgendermaßen definiert (siehe Tabelle 3):

Tabelle 3: Charakteristika für Gesellschaften mit großer Machtdistanz. Eigene Darstellung. [Quelle: Hofstede; Hofstede 2006, S. 71, S. 76, S. 83].

<b>Gesellschaften mit großer Machtdistanz</b>		
Norm / Familie / Schule	Arbeit	Staat
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ungleichheit zwischen den Menschen wird erwartet und ist erwünscht</li> <li>• Sozialer Status soll nur beschränkt ausgeglichen werden</li> <li>• Weniger mächtige Menschen sollten abhängig sein; sie befinden sich zwischen den beiden Extremen Abhängigkeit und Kontra-Dependenz</li> <li>• Eltern erziehen ihre Kinder zu Gehorsam</li> <li>• Respekt gegenüber den Eltern und älteren Verwandten ist eine grundlegende Tugend, die ein Leben lang geübt wird</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hierarchische Strukturen in Organisationen sind Spiegelbild einer Ungleichheit von Natur aus zwischen oberer und unterer Schicht</li> <li>• Tendenz zu zentralisieren</li> <li>• Mehr Aufsichtspersonal</li> <li>• Große Unterschiede im Gehalt innerhalb der Hierarchie</li> <li>• Führungskräfte verlassen sich auf ihre Vorgesetzten und auf formale Vorschriften</li> <li>• Mitarbeiter erwarten, Anweisungen zu erhalten</li> <li>• Privilegien und Statussymbole sind üblich und populär</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Macht geht vor Recht, wer die Macht hat, ist legitimiert dazu und ist gut</li> <li>• Fähigkeiten, Wohlstand und Macht lassen sich nicht voneinander trennen</li> <li>• Die Mächtigen sollen Privilegien genießen</li> <li>• Mehr wahrgenommene Korruption, Skandale werden gewöhnlich vertuscht</li> </ul>

## Übertragung:

Die stark hierarchisch organisierten Unternehmungen in einer Kultur mit großer Machtdistanz erschweren die Post-Merger-Integration. Das Vertrauen der Führungskräfte in die Vorgesetzten ist bei einem Verkauf des Unternehmens stark gesunken. Sofern es gelingt, Führungskräfte zum Verbleib im Unternehmen zu bewegen, werden die notwendigen Anweisungen an die Mitarbeiter geringer. Die Unternehmung würde in dem maximal annehmbaren Szenario die Produktion einstellen und keinen Umsatz erreichen. Um dies auszugleichen, muss das ohnehin umfangreiche Aufsichtspersonal erweitert werden. Diese zusätzlichen Personalkosten sowie die verringerte Produktion reduzieren den betrieblichen Übergewinn und sollten in einer EVA / MVA-Ermittlung berücksichtigt werden. Ein hoher MDI beeinflusst den Kaufpreis einer M&A-Transaktion negativ (siehe Abbildung 33).

### Hypothese 2 (H 2): Große Machtdistanz reduziert den Kaufpreis

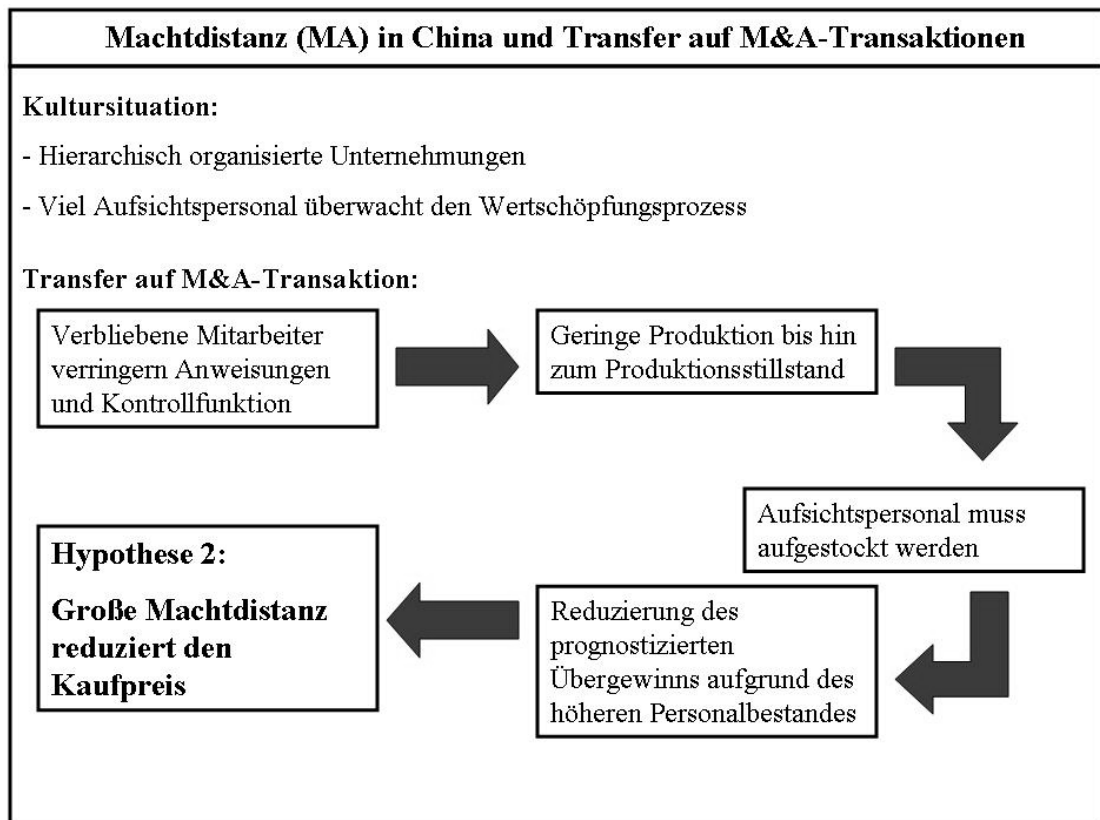


Abbildung 33: Machtdistanz in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

#### 4.1.8.2 Unsicherheitsvermeidung (UV) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen

Der Unsicherheitsvermeidungsindex (UVI) gibt Auskunft darüber, in welchem Maße sich die Mitglieder einer Gesellschaft durch unbekannte und neue Situationen bedroht und bedrängt fühlen. Um dieser Angst und uneindeutigen Situationen entgegenzuwirken, etablieren Gesellschaften Gesetze, Regeln und Religionen. Die Vermeidung von Unsicherheiten ist jedoch nicht gleichbedeutend mit Risikovermeidung [Gudykunst; Kim 1997, S. 73]. Kulturen mit einem hohen Unsicherheitsvermeidungsindex nehmen an, dass eine übergeordnete Instanz das Leben lenkt, sobald die Individuen einer Kultur keinen Einfluss auf die Entscheidungen mehr haben [Hofstede 2001, S. 181]. Individuen in Ländern mit ausgeprägter Unsicherheitsvermeidung agieren unruhig, aktiv, aggressiv und emotional, wohingegen die schwache Unsicherheitsvermeidung Eigenschaften wie z. B. Ruhe, Gelassenheit und Rationalität begünstigt. Diese Einschätzung hängt jedoch stark vom jeweiligen Betrachter ab, und zwar davon, aus welchem Unsicherheitsvermeidungskontext dieser abstammt [Hofstede 1993, S. 135].

China weist ein UVI von 30 auf, wohingegen Deutschland auf einen Wert von 65 kommt.

China als Land mit einer schwachen Unsicherheitsvermeidung wird von Hofstede folgendermaßen definiert (siehe Tabelle 4):

Tabelle 4: Charakteristika für Gesellschaften mit schwacher Unsicherheitsvermeidung. Eigene Darstellung. [Quelle: Hofstede; Hofstede 2006, S. 244, S. 251, S. 262, S. 268].

<b>Gesellschaften mit schwacher Unsicherheitsvermeidung</b>		
Norm / Familie / Bildung	Arbeitsplatz	Staat
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unsicherheit (Ungewissheit) ist eine normale Erscheinung im Leben und wird täglich hingenommen, wie sie gerade kommt</li> <li>• Aggressionen und Emotionen sollte man nicht zeigen</li> <li>• Geringer Stress und wenig Angstgefühle</li> <li>• Entwicklung eines schwachen Über-Ich</li> <li>• Was anders ist, ist seltsam</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Riskante Investitionen</li> <li>• Häufiger Wechsel des Arbeitgebers, kürzere Betriebszugehörigkeit</li> <li>• Harte Arbeit nur, wenn erforderlich</li> <li>• Zeit ist ein Orientierungsrahmen</li> <li>• Toleranz gegenüber Uneindeutigkeit und Chaos</li> <li>• Entscheidungsprozess steht im Mittelpunkt</li> <li>• Weniger berufliche Selbstständigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wenige allgemeine bzw. ungeschriebene Gesetze</li> <li>• Können Gesetze nicht eingehalten werden, so muss man sie ändern</li> <li>• Schnelles Ergebnis, wenn die Justiz eingeschaltet wird</li> </ul>

## Übertragung:

Der Staat in Kulturen mit schwacher Unsicherheitsvermeidung hat wenige allgemeine und kaum detaillierte Gesetze. Diese Tatsache ist in China auf die M&A-Gesetzgebung übertragbar. Dies birgt große Unsicherheiten bei Akquisitionen. Zum einen ist die Transaktionszeit eines M&A-Transfers durch die flexible Gesetzgebung schwer vorherbestimmbar. Dies führt zu Gewinneinbußen durch die verspätete Integration in den Mutterkonzern und kann geplante Rationalisierungsprozesse verlangsamen. Außerdem kann das für die M&A-Transaktion vorbestimmte Kapital nicht anderweitig verwendet werden, was zu Kapitalbindungskosten führt. Zudem ist die Tendenz zu Uneindeutigkeit und Chaos auf das gesamte Geschäftsleben übertragbar. Die Erstellung der Bilanzen, die Grundlage einer EVA / MVA-Ermittlung, unterliegt einem hohen Spielraum. Die geringe Betriebszugehörigkeit vermindert zudem die Loyalität. Mitarbeiter versuchen, dem Vorgesetzten eine schnelle Lösung zu präsentieren, ohne auf Feinheiten zu achten (siehe Abbildung 34).

### Hypothese 3 (H 3): Schwache Unsicherheitsvermeidung reduziert den Kaufpreis

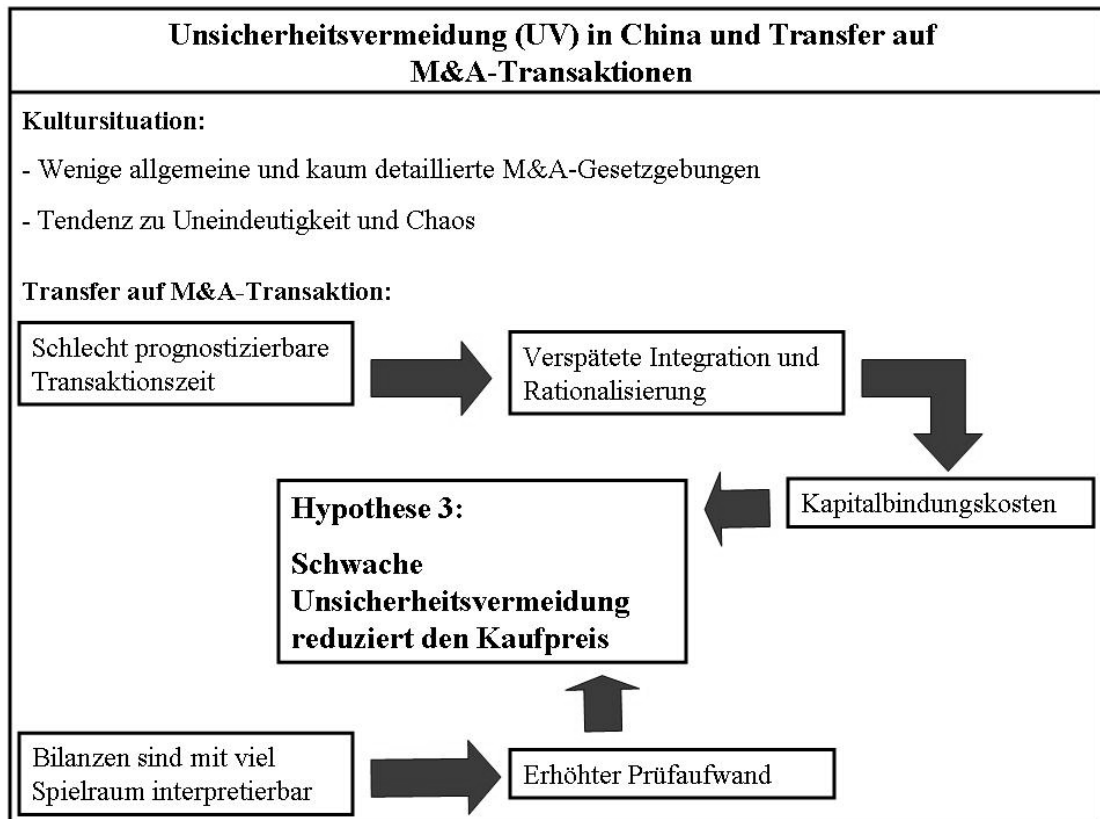


Abbildung 34: Unsicherheitsvermeidung in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

#### 4.1.8.3 Individualismus vs. Kollektivismus (IK) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen

Gesellschaften bestehen aus Individuen, die in einer Gemeinschaft integriert sind. Der IDV (Individualismusindex) gibt Auskunft über die soziale Integration der Individuen in der Gemeinschaft. Individuelle Gesellschaften schätzen persönliche Interessen höher ein als die Interessen der Gemeinschaft. Die Individuen sind unabhängig, selbstbewusst, zeigen persönlichen Einsatz und genießen Handlungsfreiheit. Dahingegen sind Personen in einer kollektivistischen Gesellschaft dem „Wir“, also der Gruppe und Gemeinschaft, untergeordnet und zu Loyalität verpflichtet [Hofstede 2001, S. 225]. Handelnde in individualistischen Gesellschaften sehen zuerst den eigenen Vorteil einer Transaktion, dahingegen denken Individuen in kollektivistischen Kulturen zuerst an die Konsequenzen des eigenen Handelns für die Gemeinschaft.

China weist ein IDV von 20 auf, wohingegen Deutschland auf einen Wert von 67 kommt.

China als Land mit einem niedrigen IDV wird von Hofstede folgendermaßen definiert (siehe Tabelle 5):

Tabelle 5: Charakteristika für Gesellschaften mit kollektivistischer Kultur. Eigene Darstellung. [Quelle: Hofstede; Hofstede 2006, S. 123, S. 130, S. 139, S. 147].

<b>Gesellschaften mit kollektivistischer Kultur</b>		
Norm / Familie / Verhalten	Arbeitsplatz	Staat
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Harmonie sollte stets gewahrt werden und direkte Auseinandersetzungen vermieden werden</li> <li>• Freundschaften sind vorherbestimmt</li> <li>• High-Kontext-Kommunikation</li> <li>• Verfehlungen führen zu Gesichtsverlust</li> <li>• Persönlichkeitsstruktur, die von wechselseitiger Abhängigkeit geprägt ist</li> <li>• Trauer wird gezeigt, Glücksgefühle unterdrückt</li> <li>• Das soziale Netz ist die erste Quelle, aus der man sich seine Informationen holt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niedrigere Schrittgeschwindigkeit</li> <li>• Management bedeutet Management von Gruppen</li> <li>• Direkte Beurteilung von Untergebenen trübt die Harmonie</li> <li>• Kunden derselben Wir-Gruppe erfahren eine bevorzugte Behandlung: Partikularismus</li> <li>• Die Beziehung genießt Priorität gegenüber der Aufgabe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gemeinsame Interessen haben Vorrang gegenüber den Interessen des Einzelnen</li> <li>• Dominierende Rolle des Staates im wirtschaftlichen System</li> <li>• Das Privatleben wird von der Gruppe bestimmt</li> <li>• Gesetze und Rechte sind je nach Gruppe verschieden</li> <li>• Importierte Wirtschaftstheorien sind ungeeignet für den Umgang mit kollektiven und partikularistischen Interessen</li> <li>• Patriotismus-Ideal</li> <li>• Harmonie und Einigkeit sind angestrebte Endziele</li> </ul>



## Übertragung:

Die Schrittgeschwindigkeit eines Menschen gibt Auskunft über das Selbstverständnis eines Menschen [Hofstede; Hofstede 2006, S. 127]. Menschen mit geringer Schrittgeschwindigkeit sind träge und kaum zielstrebig. Diese Eigenschaft hat bei M&A-Transaktionen zur Folge, dass sie in die Länge gezogen werden und Entscheidungen wieder und wieder vertagt werden. Hieraus ergeben sich höhere Berater- und Anwaltskosten. Zudem kann auf das für den M&A-Transfer vorgesehene Kapital nicht anderweitig zugegriffen werden. Dieser Prozess wird durch das starke Harmoniebedürfnis verstärkt. Entscheidungen müssen im Kollektiv entschieden werden. Außerdem gelten stark kollektivistische Gesellschaften als High-Kontext-Kulturen. Das Risiko von Missverständnissen ist sehr hoch, da die chinesische Verhandlungsseite bei Verhandlungen eher auf das „Wie“ als auf das „Was“ achtet. Die Observation zeigte, dass auf Fragen nach momentanen Umsätzen und Gewinnprognosen konkrete Zahlen bis auf die letzte Kommastelle kommuniziert wurden, die allerdings kaum der Wirklichkeit entsprachen. Dies bedeutet, dass das „Wie“ hinreichend erfüllt war, indem die Wahrung des Gesichtes vollbracht wurde, jedoch das „Was“ eine untergeordnete Rolle spielte (siehe Abbildung 35).

### Hypothese 4 (H 4): Eine kollektivistische Kultur reduziert den Kaufpreis

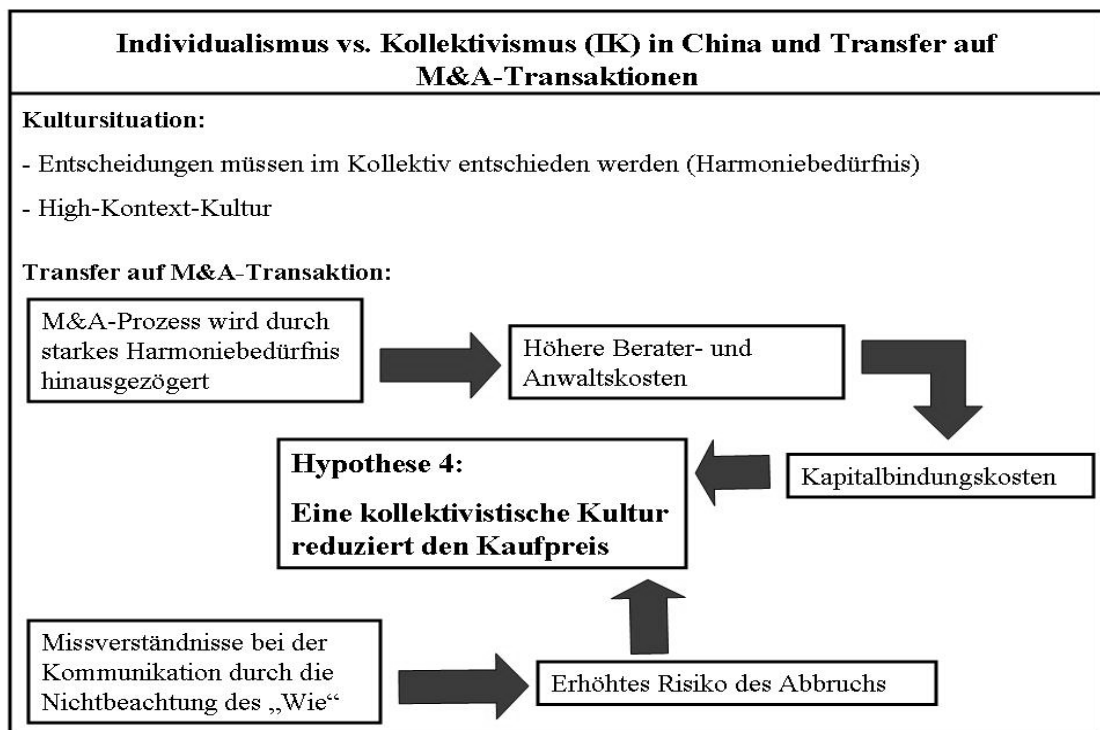


Abbildung 35: Individualismus vs. Kollektivismus in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

#### 4.1.8.4 Maskulinität vs. Feminität (MF) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen

Die Dimension MF transferiert die stereotypische Betrachtungsweise von Männern und Frauen auf die Gesellschaft. Eine maskuline Kultur trennt explizit die Geschlechterrollen. Die Männer sind rational, hart, bestimmt und erfolgsorientiert, wohingegen die Frauen familienorientiert, häuslich, emotional und sozial sind [Hofstede 1998a, S. 77 f.]. Gesellschaften mit einer femininen Ausprägung vermischen die stereotypischen Attribute. Die Geschlechterrollen sind nicht mehr klar zuzuordnen, da beide Geschlechter sozial und gefühlsorientiert handeln und denken.

China weist ebenso wie Deutschland einen MAS (Maskulinitätsindex) von 66 auf.

China als Land mit einem hohen MAS wird von Hofstede folgendermaßen definiert (siehe Tabelle 6):

Tabelle 6: Charakteristika für Gesellschaften mit maskuliner Kultur. Eigene Darstellung. [Quelle: Hofstede; Hofstede 2006, S. 179, S. 184, S. 193, S. 201, S. 215].

<b>Gesellschaften mit maskuliner Kultur</b>		
Norm / Familie / Bildung	Arbeitsplatz	Staat
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Herausforderung, Einkommen, Erkenntnis und Fortschritt sind wichtig</li> <li>• Männer sollen durchsetzungsfähig, ehrgeizig und hart sein</li> <li>• Frauen pflegen das soziale Netzwerk</li> <li>• Schüler schätzen die eigene Leistung zu hoch ein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Management als Manege: Entschlossenheit und Dynamik</li> <li>• Konflikte werden beigelegt, indem man den Stärkeren gewinnen lässt</li> <li>• Leben, um zu arbeiten</li> <li>• Mehr Geld ist wichtiger als mehr Freizeit</li> <li>• Belohnungen basieren auf dem Prinzip der Gerechtigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leistungsgesellschafts-Ideal; Unterstützung der Starken</li> <li>• Die Wirtschaft soll weiter wachsen</li> <li>• Internationale Konflikte sollen beigelegt werden, indem man die eigene Stärke demonstriert oder militärisch vorgeht</li> </ul>

#### **Übertragung:**

Die Vorgehensweise des Staates bei Konflikten kann auf M&A-Transaktionen übertragen werden. Internationale Konflikte werden durch die Demonstration der eigenen Stärke oder militärisch beigelegt. Hierbei werden vermeintliche Schwächen nicht zugegeben, sondern mit allen Mitteln die eigenen Stärken demonstriert. Außerdem würde ein Scheitern der Verhandlungen den Stellenwert des Managers (Mannes) in der Gesellschaft herabstufen. Die starke Fokussierung auf Geld lässt die Schlussfolgerung zu, dass es bei einer M&A-

Verhandlung nicht um gemeinsame zukünftige Werte geht, sondern um Geld. Dieses Ziel wird zielstrebig verfolgt, und das Empfinden für Gerechtigkeit schwindet. Im Krieg sind alle Mittel erlaubt (siehe Abbildung 36).

**Hypothese 5 (H 5): Eine maskuline Kultur reduziert den Kaufpreis**

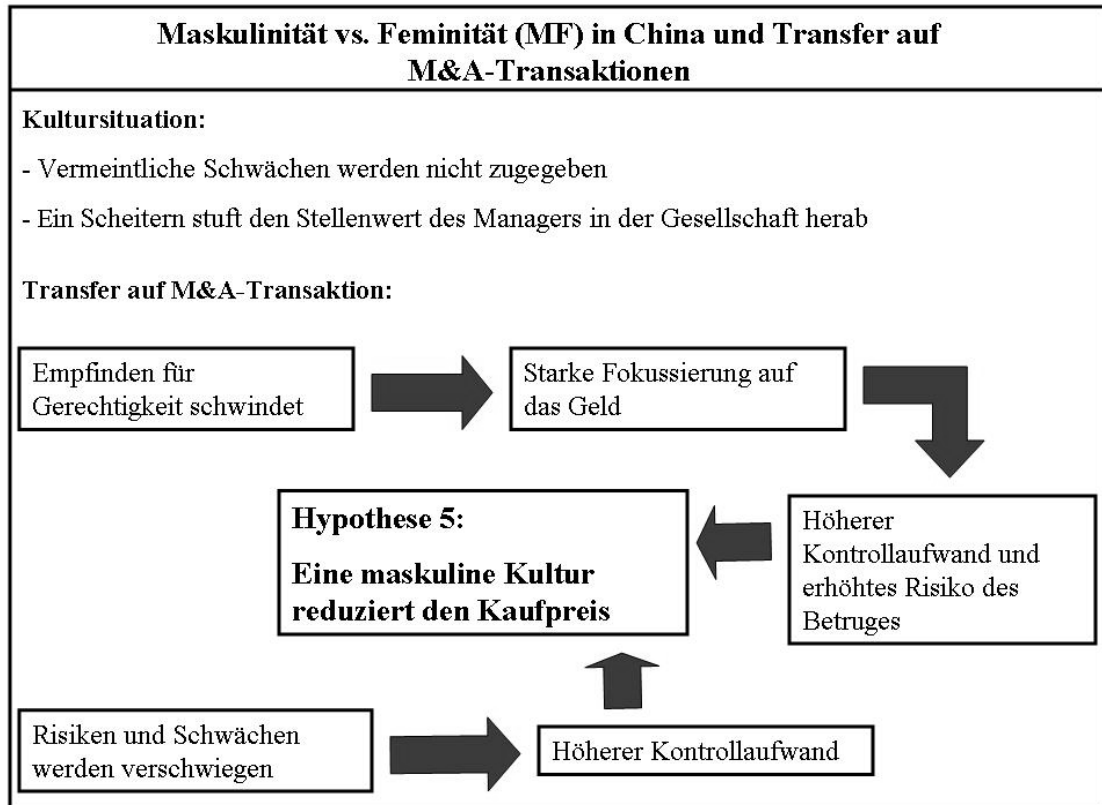


Abbildung 36: Maskulinität vs. Feminität in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

**4.1.8.5 Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO) in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen**

Die Dimension LO gehörte nicht zu den ursprünglich gefundenen Kulturdimensionen. Hofstede integrierte sie nachträglich in das Kulturmodell, aufgrund der asiatischen Kulturunterschiede zu den westlichen Kulturen. Kernelement ist die Lehre des Konfuzius. Langfristig orientierte Kulturen weisen als Attribute Hartnäckigkeit, Sparsamkeit, Durchhaltevermögen, Schamgefühl und die Unterordnung unter Personen, die höher gestellt sind (älter, erfolgreicher, etc.), auf. Kurzfristige Orientierung ist geprägt von persönlicher Stabilität, Wahrung des Gesichts, Traditionsbewusstsein und von der Erfüllung der sozialen Pflichten [Hofstede 2001, S. 354].

China weist einen LZO (Langzeitorientierungsindex) von 118 auf, wohingegen Deutschland auf einen Wert von 31 kommt.

China als Land mit einer starken Langzeitorientierung wird von Hofstede folgendermaßen definiert (siehe Tabelle 7):

Tabelle 7: Charakteristika für Gesellschaften mit starker Langzeitorientierung. Eigene Darstellung. [Quelle: Hofstede; Hofstede 2006, S. 295, S. 301, S. 311, S. 322].

<b>Gesellschaften mit starker Langzeitorientierung</b>		
Norm / Familie / Bildung	Arbeitsplatz	Staat
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die persönliche Anpassungsfähigkeit ist wichtig</li> <li>• Ausdauer, nicht nachlassende Anstrengungen beim langsamen Erreichen von Ergebnissen</li> <li>• Respekt vor den Gegebenheiten</li> <li>• Bereitschaft, einem Zweck zu dienen</li> <li>• Ehe ist eine pragmatische Vereinbarung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Marktposition steht im Mittelpunkt</li> <li>• Man legt Wert auf den Gewinn, den man nach zehn Jahren macht</li> <li>• Firmeninhaber / Vorgesetzte und Mitarbeiter haben dieselben Ziele</li> <li>• Lebenslange Investition in ein persönliches Netzwerk (Guanxi)</li> <li>• Hohe Sparquote, Mittel für Investitionen stehen zur Verfügung</li> <li>• Geld wird in Immobilien investiert</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Was gut und böse ist, hängt von den Umständen ab</li> <li>• Wenn A wahr ist, so kann das Gegenteil B ebenfalls wahr sein</li> </ul>

Observation und Vorstudie zeigten, dass die Kulturauffassung im Bereich der Langzeitorientierung konträr zu Hofstedes Empirie aufgestellt ist. Die Charakteristika der M&A-Transaktionen sind folgende:

- Chinesische Unternehmungen streben nach kurzfristigen Gewinnmöglichkeiten.
- Chinesische Eigentümer wollen eine schnelle Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals erreichen. Vorgesetzte und Mitarbeiter wollen den eigenen Nutzen kurzfristig optimieren.
- Der Unterschied zu anderen verschafft im persönlichen und wirtschaftlichen Leben einen Vorteil.

Der Autor der vorliegenden Arbeit stimmt Hofstede darin zu, dass lebenslang in ein Beziehungsnetzwerk investiert wird, um ein Netz von Abhängigkeiten („Guanxi“) zu

schaffen. Dieses Netzwerk besteht jedoch nur aus Chinesen. Ausländer können an diesem Netzwerk nicht partizipieren. Hieraus leitet sich ab, dass eine Informationseffizienz in schwacher Form vorliegt. Für eine genauere Betrachtung siehe hierfür Kapitel 3.3.2.8.

Somit ergibt sich eine ambivalente Betrachtung der Kulturdimension LZO. Im weiteren Verlauf der empirischen Studie wird zum einen „Guanxi“ als Langzeitorientierung aufgefasst und im späteren Verlauf in ein innerbetriebliches „Guanxi“ und ein vertriebsorientiertes „Guanxi“ unterschieden, wohingegen der kurze Planungshorizont und die kurzfristige Gewinnmaximierung im Folgenden als Kurzzeitorientierung dokumentiert werden. Der Autor unterstreicht nochmals, dass die von ihm eingefügten Änderungen sich auf Unternehmungen beziehen, und nicht auf den Staat. Der chinesische Staat verfolgt langfristige Industrieprojekte und handelt nach den Gesetzmäßigkeiten der Nachhaltigkeit.

### **Übertragung:**

Die kurzfristige Gewinnausrichtung der Unternehmungen führt dazu, dass internationale Vertriebskanäle oft ausgereizt werden und Preis- und Produktionsabsprachen nicht eingehalten werden. Im innerchinesischen Vertriebsnetzwerk setzt eine Selbstkontrolle aufgrund des „Guanxi“-Netzwerkes ein, jedoch versagt diese Selbstkontrolle bei Geschäftsbeziehungen mit ausländischen Partnern. Jedoch sollten Keyaccounts auf mögliche „Guanxi“ untersucht werden. Zum einen könnten internationale Keyaccounts den neuen Eigentümer begrüßen, da eine höhere Vertragssicherheit garantiert werden könnte. Zum anderen könnte das innerchinesische Vertriebsnetz zusammenbrechen, da Vertriebsmitarbeiter die Unternehmung verlassen. Die Folge wären Umsatzeinbußen und somit die Reduzierung des Übergewinns. Da die Erschließung des chinesischen Binnenmarktes für zukünftige M&A-Transaktionen an Bedeutung zunehmen wird, sieht der Autor eine Tendenz zur Reduzierung des Kaufpreises.

Des Weiteren führt die kurzfristige Gewinnausrichtung dazu, dass ein Planungshorizont von fünf Jahren bei der EVA / MVA-Berechnung nicht aussagekräftig wäre. Die prognostizierten Umsätze könnten bei weiterer kurzfristiger Gewinnmaximierung nicht realisiert werden, da Marketingkosten und weitere langfristig angelegte Investitionen nicht realisiert werden würden. Als Grundannahme gilt hierbei, dass der Verkäufer kurzfristig und opportunistisch handelt (siehe Abbildung 37).

## Hypothese 6 (H 6): Starke Kurzzeitorientierung reduziert den Kaufpreis

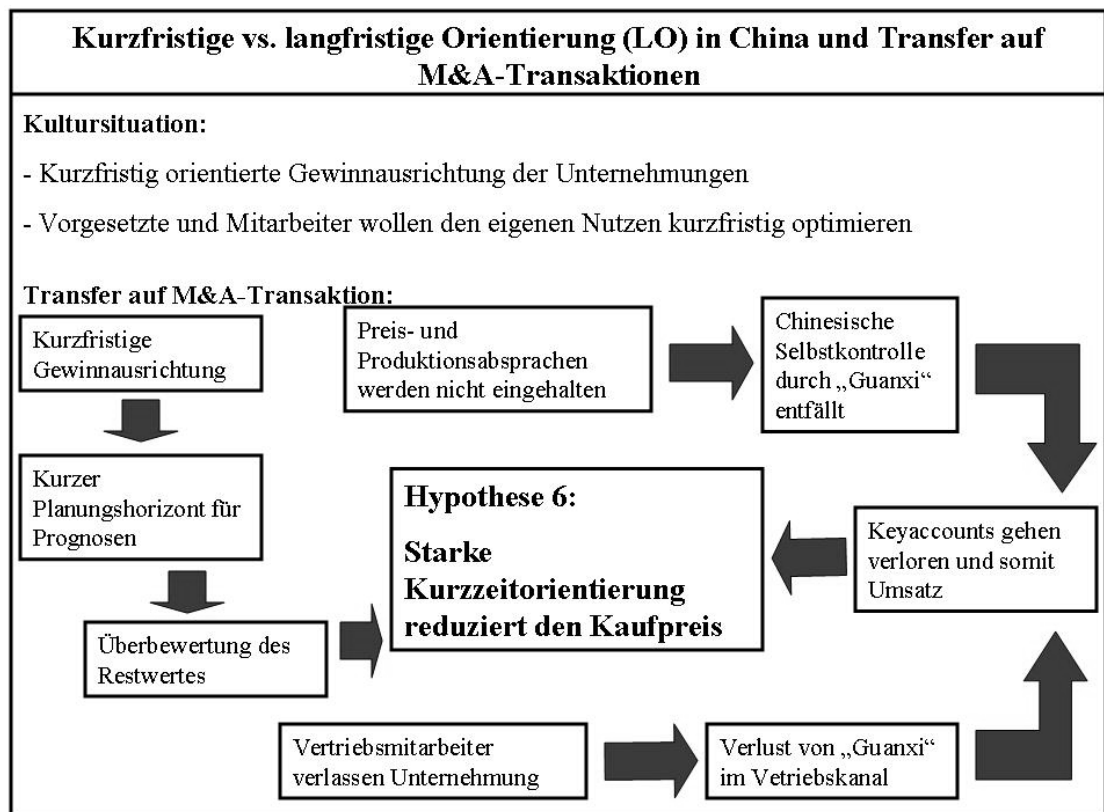


Abbildung 37: Kurzfristige vs. langfristige Orientierung in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

## 4.2 Spezifische kulturelle Besonderheiten in China

### 4.2.1 Soziokulturelles Umfeld

Die ökonomische Entwicklung Chinas und die Modernisierung des Staates stehen im Zusammenhang mit den speziellen soziokulturellen Ausgangsbedingungen. Das Weltbild setzt sich aus drei religiösen Weltanschauungen zusammen. Zum einen strebt die Gesellschaft, dem Grundprinzip des *Daoismus* folgend, die Harmonie zwischen Himmel, Erde und Mensch an. Zum anderen beeinflussen der *Konfuzianismus*, eine Abspaltung des Daoismus', und der *Buddhismus* aus Indien die Gesellschaft in China [Kiefer 1995, S. 6].

Die Hauptmerkmale der chinesischen Kultur lassen sich wie folgt zusammenfassen [Kiefer 1995, S. 7]:

- a) Betonung des Gruppengeistes,
- b) harmonischer menschlicher Umgang,
- c) Betonung der Pflichten vor den Rechten,
- d) Achtung vor der Bildung.

Neben rein wirtschaftlichen Interessen wirken *soziokulturelle Faktoren* auf die Geschäftsbeziehungen zwischen Unternehmen verschiedener Nationen ein, insbesondere wenn enge Verbindungen wie z. B. Joint Ventures geschlossen werden [Herrmann-Pillath 1994, S. 1].

Eine Umfrage von Herrmann-Pillath [1994a, S. 16] unter deutschen Unternehmen des Maschinenbaus haben 1994 zwei maßgebende Unterschiede des chinesischen Geschäftslebens zum deutschen aufgezeigt. Der Entscheidungsprozess verläuft oftmals nicht von oben herab, sondern das Grundprinzip der Harmonie muss stets gewahrt bleiben, sodass immer ein Konsens gefunden werden muss. Zudem erscheint der chinesische Manager als Sprachrohr, der Informationen von Hintermännern, oftmals Kader der staatlichen Bürokratie und / oder der kommunistischen Partei, lediglich weitergibt und kaum eigenständige Handlungsbefugnis inne hat [Herrmann-Pillath 1994, S. 18].

Die Art der chinesischen Unternehmensführung erweist sich vielfach als verwirrend für ausländische Investoren. Zum einen herrscht ein Zwang zur Konsensfindung vor, der schnelle Entscheidungen hemmt, zum anderen sind Entscheidungen sehr zentralisiert aber gering formalisiert [Herrmann-Pillath 1997, S. 22].

#### **4.2.2 „Guanxi“**

Die chinesische Landeskultur erhöht im Gegensatz zu westlichen Kulturen, in denen Geschäftsbeziehungen zwischen zwei Unternehmungen und nicht zwei Unternehmern gepflegt werden, den Stellenwert des Individuums einer Unternehmung über die gesamtorganisatorische Einheit. Dies hat zur Folge, dass Geschäftsbeziehungen zwischen Personen zustande kommen statt zwischen Unternehmungen. Dieser auf persönlichen Beziehungen basierende Effekt wird bezeichnet als „Guanxi“ [Kiefer 1995, S. 26]. Innerhalb dieses Netzwerkes wird informell kommuniziert, Absichten werden formuliert und Konflikte gelöst [Herrmann-Pillath 1997, S. 15]. „Guanxi“ wird im Folgenden in dieser Arbeit als Beziehungsnetzwerk, in dem gegenseitige Abhängigkeiten aufgebaut wurden, definiert.

Das Netzwerk aus Verbindungen („Guanxi“) übernimmt in chinesischen Unternehmungen oftmals die Leitung des Betriebes. Das Management leitet das operative Geschäft, obgleich es in vielen Bereichen der Strategieplanung und Kontrolle keine Entscheidungsbefugnis erhält, sondern das „Guanxi“ um Rat fragen muss [Kiefer 1995, S. 26].

Generell wird versucht, das Harmonieprinzip aufrecht zu erhalten, indem Konflikte nicht offen ausgetragen, sondern indirekt gelöst werden. Zudem ist das Individuum sehr auf die

Meinung der „Gesellschaft“ bedacht und kann kaum gestalterisch tätig werden [Herrmann–Pillath 1997, S. 15].

Neben dem Verständnis des chinesischen Beziehungsnetzwerkes und der daraus resultierenden grundverschiedenen Geschäftspraxis gelten sieben Verhaltensweisen als Grundvoraussetzung für einen erfolgreichen Abschluss von Verträgen. Kenntnisse der konfuzianischen Ideologie, Bescheidenheit und soziale Handlungskompetenz gehören ebenso dazu wie die Vertiefung der persönlichen Beziehungen, Diskussionen über Familienstand und Herkunft sowie das Verständnis für eine geringere Wertschätzung von Verträgen [Herbig; Martin 1998, S. 52].

Lehner und Nuhn [2005, S. 737] beobachteten anhand einer Fallstudie von Henkel bei chinesischen Unternehmungen, dass die Pflege von guten Beziehungen die betrieblichen Entscheidungen steuert und nicht der kurzfristige finanzielle Nutzen sowie das gemeinsame wirtschaftliche Ziel der unternehmerischen Partnerschaft. Observation und Vorstudie der vorliegenden Arbeit widersprachen teilweise dieser Darstellung. Der Autor stimmt mit Lehner und Nuhn überein, dass das Beziehungsnetzwerk einen entscheidenden Stellenwert bei der Steuerung von Unternehmungen in China aufweist. Allerdings können ausländische Unternehmungen nur sehr eingeschränkt an diesem Beziehungsnetzwerk partizipieren. Die Möglichkeit des chinesischen Geschäftspartners, einen kurzfristigen finanziellen Nutzen zu generieren, besitzt bei Cross-Border Geschäftsbeziehungen einen höheren Stellenwert.

#### **4.2.3 „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen**

Das Beziehungsnetzwerk wird im Folgenden in ein innerbetriebliches „Guanxi“ und ein vertriebsorientiertes „Guanxi“ aufgegliedert, um die Relevanz bei M&A-Transaktionen und den Kaufpreis zu analysieren.

##### **4.2.3.1 Innerbetriebliches „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen**

Ein innerbetriebliches „Guanxi“ liegt vor, wenn die Unternehmensleitung verstärkt Personal aus dem eigenen „Guanxi“ rekrutiert hat. Durch die verstärkte Abhängigkeit und Gefälligkeitsmentalität der Mitarbeiter untereinander werden Restrukturierungen und Rationalisierungen erschwert.



## Übertragung:

Im Rahmen der Post-Merger-Integration bei M&A-Transaktionen wird häufig das obere Management-Team ausgewechselt. Das mittlere Management soll der Unternehmung erhalten bleiben, damit das bisherige Wissen über Produktion, Wettbewerb und Absatzmarkt nicht abhanden kommt. Aufgrund des innerbetrieblichen „Guanxi“ kommt es in China zu einer erhöhten Abwanderung des mittleren Managements und zu einer Informationsflussunterbrechung, da das Top-Management und das mittlere Management bekanntschaftlich oder familiär verbunden sind. Die bisherige informelle Kommunikation bleibt aus, und schnelle Ansätze der Konfliktlösung gehen verloren. Außerdem erschwert das innerbetriebliche „Guanxi“ die zukünftige Rationalisierung und den damit verbundenen Personalabbau, da kein chinesischer Manager ein „Guanxi“-Mitglied entlassen kann, ohne sein eigenes Netzwerk zu gefährden. Beide vorgestellten Szenarien belasten den Übergewinn und können im Vorfeld nicht durch eine Bilanz verdeutlicht werden (siehe Abbildung 38).

### Hypothese 7 (H 7): Innerbetriebliches „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis

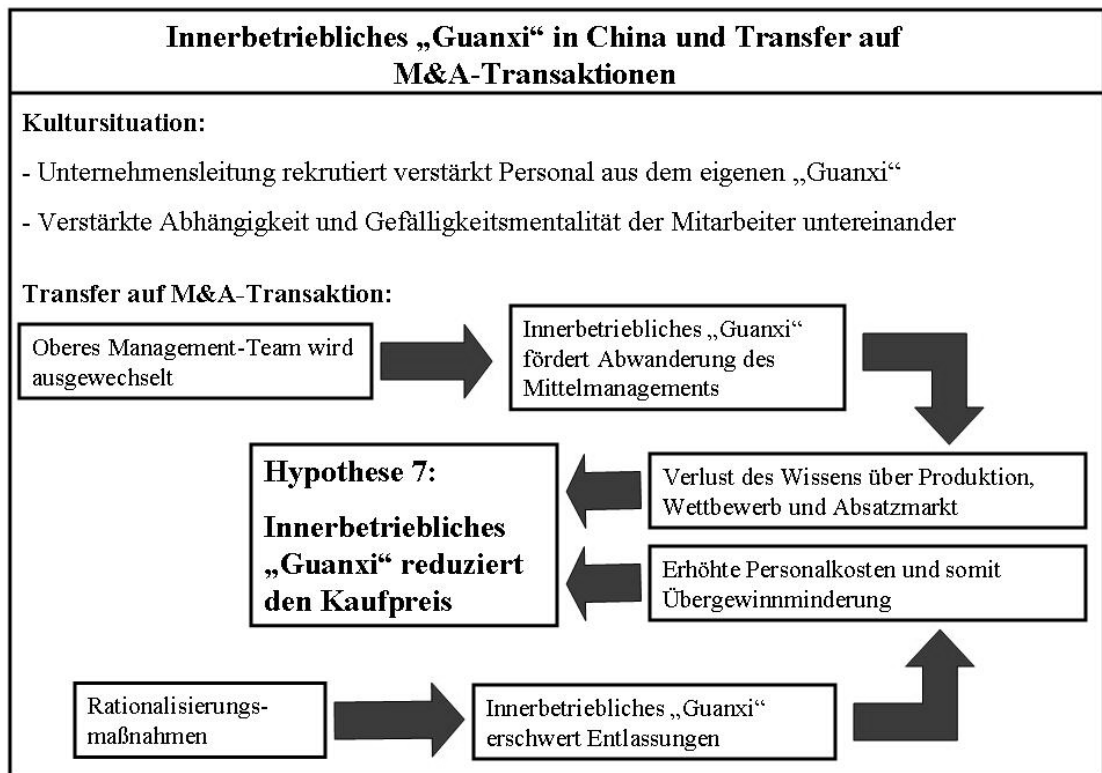


Abbildung 38: Innerbetriebliches „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

#### **4.2.3.2 Vertriebsorientiertes „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen**

Das vertriebsorientierte „Guanxi“ ist das Kapital eines Vertriebsmanagers in China. Der Vertriebsmitarbeiter baut ein eigenes Netzwerk von Keyaccounts auf. Hierbei sind Schlüsselfaktoren wie der Besuch der gleichen Universität, verwandtschaftliche Verbundenheit und die Herkunft aus der gleichen Provinz (Sprache) entscheidend. Das Mandarin („Hochchinesisch“) ist in China die gemeinsame Sprache, mit deren Hilfe eine Verständigung über Provinzgrenzen hinweg möglich ist. Zusätzlich besitzt jede Provinz und sogar vereinzelte Städte (wie z. B. Schanghai und Peking) eigene Dialekte, die zwar vom Schriftzeichensystem identisch sind, jedoch das Gesprochene sich stark unterscheidet. So können Shanghaier und Pekinger Bewohner in Ihren Heimatdialekten nicht miteinander kommunizieren. Diese Kommunikationsbarriere ist umso ausgeprägter, je weiter die Provinzen und Städte voneinander entfernt sind.

Da in China Geschäfte zwischen Personen stattfinden und nicht zwischen Unternehmungen, hängt ein Großteil der Keyaccounts von den vertriebsorientierten „Guanxi“ ab. Innerhalb des „Guanxi“ wird zudem ein Abhängigkeitsnetzwerk aufgebaut, das mit Hilfe von Zusatzzahlungen und Extrazahlungen aufrechterhalten wird.

#### **Übertragung:**

Je größer das vertriebsorientierte „Guanxi“ ist, desto erfolgreicher ist ein Vertriebsmanager in China. Zum einen ist ein M&A-Käufer stark abhängig von dem Verbleib des Vertriebsmanagers in der Unternehmung, da die gegenseitigen Abhängigkeiten der Kunden-Vertriebsmanager-Beziehung eine persönliche ist und keine Loyalität zur Unternehmung oder dem Produkt besteht. Daher sollte eine Unternehmensbewertung die Vertriebsstruktur genauer analysieren. Umsätze, die aufgrund von „Guanxi“ realisiert werden, sollten neutralisiert und aus dem EVA / MVA-Modell herausgerechnet werden. Zudem sollten erhöhte Marketingaufwendungen kalkuliert werden, damit die verloren gegangenen Keyaccounts zurückgewonnen werden können und zum Verbleib motiviert werden (siehe Abbildung 39).

### Hypothese 8 (H 8): Vertriebsorientiertes „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis

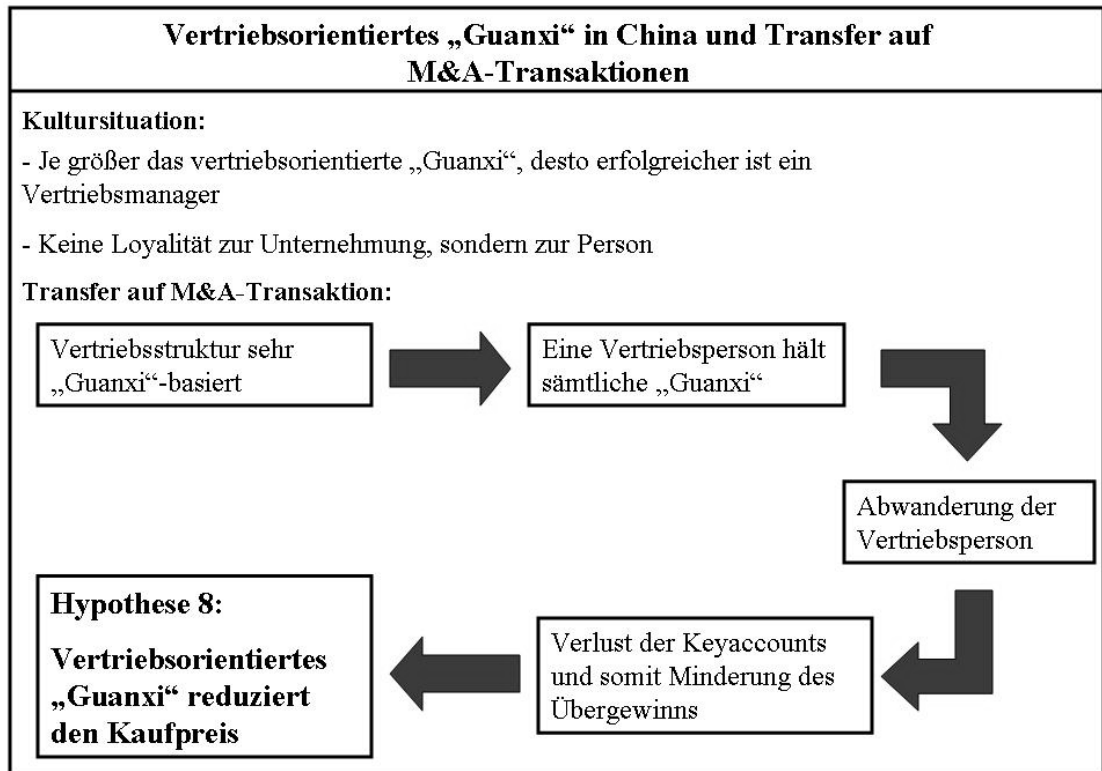


Abbildung 39: Vertriebsorientiertes „Guanxi“ in China und Übertragung auf M&A-Transaktionen.

## 5 Empirie

Zur besseren Darstellung der Ergebnisse der empirischen Studie wird der M&A-Kulturfaktor eingeführt. Der M&A-Kulturfaktor gibt Auskunft darüber, inwiefern und in welchem Umfang ein Cluster Kultureinflüsse aufweist. Des Weiteren stellt das folgende Kapitel die Verfahren der empirischen Datenerhebung vor und zeigt auf, wie das gesammelte Datenmaterial ausgewertet wird.

### 5.1 Zielsetzung

Die vorangegangene umfangreiche Literaturrecherche und die theoretisch hergeleiteten Erkenntnisse sollen im Folgenden anhand einer empirischen Untersuchung verfeinert und erweitert werden. Die im Vorfeld gewonnenen Hypothesen sollen mit Hilfe der empirischen Studie validiert und manifestiert werden, sodass ein kulturadjustiertes Kapitalkostenkonzept für die Unternehmensbewertung in China entwickelt werden kann. In Tabelle 8 werden die Hypothesen aus den vorangegangenen Kapiteln zusammengefasst.

Tabelle 8: Übersicht der erarbeiteten Hypothesen.

<b>Übersicht der erarbeiteten Hypothesen</b>	
<b>Ursprung</b>	<b>Hypothesen</b>
<b>Kapitalmarkt</b>	(H 1): Chinesische Kapitalmarktstruktur reduziert den Kaufpreis
<b>Hofstede</b>	(H 2): Große Machtdistanz reduziert den Kaufpreis (H 3): Schwache Unsicherheitsvermeidung reduziert den Kaufpreis (H 4): Eine kollektivistische Kultur reduziert den Kaufpreis (H 5): Eine maskuline Kultur reduziert den Kaufpreis (H 6): Starke Kurzzeitorientierung reduziert den Kaufpreis
<b>„Guanxi“</b>	(H 7): Innerbetriebliches „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis (H 8): Vertriebsorientiertes „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis

Das Ziel der empirischen Untersuchung wird von vier Leitfragen (L) gestützt:

- L 1) Es ist zu untersuchen, ob die Landeskultur einen Einfluss auf M&A-Transaktionen in China hat. Hierbei wird von einem westlichen Käuferunternehmen ausgegangen, welches noch keine Erfahrungen mit Unternehmensbewertungen in China gemacht hat. Hierbei soll insbesondere die jeweilige Kaufpreisfindung im Mittelpunkt stehen.
- L 2) Es ist zu überprüfen, ob die chinesischen Kultureinflüsse von den jeweiligen Rahmenbedingungen der Zielunternehmung abhängen. Hierbei wird als Differenzierungsmerkmal die Börsennotierung (notiert / nicht notiert), die Unternehmensform (staatlich / privat / ausländisch) und das M&A-Transaktionsvolumen (kleiner 50 Mio. US\$ / größer 50 Mio. US\$) verwendet.
- L 3) Es ist zu überprüfen, ob M&A-Transaktionen in China bereits Kulturaspekte berücksichtigen und inwiefern die Kulturadjustierung auf Bewertungsmodelle ausgeweitet werden kann. Somit ergibt sich die Notwendigkeit der Kulturintegration bereits in der Merger-Phase im Bereich der Unternehmensbewertung und nicht erst in der Post-Merger-Phase bei der langfristig angesetzten Integration der unterschiedlichen Kulturen der Unternehmungen.
- L 4) Des Weiteren ist zu überprüfen, ob gegebenenfalls weitere, nicht aus der theoretischen Betrachtung ableitbare, Merkmale erkennbar sind.

Die in dieser Arbeit aufgestellten Hypothesen sollen im Folgenden nicht als zu falsifizierende Hypothesen verstanden werden, sondern vielmehr als stilistische Elemente einer Heranführung zum kulturadjustierten Unternehmensbewertungskonzept eingesetzt werden.

## **5.2 Qualitativer Forschungsansatz**

Um das dargestellte Ziel zu verwirklichen, verlangt die Arbeit eine Zweiteilung der methodischen Herangehensweise. Zum einen erfolgt eine Analyse der nationalen und internationalen Literatur. Sowohl Primär- als auch Sekundärliteratur werden im Rahmen der Literaturrecherche analysiert. Zum anderen basiert die Arbeit auf einer empirischen Sozialstudie, um dem dynamischen M&A-Markt in China gerecht zu werden. Hierbei kam

die Technik des Intensivinterviews (Experteninterviews) zur Anwendung, wobei der Fragebogen eine hohe Standardisierung aufweist.<sup>9</sup>

Als Experte nach Meuser und Nagel [1991, S. 443] gilt eine Person, wenn diese für den Entwurf, die Implementierung oder die Kontrolle einer Problemlösung verantwortlich ist oder einen besonderen Zugang zu relevanten Informationen besitzt. In dieser Arbeit gilt als Experte, wer in maßgeblicher Weise in „Cross-Border“-M&A-Aktivitäten in China eingebunden ist.

Das persönliche Interview kann gut kontrolliert werden, und die Flexibilität ist sehr gut. Zudem wurden einige Interviews als Telefoninterview geführt, das ähnliche Charakteristika wie das persönliche Interview aufweist [Kotler; Armstrong 2001, S. 148 f.]. Die Interviewten wurden vorher anhand Ihrer Tätigkeiten als M&A-Anwalt (zuzüglich der Wirtschaftsprüfer) oder M&A-Berater ausgewählt. Diese Vorsortierung der zu Befragenden nennen Kotler und Armstrong [2001, S. 153] „Judgement Sample“.

Die zusammengeführten Analysen der nationalen sowie internationalen Literatur und der Experteninterviews führen zu einem neuen Grundverständnis der Bewertungstheorie. Die vorliegende Arbeit erhebt den Anspruch, eine neue Theorie zu generieren. Dabei ist es nicht Ziel der Arbeit, diese Theorie anhand einer quantitativen empirischen Studie zu beweisen.

### **Grounded Theory Methode (GTM)**

Die Grounded Theory (Gegenstandsverankerte Theoriebildung) ist ein Ansatz zur systematischen Auswertung von qualitativen Daten. Die GTM ist ein Multi-Methoden Ansatz und wird vor allem in der Sozialwissenschaft angewendet, um Theorien und Modelle zu entwickeln. Samik-Ibrahim [2000, S. 2] beschreibt die Anwendung der GTM mit der zentralen Fragestellung: „What is going on in an area.“ Sie eignet sich besonders für das vorliegende Forschungsvorhaben, da eine Theorie aus den unterschiedlichsten Quellen (primäre und sekundäre Literatur, Fallbeispiele, Befragungen, Observation, Vorstudie und Experteninterviews) heraus entwickelt werden soll. Die GTM geht auf Barney G. Glaser und Anselm L. Strauss zurück, die im Jahr 1960 im Rahmen eines Forschungsvorhabens über sterbende Patienten die Methode entwickelten [Samik-Ibrahim 2000, S. 3].

Samik-Ibrahim [2000, S. 1] empfiehlt für Forschungsvorhaben in sich entwickelnden Ländern, die GTM zu verwenden. Außerdem zeigt die GTM in den Bereichen Technik,

---

<sup>9</sup> Siehe Fragebogen.

Soziologie, Gesundheitswesen, Umwelt- und Wirtschaftswissenschaft Vorteile gegenüber herkömmlichen Forschungsansätzen [Samik-Ibrahim 2000, S. 3].

Niewiarra und Legewie [1996, S. 8] verlangen von dem Theoriebildungsansatz der Grounded Theorie, dass die zu entstehende Theorie vier Kriterien erfüllt:

- a) Die Theorie besitzt eine Übereinstimmung mit der Wirklichkeit.
- b) Die entwickelte Theorie weist eine hohe Verständlichkeit auf.
- c) Die Theorie besitzt eine Allgemeingültigkeit für das abgesteckte Forschungsfeld.
- d) Die gebildete Theorie kann kontrolliert werden.

### **5.3 Herleitung des Forschungsvorhabens**

Die empirische Studie wird einerseits mit Hilfe des chinesischen M&A-Rechts hergeleitet und andererseits anhand der fünf Kulturdimensionen von Hofstede und dem chinaspezifischen „Guanxi“ verfeinert.

#### **Chinesisches M&A-Recht**

Das chinesische M&A-Recht regelt den M&A-Prozess ausgiebig. Die vom Rechtssystem vorgegebene Einteilung der möglichen M&A-Szenarien ermöglicht eine Vor-Clusterung des M&A-Prozesses. Die Vor-Clusterung anhand des chinesischen Rechtssystems ist aufgrund des komplexen Sachverhaltes und des dynamischen Marktumfeldes notwendig, um das Risiko der Fehlinterpretationen zu minimieren. Zudem ermöglicht die gewählte Vor-Clusterung nach dem chinesischen M&A-Recht eine praxisnahe Betrachtung der M&A-Transaktionen. So wird in der vorliegenden Arbeit einerseits zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmungen unterschieden. Zudem erfolgt eine Differenzierung der Staatsunternehmen (State-owned Enterprise – SOE, Collectively-owned Enterprise – COE, Town and Village Enterprise – TVE), der privaten Unternehmungen (Private Chinese Company – PCC) und der ausländischen Unternehmensformen (Wholly Foreign-owned Enterprise – WFOE, Equity Joint Ventures – EJV, Cooperative Joint Venture – CJV). Des Weiteren werden Transaktionen über und unter 50 Mio. US\$ unterschieden.<sup>10</sup> Die Zusammenführung der ausländischen Unternehmensformen (Wholly Foreign-owned Enterprise – WFOE, Equity Joint Ventures

---

<sup>10</sup> Gehört die Zielfirma einer „encouraged“ (motivierten) oder „permitted“ (erlaubten) Industrie an, so können die lokalen Behörden bis 100 Mio. US\$ die Genehmigungen erteilen. In diesen Fällen werden die M&A Transaktionen als kleiner 50 Mio. US\$ betrachtet und in das entsprechende Cluster klassifiziert.

– EJV, Cooperative Joint Venture – CJV) ist dem Tatbestand geschuldet, dass Unternehmen mit ausländischem Kapital und Mitspracherecht bei M&A-Transaktionen gleiche Verhaltensweisen und Strukturen aufweisen (siehe Abbildung 40).

Unternehmensformen gegliedert nach den rechtlichen Bestimmungen für M&A in China		
Staatliche Unternehmungen	Private Unternehmungen	Ausländische Unternehmungen
SOE, COE, TVE	PCC	WFOE, EJV, CJV
SOE – State-owned Enterprise COE – Collectively-owned Enterprise TVE – Town and Village Enterprise PCC – Private Chinese Company		WFOE – Wholly Foreign-owned Enterprise EJV – Equity Joint Ventures CJV – Constructual Joint Venture

Abbildung 40: Unternehmensformen gegliedert nach den rechtlichen Bestimmungen für M&A in China.

Das theoretische, nach dem chinesischen Rechtssystem aufgebaute Modell lässt sich wie in Abbildung 41 darstellen.

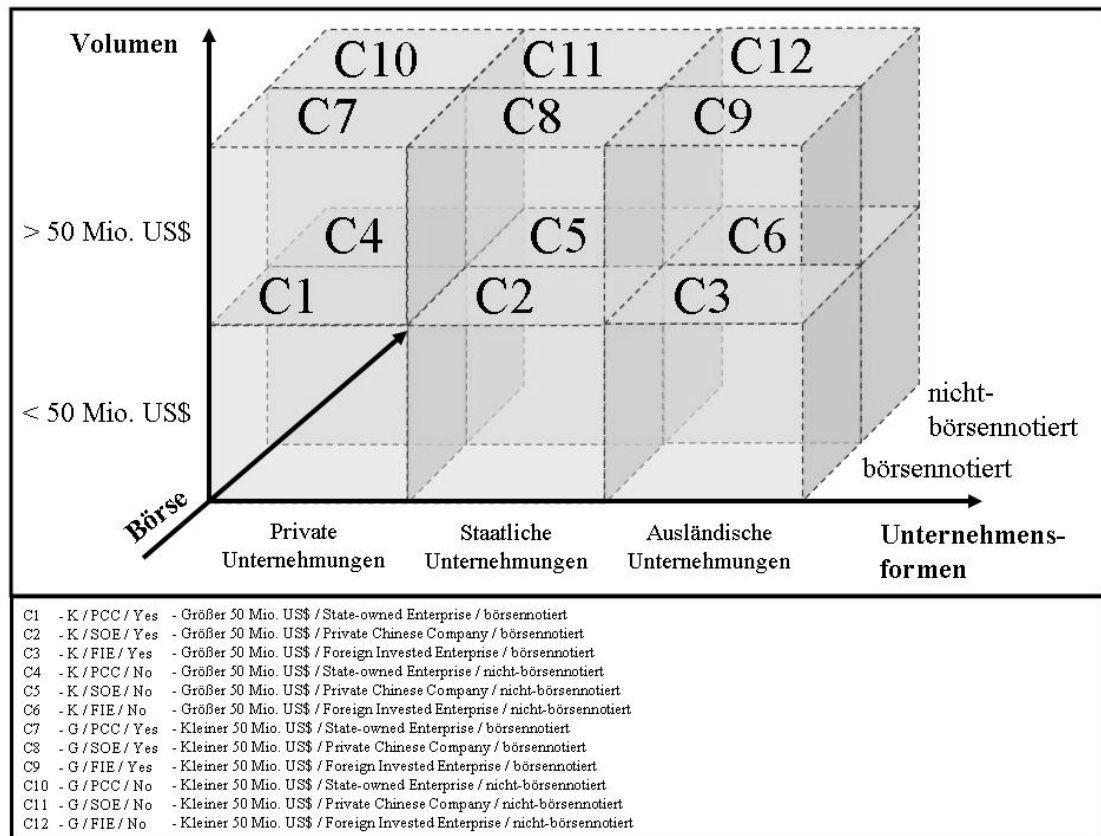


Abbildung 41: Auswertungswürfel.



Die zwölf möglichen Cluster werden nachgehend auf die jeweilige Kulturrelevanz geprüft und einzeln ausgewertet.

### **Kulturdimensionen von Hofstede und „Guanxi“**

Die fünf Kulturdimensionen von Hofstede und „Guanxi“ (siehe Tabelle 9) werden nun eingesetzt, um die jeweilige Kulturrelevanz pro Cluster zu testen. Hierfür wurden jeweils drei Fragen pro Kulturdimension und für den Faktor „Guanxi“ erarbeitet, welche die Kulturrelevanz in einer M&A-Transaktion überprüfen. Zudem wird im Fragebogen der Einfluss der jeweiligen Kulturdimension und der „Guanxi“ einzeln erfragt („Appraisal Relevance Check“), so dass sichergestellt werden kann, dass einerseits die einzelnen Fragen eine Relevanz auf den M&A-Prozess haben und andererseits der jeweilige Block (drei Fragen pro Kulturdimension und „Guanxi“) relevant für das M&A-Geschäft und insbesondere die Unternehmensbewertung ist.

Tabelle 9: Fünf Kulturdimensionen nach Hofstede und „Guanxi“.

<b>Kultur nach Hofstede (5 Dimensionen)</b>					<b>„Guanxi“</b>
Machtdistanz (MA)	Unsicherheitsvermeidung (UV)	Individualismus vs. Kollektivismus (IK)	Maskulinität vs. Feminität (MF)	Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO)	China-spezifisches „Guanxi“

### **5.4 Datenerhebung**

Die Datenerhebung erfolgte anhand von persönlichen und telefonischen Experteninterviews. Der Fragebogen ist in sechs Abschnitte unterteilt. Der erste Abschnitt erfasst generelle Aussagen über den chinesischen M&A-Markt und den Interviewten. Der zweite Abschnitt definiert ein Cluster, woraufhin sämtliche Fragen eines Fallbeispiels innerhalb des beschriebenen Clusters zu beantworten sind. Abschnitt 3 erfragt den Kultureinfluss, hergeleitet und strukturiert nach den fünf Dimensionen von Hofstede, auf das vorher geclusterte Fallbeispiel bei M&A-Aktivitäten. Der vierte Abschnitt erfasst den chinaspezifischen „Guanxi“-Einfluss auf die jeweilige M&A-Transaktion. Im fünften Teil des Fragebogens werden die verwendeten Bewertungsverfahren angegeben und nach

möglichen Adjustierungen gefragt. Der sechste Abschnitt erfasst statistische Daten über die Unternehmung des Experten, sowie deren Marktanteil in China und deren Mitarbeiterstärke.

Die befragten Experten waren aufgefordert, auf einer siebenstufigen Skala den kulturellen Einfluss auf Situationen einzustufen. Entsprechend der Stärke ihrer Zustimmung bzw. Ablehnung gaben die Probanden jedem Item einen Zahlenwert (z. B. sehr schnell (1) – sehr langsam (7) oder altruistisch (1) – egoistisch (7)). Da bei dem verwendeten Skalenniveau gleiche Abstände zwischen den Testwerten vorliegen, ist ein Intervallskalenniveau vorauszusetzen.

Die Mehrheit der befragten Experten hat ihren Lebensmittelpunkt in Shanghai. Einzelne Interviews wurden auch in Peking durchgeführt. Zudem können einzelne geschilderte Fälle von M&A-Akteuren in anderen chinesischen Provinzen stattgefunden haben. Sämtliche Gesprächspartner kamen aus dem westlichen Ausland und insbesondere aus Deutschland. Das Verhältnis zwischen M&A-Anwälten und M&A-Beratern ist 5:16. Insgesamt wurden 21 Experten befragt, die 39 Situationen (Fallbeispiele) beschrieben. Für 8 Cluster konnten entsprechende Situationen und damit empirische Daten erhoben werden. Für die Cluster C3 (kleiner 50 Mio. US\$ / börsennotiert / ausländische Unternehmung) und C9 (größer 50 Mio. US\$ / börsennotiert / ausländische Unternehmung) konnte kein interviewter Experte eine Situationsbeschreibung abgeben. Cluster C3 und C9 sind erst seit dem Jahr 2006 theoretisch möglich, da ausländische Firmen seit diesem Zeitpunkt die B-Shares in A-Shares umwandeln dürfen. Bisher sind den befragten Experten keine Präzedenzfälle bekannt. Ausländische Unternehmungen sind zudem nur langsam dabei, in China gelistet zu werden. Des Weiteren konnten von den befragten Experten die Cluster C1 (kleiner 50 Mio. US\$ / börsennotiert / Staat) und C2 (kleiner 50 Mio. US\$ / börsennotiert / Privat) aufgrund mangelnder Musterfälle nicht beschrieben werden. Theoretisch sind M&A-Aktivitäten auch bei diesen Clustern in China zulässig, jedoch bringt der chinesische Staat hauptsächlich große Firmen an die Börse, sodass die Transaktionsvolumina über 50 Mio. US\$ liegen. Die kleinen privaten Unternehmungen sind ebenfalls nicht gelistet, da die Kapitalbeschaffung sehr selten über den Aktienmarkt geschieht. Die befragten Unternehmungen führten im letzten Jahr insgesamt ca. 500 M&A-Transaktionen (inländische und „Cross-Border“-Transaktionen) in China durch. Die befragten Experten waren im letzten Jahr in ca. 185 M&A-Transaktionen persönlich involviert. Der Marktanteil der befragten Unternehmungen wurde von den Experten bei „Cross-Border“-M&A-Aktivitäten auf ca. 85% bis 90% geschätzt.

## 5.5 Datenanalyse

Die Auswertung der erhobenen Daten erfolgt mehrstufig. Zuerst werden die geführten Interviews auf die jeweiligen Cluster verteilt. Anschließend wird die Unternehmensbewertungsrelevanz (siehe Fragebogen: Appraisal Relevance Check) der fünf Kulturdimensionen und des Faktors „Guanxi“ pro Cluster ausgewertet. Wenn eine Bewertungsrelevanz vorliegt (50% und mehr der befragten Experten geben eine Relevanz an), erfolgt eine Korrelationsanalyse der Antworten pro Frageblock (siehe Fragebogen im Anhang: drei Fragen je Kulturdimension und „Guanxi“). Bei der Korrelationsanalyse werden sämtliche erhobene Daten je Kulturdimension und „Guanxi“ berücksichtigt, sofern eine Bewertungsrelevanz vorher ermittelt wurde. Somit werden auch diejenigen Antworten von Experten integriert, die vorher die Kulturrelevanz beim „Appraisal Relevance Check“ verneint haben. Der Korrelationsanalyse gibt Auskunft über den Zusammenhang der Merkmale (den einzelnen Fragen). Sofern die Korrelationsanalyse eine stark positive (+ 0,36 bis + 0,65), sehr stark positive (+ 0,66 bis + 0,99) oder vollkommen positive Korrelation (+ 1) der gegebenen Antworten ergibt, erfolgt die Mittelwertbildung und eine Gewichtung des Kultureinflusses auf den Unternehmensbewertungsprozess gegenüber den weiteren sich positiv auswirkenden Kulturdimensionen und dem Faktor „Guanxi“. Anschließend wird die Gewichtung (Eintrittswahrscheinlichkeit) in den Diagrammen erfasst und dargestellt, jedoch vorerst nicht mathematisch statistisch eingerechnet (siehe Abbildung 42).



Abbildung 42: Vorgehensweise der empirischen Auswertung.

## 5.6 Dateninterpretation

### 5.6.1 Auswertungsagenda der Punktwertungen

Die Auswertungsagenda in Tabelle 10 gibt an, inwiefern der Mittelwert der empirisch ermittelten Punktwertungen die Hypothesen bestätigen. Hypothese H1 wurde empirisch erfasst, jedoch nicht durch Punktwertungen ermittelt. Aufgrund der komplexen und vielschichtigen chinesischen Kapitalmarktstruktur wurde die Auswertung der Hypothese H1 theoretisch bewiesen. Sofern der Mittelwert der Punktwertungen der Hypothesen H2, H3, H4, H5, H7 und H8 größer als vier ist, gilt die Hypothese als bestätigt. Hypothese H6 gilt als empirisch bewiesen, sobald der Mittelwert der Punktwertung kleiner als vier ist.

Tabelle 10: Auswertungsagenda für die Wertungen der Kulturdimensionen, „Guanxi“ und Hypothesen.

<b>Auswertungsagenda für die Wertungen der Kulturdimensionen, „Guanxi“ und Hypothesen</b>	
Hypothesen	Wertungen der Empirie
(H 1): Chinesische Kapitalmarktstruktur reduziert den Kaufpreis	Keine empirische Erhebung mit Wertungen → Theoretische Herleitung
(H 2): Große Machtdistanz reduziert den Kaufpreis	Kulturdimension von Hofstede: „Machtdistanz“ → Empirischer Wert größer 4
(H 3): Schwache Unsicherheitsvermeidung reduziert den Kaufpreis	Kulturdimension von Hofstede: „Unsicherheitsvermeidung“ → Empirischer Wert größer 4
(H 4): Eine kollektivistische Kultur reduziert den Kaufpreis	Kulturdimension von Hofstede: „Individualismus vs. Kollektivismus“ → Empirischer Wert größer 4
(H 5): Eine maskuline Kultur reduziert den Kaufpreis	Kulturdimension von Hofstede: „Maskulinität vs. Feminität“ → Empirischer Wert größer 4
(H 6): Starke Kurzzeitorientierung reduziert den Kaufpreis	Kulturdimension von Hofstede: „Kurzfristige vs. Langfristige Orientierung“ → Empirischer Wert kleiner 4
(H 7): Innerbetriebliches „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis	„Guanxi“-Dimension → Empirischer Wert größer 4
(H 8): Vertriebsorientiertes „Guanxi“ reduziert den Kaufpreis	„Guanxi“-Dimension → Empirischer Wert größer 4

### 5.6.2 Eintrittswahrscheinlichkeiten und deren Kennzeichnung

Die Eintrittswahrscheinlichkeiten werden bei der nachfolgenden statistischen Auswertung nicht berücksichtigt, damit die jeweiligen Ausprägungen nicht an Bedeutung verlieren. Daher ist die Auswertung des „Appraisal Relevance Check“ der Korrelationsanalyse und der Mittelwertbildung vorgeschaltet. Sofern der „Appraisal Relevance Check“ gleich und über 50% ist, gilt die Kulturdimension und „Guanxi“ als bewertungsrelevant. Um dem Leser jedoch die Möglichkeit der eigenen Urteilsbildung zu geben, werden die

Expertennennungen des „Appraisal Relevance Check“ (Eintrittswahrscheinlichkeit) insofern berücksichtigt, dass Sterne (\*) über der jeweiligen Kulturdimension und „Guanxi“ angegeben werden. So bedeutet ein Stern, dass wenigstens 50% der befragten Experten die Kulturdimension als relevant einstufen. Sofern sechs Sterne ersichtlich sind, haben sämtliche Befragten übereinstimmend eine Expertise abgegeben (siehe Abbildung 43).

<b>Kennzeichnung der Eintrittswahrscheinlichkeit der Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess</b>	
★	<b>50% - 59% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“
★★	<b>60% - 69% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“
★★★	<b>70% - 79% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“
★★★★	<b>80% - 89% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“
★★★★★	<b>90% - 99% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“
★★★★★★	<b>100% Eintrittswahrscheinlichkeit (bewertungsrelevante Antworten)</b> → positiver „Appraisal Relevance Check“

Abbildung 43: Kennzeichnung der Eintrittswahrscheinlichkeiten der Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess.

### 5.6.3 M&A-Kulturfaktor

Das empirisch abgesicherte Datenmaterial weist den neutralen Standpunkt bei einer Punktwertung von 4 auf (siehe Auswertungsagenda der Punktwertungen in Kapitel 6.1.1). Je nach positiver oder negativer Abhängigkeit der Punktwertungen zu den in dieser Arbeit aufgestellten Hypothesen werden die abgesicherten Daten um die Punktwertung 4 verteilt. Daraus ergeben sich die M&A-Kulturfaktoren je Kulturdimension und „Guanxi“ je Cluster. Somit würde eine Punktwertung von sechs bei der Machtdistanz (MA) im Cluster C8 einen M&A-Kulturfaktor von 2 ergeben, da die Machtdistanzskala positiv zur Hypothese H2 steht. Dahingegen würde eine Punktwertung von 3 bei der Kulturdimension „Kurzfristige vs. langfristige Orientierung“ (LO) einen M&A-Kulturfaktor von eins ergeben, da die LO-Skala negativ zur Hypothese H6 aufgestellt ist. Die einzelnen M&A-Kulturfaktoren werden addiert. Zur Kontrolle des empirischen Datenmaterials wird ebenfalls ein gewichteter M&A-Kulturfaktor ermittelt, indem die

Eintrittswahrscheinlichkeiten („Appraisal Relevance Check“) berücksichtigt werden (siehe Abbildung 44).

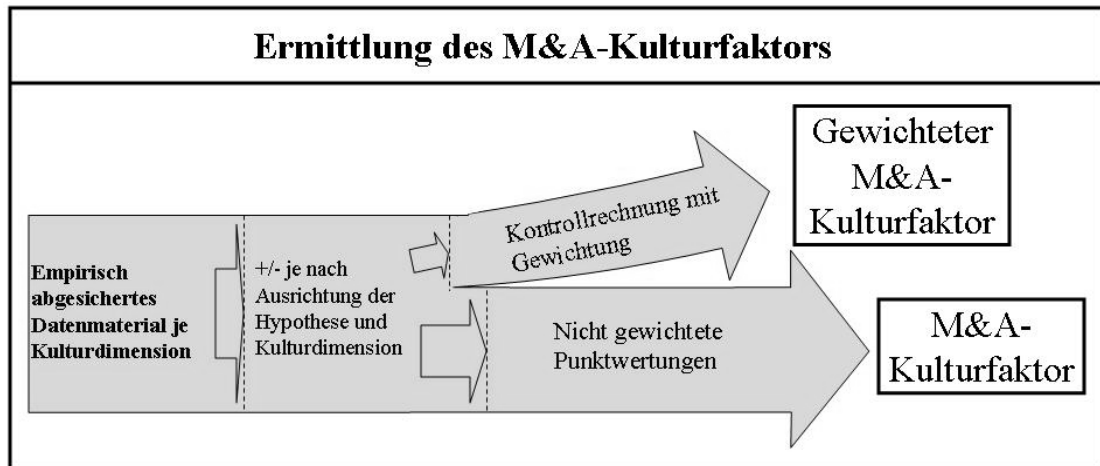


Abbildung 44: Ermittlung des M&A-Kulturfaktors.

Ein hoher M&A-Kulturfaktor weist eine hohe Kulturrelevanz auf die Unternehmensbewertung bei M&A-Aktivitäten in dem jeweils zu betrachtenden Cluster nach. Ein geringer oder auch negativer M&A-Kulturfaktor gibt an, dass kaum eine oder gar keine Kulturrelevanz bei der Bewertung von Unternehmungen vorliegt.

Aufgrund der Annahme, dass die Auswertung des „Appraisal Relevance Check“ vor der Ermittlung des M&A-Kulturfaktors erfolgt, wird nachfolgend mit dem M&A-Kulturfaktor (und nicht mit dem gewichteten M&A-Kulturfaktor) weitergearbeitet. Die verbale Bezeichnung der Wertebereiche des kumulierten M&A-Kulturfaktors wird in Tabelle 11 dargestellt.

Tabelle 11: Verbale Bezeichnung der Kulturabhängigkeit als Interpretation des kumulierten M&A-Kulturfaktors.

<b>Numerischer Wert des kumulierten M&amp;A - Kulturfaktors</b>	<b>Verbale Bezeichnung der Kulturabhängigkeit</b>
> 4,5	sehr starker Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess
3,5 - 4,49	starker Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess
2,5 - 3,49	mäßiger Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess
1,5 - 2,49	geringer Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess
0,5 - 1,49	sehr geringer Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess
< 0 - 0,50	kein Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess

## 6 Kulturadjustierte wertorientierte Bewertungsansätze in China

Die Zielsetzung der Arbeit, die mittels der zwei Forschungsfragen formuliert wurde, wird im folgenden Kapitel erreicht.

F1: Wie kann die chinesische Kapitalmarktstruktur in die Unternehmensbewertung integriert werden?

F2: Wie kann die chinesische Kultur in die Unternehmensbewertung integriert werden?

Sämtliche theoretischen und empirischen Daten werden zu einem kulturadjustierten Unternehmensbewertungskonzept zusammengefügt, nachdem die ausführliche Datenanalyse je Kulturdimension und dem Faktor „Guanxi“ und je Cluster erfolgte.

### 6.1 Auswertung der Empirie

Die Auswertung der empirischen Studie erfolgt aus mehreren Blickwinkeln. Sofern für ein Cluster oder für eine Kulturdimension kein Wert ermittelt werden konnte, wird dieser Wert mit Null angegeben. Hierfür kann einerseits das Fehlen eines Präzedenzfalles, wie es bei den Clustern C1, C2, C3 und C4 der Fall ist, oder aber die Darstellungen der Mehrheit der Befragten, es sei kein Einfluss einer Kulturdimension („Appraisal Relevance Check“) auf die M&A-Transaktion festzustellen, als Begründung herangeführt werden. Zum besseren Leseverständnis wird bei der Auswertung einerseits auf die Clusternummer verwiesen und andererseits werden folgende Abkürzungen verwendet (siehe Tabelle 12):

Tabelle 12: Clusternummern und Clusternamen.

Abkürzung	Clusternummer	Clustername
G / SOE / Yes	C8	Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
G / PCC / Yes	C7	Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
G / FIE / Yes	C9	Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
G / SOE / No	C11	Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
G / PCC / No	C10	Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
G / FIE / No	C12	Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert
K / SOE / Yes	C2	Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
K / PCC / Yes	C1	Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
K / FIE / Yes	C3	Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
K / SOE / No	C5	Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
K / PCC / No	C4	Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
K / FIE / No	C6	Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert

Die Kulturdimensionen von Hofstede werden wie in Tabelle 13 angegeben abgekürzt.

Tabelle 13: Kulturdimensionen und verwendete Abkürzungen.

Abkürzung	Name der Kulturdimension + „Guanxi“
MA	Machtdistanz
UV	Unsicherheitsvermeidung
IK	Individualismus vs. Kollektivismus
MF	Maskulinität vs. Feminität
LO	Kurzfristige vs. langfristige Orientierung
„Guanxi“	„Guanxi“

Es wurden insgesamt 21 Experten befragt, die 39 Situationen (Fallbeispiele) beschrieben. Zudem wird davon ausgegangen, auch wenn einzelne Situationen (Fallbeispiele) von den Experten erörtert wurden, dass die jeweiligen Gesprächspartner bei der Auswahl der Situationen sämtliche Erfahrungen je Cluster eingebracht haben. Somit ist die eigentliche Anzahl der beschriebenen Situationen wesentlich höher. Cluster C4 wurde mit 16 Situationen am häufigsten beschrieben, gefolgt von Cluster C5 mit sechs Nennungen und Cluster C6, C8 und C11 mit jeweils vier Fallbeispielen. Cluster C10 wurde dreimal dargestellt und die Cluster C7 und C12 jeweils einmal. Keine Präzedenzfälle konnten für die Cluster C1, C2, C3 und C9 gesammelt werden. Die jeweilige Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess je Frageblock (fünf Kulturdimensionen und „Guanxi“) wird anhand einer einfachen Mehrheit festgestellt, wobei ein Wert von 50% bereits als „kulturrelevant“ eingestuft wird. Im Folgenden wird der Mittelwert der Punktwertungen der einzelnen Frageblöcke ermittelt, sofern vorher eine Relevanz festgestellt wurde. Sobald eine Kulturrelevanz („Appraisal Relevance Check“) festgestellt wurde, gehen sämtliche Expertenwertungen ein, also auch diejenigen Punktwertungen der Expertenantworten, die den Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess verneint haben. In Tabelle 14 ist die Kulturrelevanz je Frageblock in Prozent angegeben. Sofern der Wert ein Niveau unter 50% erreicht, wird diese Kulturdimension nicht mehr weiter berücksichtigt und in den folgenden Auswertungen als „nicht relevant = 0“ dargestellt.



Tabelle 14: Übersicht positiver „Appraisal Relevance Check“ je Frageblock und je Cluster in Prozent.

Cluster	Situationen gesamt	„Appraisal Relevance Check“ je Frageblock (in Prozent)
G / SOE / Yes (C8)	4	MA (50%), UV (50%), IK (75%), MF (50%), LO (75%), „Guanxi“ (50%)
G / PCC / Yes (C7)	1	MA (100%), UV (0%), IK (0%), MF (100%), LO (0%), „Guanxi“ (100%)
G / FIE / Yes (C9)	0	-----
G / SOE / No (C11)	4	MA (100%), UV (75%), IK (75%), MF (100%), LO (0%), „Guanxi“ (25%)
G / PCC / No (C10)	3	MA (100%), UV (66,67%), IK (33,34%), MF (100%), LO (100%), „Guanxi“ (100%)
G / FIE / No (C12)	1	MA (100%), UV (0%), IK (100%), MF (100%), LO (100%), „Guanxi“ (0%)
K / SOE / Yes (C2)	0	-----
K / PCC / Yes (C1)	0	-----
K / FIE / Yes (C3)	0	-----
K / SOE / No (C5)	6	MA (83,34%), UV (66,67%), IK (50%), MF (100%), LO (16,67%), „Guanxi“ (83,34%)
K / PCC / No (C4)	16	MA (75%), UV (43,75%), IK (43,75%), MF (100%), LO (62,5%), „Guanxi“ (81,25%)
K / FIE / No (C6)	4	MA (75%), UV (25%), IK (0%), MF (50%), LO (50%), „Guanxi“ (50%)
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“		G / SOE / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert G / PCC / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert G / FIE / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert G / SOE / No - Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert G / PCC / No - Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert G / FIE / No - Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert K / SOE / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert K / PCC / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert K / FIE / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert K / SOE / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert K / PCC / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert K / FIE / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert

Tabelle 15 verdeutlicht die Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess je Frageblock und je Cluster in Booleschen Werten.

Tabelle 15: Übersicht positiver „Appraisal Relevance Check“ je Frageblock und je Cluster in Booleschen Werten.

Cluster	Situationen gesamt	„Appraisal Relevance Check“ je Frageblock (in Booleschen Werten)
G / SOE / Yes (C8)	4	MA (Ja), UV (Ja), IK (Ja), MF (Ja), LO (Ja), „Guanxi“ (Ja)
G / PCC / Yes (C7)	1	MA (Ja), UV (Nein), IK (Nein), MF (Ja), LO (Nein), „Guanxi“ (Ja)
G / FIE / Yes (C9)	0	-----
G / SOE / No (C11)	4	MA (Ja), UV (Ja), IK (Ja), MF (Ja), LO (Nein), „Guanxi“ (Nein)
G / PCC / No (C10)	3	MA (Ja), UV (Ja), IK (Nein), MF (Ja), LO (Ja), „Guanxi“ (Ja)
G / FIE / No (C12)	1	MA (Ja), UV (Nein), IK (Ja), MF (Ja), LO (Ja), „Guanxi“ (Nein)
K / SOE / Yes (C2)	0	-----
K / PCC / Yes (C1)	0	-----
K / FIE / Yes (C3)	0	-----
K / SOE / No (C5)	6	MA (Ja), UV (Ja), IK (Ja), MF (Ja), LO (Nein), „Guanxi“ (Ja)
K / PCC / No (C4)	16	MA (Ja), UV (Nein), IK (Nein), MF (Ja), LO (Ja), „Guanxi“ (Ja)
K / FIE / No (C6)	4	MA (Ja), UV (Nein), IK (Nein), MF (Ja), LO (Ja), „Guanxi“ (Ja)
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“		G / SOE / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert G / PCC / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert G / FIE / Yes - Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert G / SOE / No - Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert G / PCC / No - Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert G / FIE / No - Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert K / SOE / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert K / PCC / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert K / FIE / Yes - Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert K / SOE / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert K / PCC / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert K / FIE / No - Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert

Es ist erkennbar, dass das Cluster C4 für „Cross-Border“-M&A-Aktivitäten eine herausragende Rolle spielt. Mit 16 Situationsbeschreibungen ist die M&A-Transaktion eines kleinen (bis 50 Mio. US\$) privat-chinesischen Unternehmens, welches nicht-börsennotiert ist, am häufigsten. Am zweithäufigsten, mit sechs Nennungen, ist eine M&A-Aktivität bei kleinen, State-owned Enterprises, die nicht gelistet sind. Cluster C6, C8 und C11 sind mit vier Fallbeispielen genannt worden.

### **6.1.1 Bestandsaufnahme und zukünftige M&A-Perspektive in China**

Die momentane M&A-Atmosphäre in China ist nach Auskunft der 21 befragten Experten mit 3,47 Punkten (Skala von 1 = sehr schwierig bis 7 = sehr gut)<sup>11</sup> eher als schwierig einzustufen. Dies ist allerdings dadurch bedingt, dass die gesetzlichen Regelungen zwar sehr umfangreich sind, jedoch Teilbereiche sich widersprechen können und somit keine verlässliche Gesetzeslage vorliegt. Für die Zukunft sehen 17 Experten eine Besserung der M&A-Situation in China. Drei Gesprächspartner gaben an, dass der M&A-Markt auf diesem Niveau stabil bleibt und nur ein einziger M&A-Experte sah eine Verschlechterung der aktuellen Situation in der Zukunft. Der Durchschnitt der zukünftigen Erwartungen liegt mit 4,62 Punkten deutlich über dem aktuellen Empfinden der M&A-Situation und bestätigt die Ansichten der Bundesagentur für Außenwirtschaft [BFAI 2007].

### **6.1.2 Bewertungsverfahren bei Unternehmensbewertungen in China**

Die befragten M&A-Experten verwendeten zur Bewertung der Unternehmungen hauptsächlich das Substanzwertverfahren. Dies liegt darin begründet, dass chinesische Unternehmungen oftmals den Unternehmenswert über die gekauften Immobilien definieren. Das DCF-Verfahren wurde häufig als Kontrollrechnung eingesetzt, wobei der Kaufpreis eher über den Substanzwert ermittelt wurde. Die „State Owned Asset Evaluation“ ist ein Pflichtverfahren bei M&A-Aktivitäten bei „State-owned Enterprises“. Hierbei darf der tatsächlich bezahlte Kaufpreis nicht unter 90% des „State Owned Asset Evaluation“-Wertes liegen. Ansonsten muss eine Sondergenehmigung von der zuständigen chinesischen Behörde erteilt werden. Das EVA / MVA-Konzept spielte nur eine untergeordnete Rolle. Vergleichs- und Multiplikatorenverfahren werden ebenfalls zur Auslotung und als Richtlinie des Kaufpreises herangezogen, jedoch nicht zur endgültigen Kaufpreisbestimmung benutzt (siehe Tabelle 16).

---

<sup>11</sup> Siehe Fragenbogen.

Tabelle 16: Verwendete Bewertungsverfahren der Fallbeispiele.

<b>Verwendete Bewertungsverfahren der Fallbeispiele *</b>	
EVA / MVA	2
DCF	21
Substanzwertverfahren	23
Ertragswertverfahren	1
State-owned Asset Evaluation	14
Vergleichswertverfahren	7
Multiplikatorenverfahren	6
* Mehrfachnennung möglich	

### 6.1.3 Kapitalkostensatz bei Unternehmensbewertungen in China

Der Kapitalkostensatz (zur Abdiskontierung der zukünftigen Erträge) wird nach Angabe der befragten Experten in den wenigsten Fällen mit dem CAPM ermittelt. Vielmehr werden der „Emerging Market Risikozinssatz“ (EMR) und ein Risikozinssatz für die Industrie und die jeweilige Branche verwendet. Somit wird in China das Risiko mithilfe des „Qualitativen Verfahrens“ durch Expertenmeinungen ermittelt. (Siehe Formel 8)

$$\text{Kapitalkostensatz} = \text{„Emerging Market Risikozinssatz“} + \text{Risikozinssatz der Industrie / Branche}$$

Formel 8: Kapitalkostensatz in China für Unternehmensbewertungen.

Die Entscheidung für eine qualitative Ermittlung des Kapitalkostensatzes und gegen das CAPM mit dem Beta-Analogieansatz basiert auf folgenden Gründen:

- a) Der Kapitalmarkt existiert noch nicht lang genug.
- b) Die Unternehmungen sind noch nicht ausreichend lang an der Börse notiert.
- c) Der Kapitalmarkt spiegelt, mit bis zu 60% nicht handelbaren Aktien, die Risiken nicht wider.
- d) Der Staat hat einen zu großen Einfluss auf den Aktienmarkt.

Private-Equity-Gesellschaften gehen bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes nach der internen angestrebten Verzinsung vor, sodass ein Kapitalkostensatz mit bis zu 25% angesetzt wird.

In der Zukunft sollten Unternehmensbewerter und Wirtschaftsprüfergesellschaften regelmäßig prüfen, inwiefern eine Ermittlung des Kapitalkostensatzes mithilfe des CAPM und WACC realisierbar ist. Sofern China den Kapitalmarkt weiterhin liberalisiert und die

Kreditvergabe stärker kontrolliert, könnte eine genauere Berechnung des Kapitalkostensatzes mittels Analogie-Ansatz oder Analyse-Ansatz möglich werden. Insbesondere die Reduzierung der nicht handelbaren Aktien und die damit verbundene Kapitalmarktliberalisierung würde zu einer besseren Datenbasis bezüglich der Vergleichbarkeit der einzelnen Aktien führen. Darüber hinaus wird die Findung von Vergleichsunternehmungen für nicht gelistete Unternehmungen auf dem chinesischen Kapitalmarkt erleichtert.

#### **6.1.4 Auswertung der spezifischen Landesgegebenheiten der Kapitalmarktstruktur**

Die Adjustierung der Unternehmensbewertungsmethoden in Hinblick auf die speziellen chinesischen Gegebenheiten wird mittels des Kapitalmarktzinses vorgenommen. Die entsprechenden Risiken werden bei der Abdiskontierung der zukünftig zu erwartenden Erfolge berücksichtigt. Daher ist eine Konversion der Unternehmensdaten nicht notwendig. Diese Vorgehensweise hat sich aufgrund der schlechten Erfassbarkeit der Daten in der Praxis durchgesetzt. Sämtliche Interviewpartner bestätigten Hypothese H1 als bewertungsrelevant und berücksichtigen die Kapitalmarktstruktur bei der Ermittlung des Diskontierungszinssatzes.

### **6.2 Auswertung der Empirie je Kulturdimension und „Guanxi“**

Der Einfluss der Kulturdimensionen (KD) und „Guanxi“ auf den Bewertungsprozess werden im Folgenden analysiert. Hierbei werden nur diejenigen Ausprägungen erörtert, bei denen ein positiver „Appraisal Relevance Check“ von den befragten Experten angegeben wurde.

#### **6.2.1 Auswertung der Kulturdimension Machtdistanz (MA)**

Der Vergleich der Ausprägungen der Kulturdimension (KD) Machtdistanz je Cluster zeigt, dass die nicht börsennotierten staatlichen Unternehmungen (C11 und C5) die höchste Kulturabhängigkeit auf den Unternehmensbewertungsprozess aufweisen. Die Börsennotierung von staatlichen Unternehmungen (C8) verringert die Kulturrelevanz auf die Bewertung. Bei den privaten chinesischen Gesellschaften (C7, C4 und C10) sind einerseits die Börsennotierung und andererseits das Transaktionsvolumen entscheidend für die Ausprägungen der Machtdistanz im Rahmen von M&A-Transaktionen. Ausländische

Unternehmungen weisen den niedrigsten Punktwert bei der Dimension Machtdistanz auf (siehe Abbildung 45).

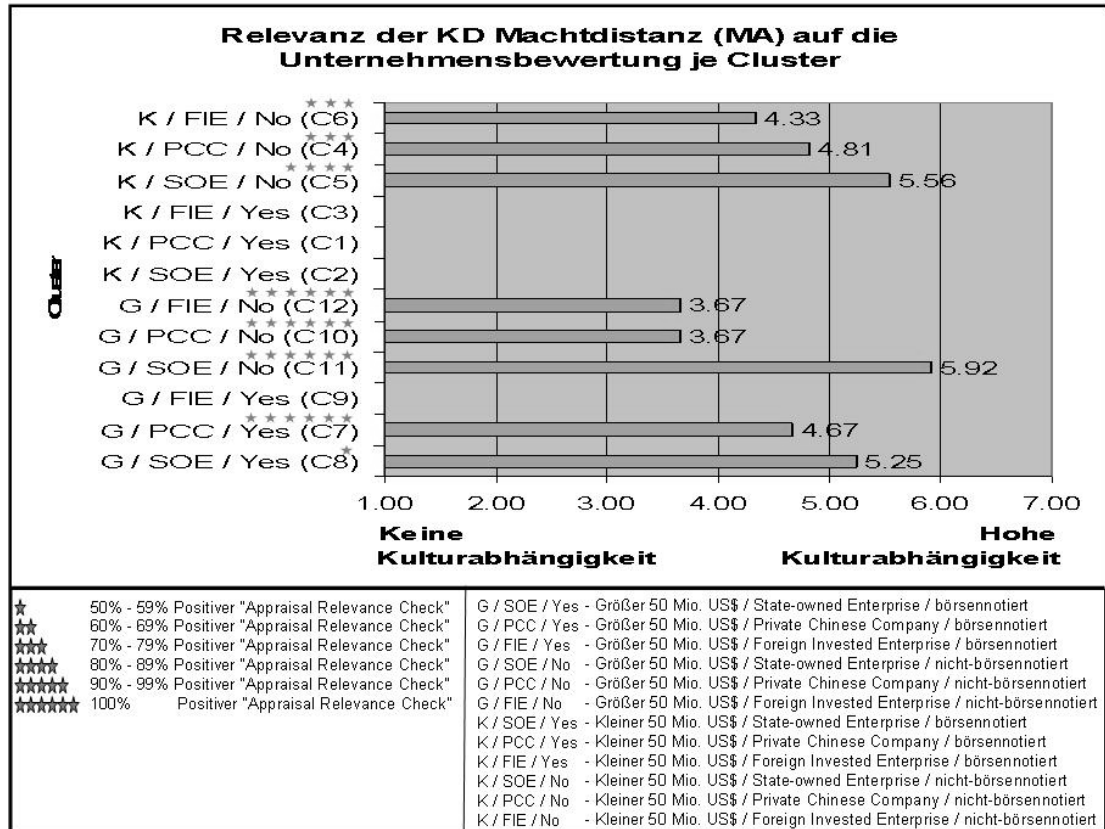


Abbildung 45: Relevanz der Kulturdimension (KD) Machtdistanz (MA) auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

### 6.2.2 Auswertung der Kulturdimension Unsicherheitsvermeidung (UV)

Die Unternehmensbewertung bei nicht börsennotierten staatlichen Unternehmungen weist den höchsten Kultureinfluss bei der Kulturdimension (KD) Unsicherheitsvermeidung auf. Des Weiteren gehen die nicht börsennotierten privaten chinesischen Gesellschaften ein hohes Risiko ein. Die Börsennotierung bei staatlichen Unternehmungen kann die Ausprägung der Unsicherheitsvermeidung verringern (siehe Abbildung 46).

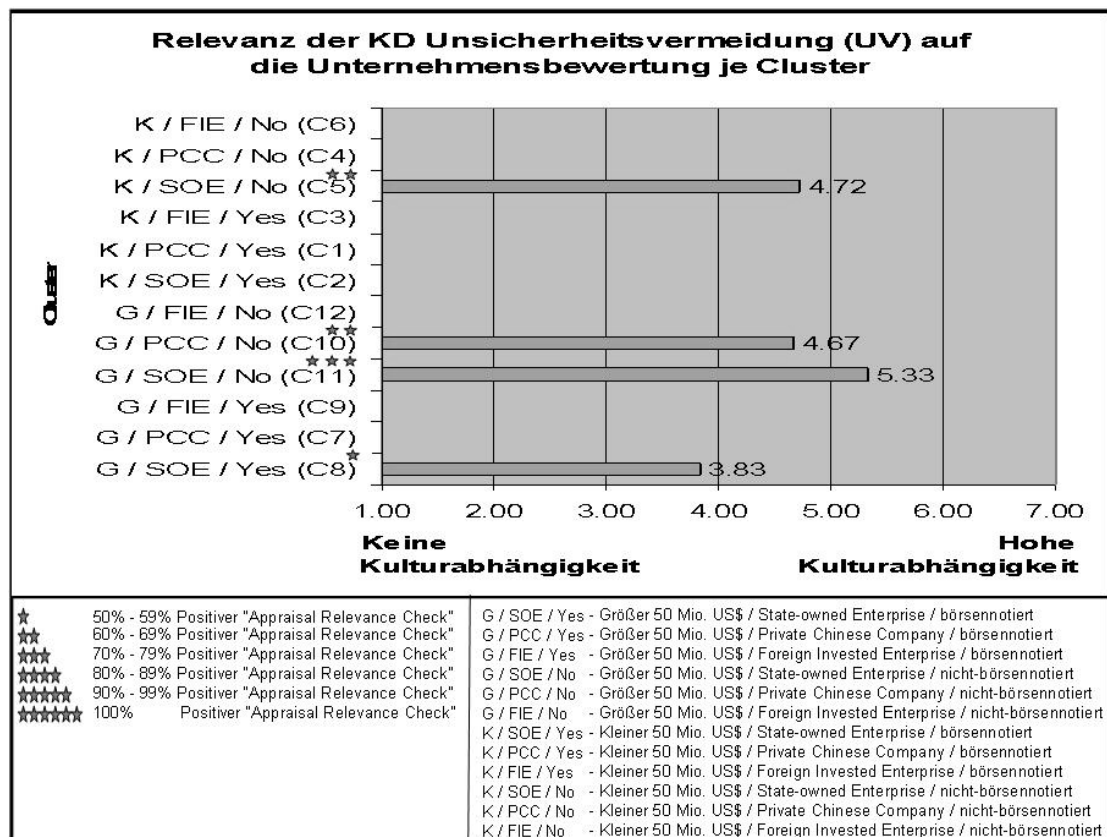


Abbildung 46: Relevanz der Kulturdimension (KD) Unsicherheitsvermeidung (UV) auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

### 6.2.3 Auswertung der Kulturdimension Individualismus vs. Kollektivismus (IK)

Der Einfluss der Kulturdimension (KD) Individualismus vs. Kollektivismus auf den Unternehmensbewertungsprozess ist bei staatlichen Gesellschaften stark ausgeprägt. Die Börsennotierung nimmt hierbei eine untergeordnete Stellung ein. Private chinesische Unternehmungen zeigen keine Ausprägungen. Die ausländischen Gesellschaften weisen die geringste Kulturabhängigkeit der Dimension Individualismus vs. Kollektivismus auf die Bewertung auf (siehe Abbildung 47).

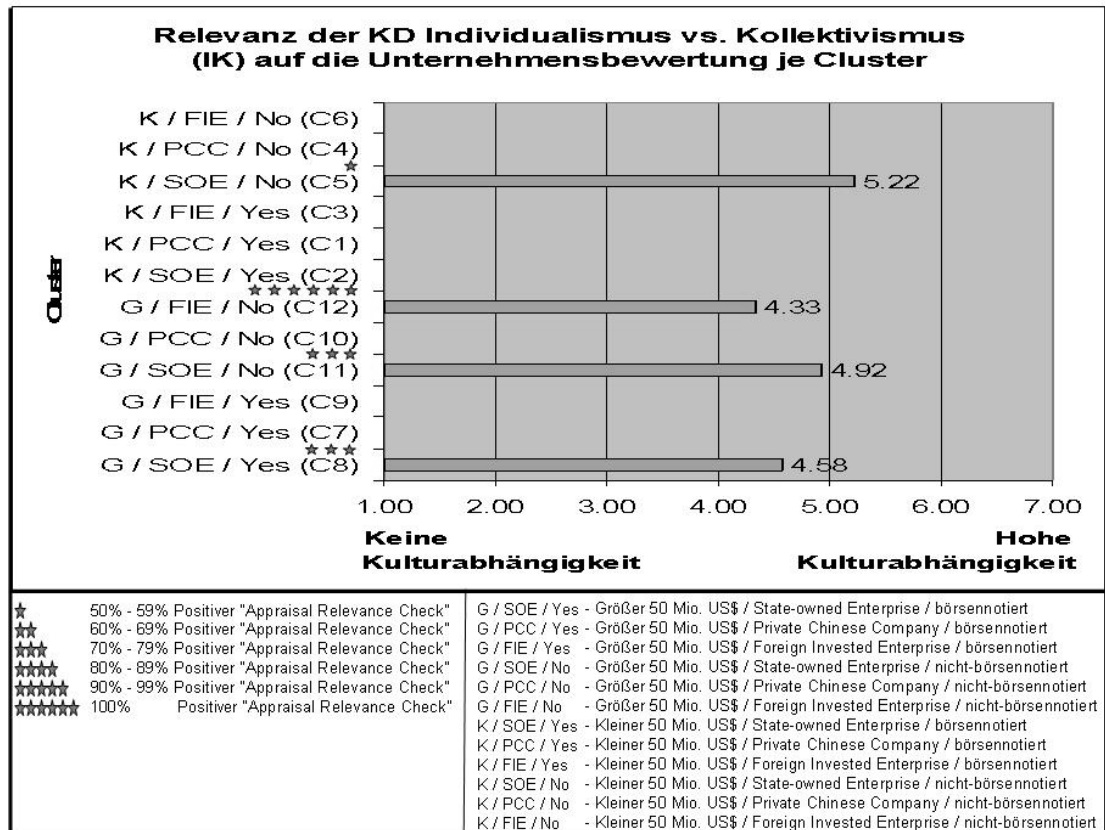


Abbildung 47: Relevanz der Kulturdimension (KD) Individualismus vs. Kollektivismus (IK) auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

#### 6.2.4 Auswertung der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF)

Die Kulturdimension (KD) Maskulinität vs. Feminität besitzt die höchsten Ausprägungen und findet bei den meisten Clustern eine Berücksichtigung. M&A-Transaktionen und insbesondere die Unternehmensbewertungen stehen somit in einer hohen Abhängigkeit zur Dimension Maskulinität vs. Feminität. Die stärkste und die schwächste Ausprägung verzeichnen die ausländischen Gesellschaften (C12), wobei diese Werte bei der detaillierten Analyse des Clusters noch relativiert werden. Die restlichen Cluster liegen mit den Punktwertungen stark zusammen. Sämtliche Cluster, die empirisch erfasst wurden, weisen einen hohen Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess auf (siehe Abbildung 48).

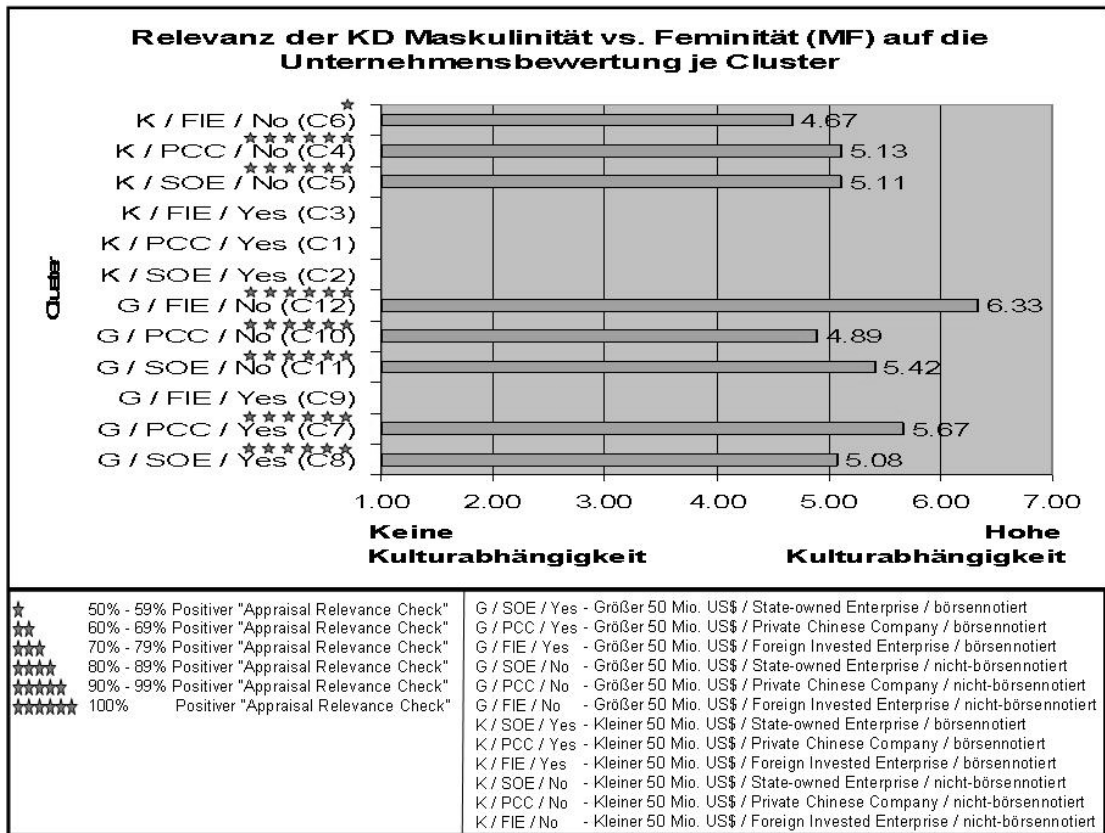


Abbildung 48: Relevanz der Kulturdimension (KD) Maskulinität vs. Feminität (MF) auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

## 6.2.5 Auswertung der Kulturdimension Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO)

Die Kulturdimension (KD) Kurzfristige vs. langfristige Orientierung sollte nach Hofstede eine hohe Langzeitorientierung aufzeigen. Die in dieser Arbeit aufgestellte Hypothese H6 widerspricht dieser Darstellung und bescheinigt China bei M&A-Transaktionen eine Kurzzeitorientierung. Die empirisch aufgenommenen Daten bestätigen die aufgestellte Hypothese. Lediglich börsennotierte staatliche Unternehmungen (C8) weisen eine Langzeitorientierung auf, die sich auch auf den Bewertungsprozess auswirkt. Die nicht börsennotierten privaten Unternehmungen weisen eine geringe bzw. mäßige Kurzzeitorientierung auf. Die ausländischen Gesellschaften besitzen bei M&A-Aktivitäten eine kurzfristige Orientierung, was in der detaillierten Clusteranalyse nochmals erörtert wird (siehe Abbildung 49).



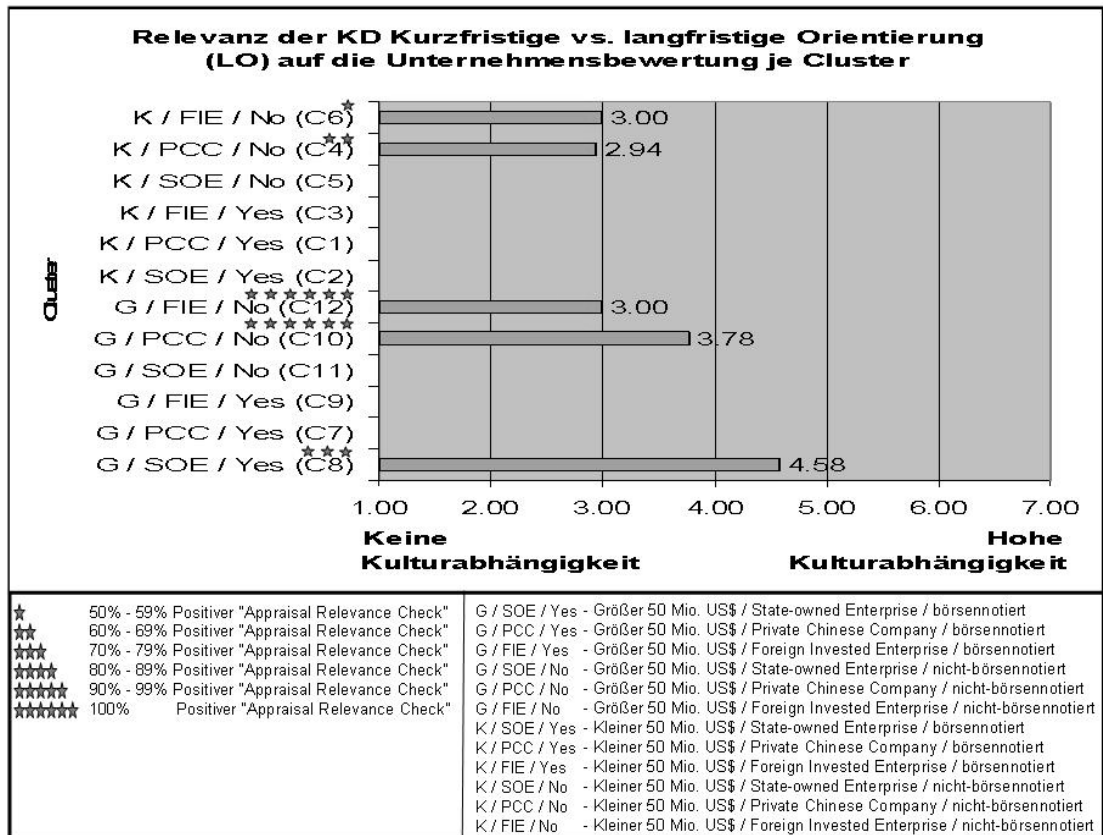


Abbildung 49: Relevanz der Kulturdimension (KD) Kurzfristige vs. langfristige Orientierung (LO) auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

### 6.2.6 Auswertung des Faktors „Guanxi“

Die Unternehmensbewertungsrelevanz des Faktors „Guanxi“ bei Cluster C7 ist sehr gering. Die Börsennotierung reduziert den Einfluss des „Guanxi“, was einen geringen Punktwert bei C8 zur Folge hat. Bewertungen von nicht börsennotierten privaten chinesischen Gesellschaften und den staatlichen Betrieben zeigen einen starken „Guanxi“-Einfluss. Die ausländischen Unternehmungen aus Cluster C6 weisen eine geringe Abhängigkeit auf (siehe Abbildung 50).

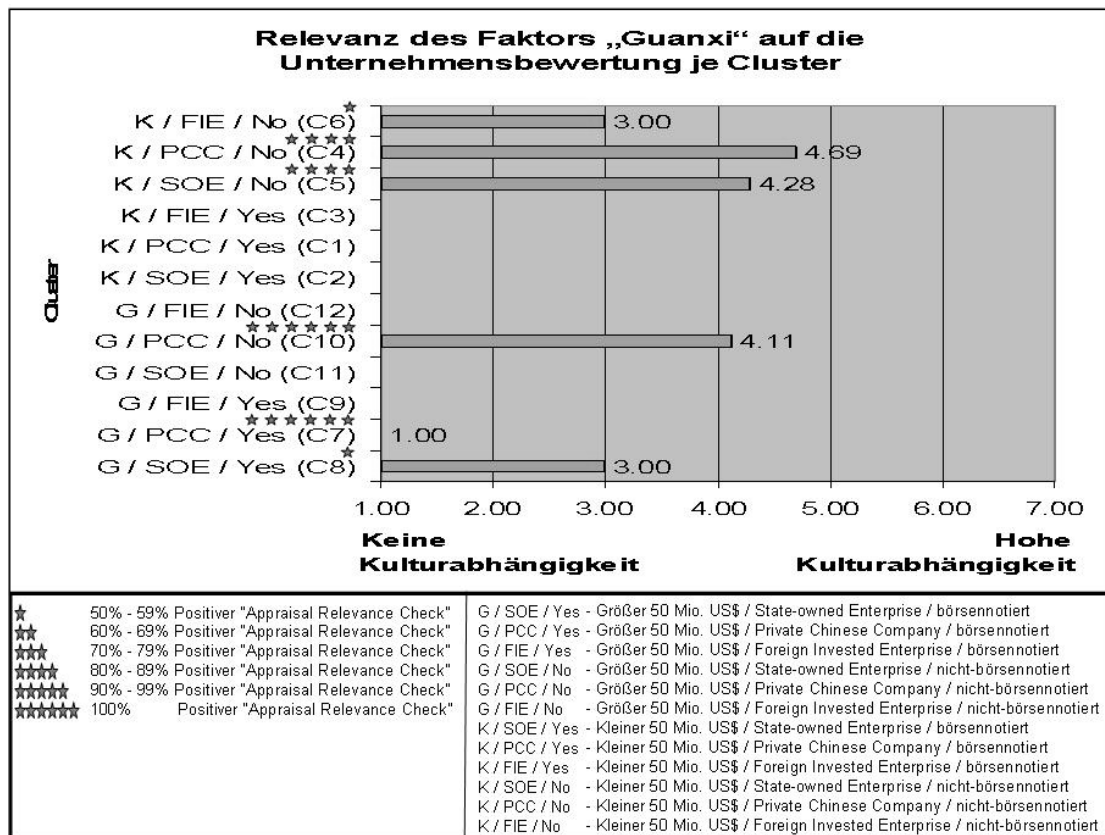


Abbildung 50: Relevanz des Faktors „Guanxi“ auf die Unternehmensbewertung je Cluster.

## 6.3 Auswertung der Empirie je Cluster

### 6.3.1 Auswertung von Cluster G / SOE / Yes (C8)

Cluster C8 wurde von vier Experten beschrieben. Die Kulturdimensionen Machtdistanz, Unsicherheitsvermeidung und „Guanxi“ bewerteten 50% der Befragten als relevant für den Bewertungsprozess von Unternehmen. Den Kultureinfluss der Dimensionen Individualismus vs. Kollektivismus und Kurzfristige vs. langfristige Orientierung gaben 75% der Experten als relevant für die Unternehmensbewertung an. Sämtliche Interviewpartner stimmten überein, dass die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität eine Relevanz für den Bewertungsprozess und die daraus aufbauende Kaufpreisfindung besitzt.

Die Korrelationsanalyse ergibt eine sehr stark positive Korrelation der erhobenen Daten für die Kulturdimensionen MA, UN, MF und „Guanxi“. Die Ausprägungen der Korrelationen der Dimensionen IK und LO sind sehr stark positiv oder stark positiv korrelierend (siehe Abbildung 51).

Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / Yes (C8) – Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert –																																																																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MA</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.87</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.82</td> <td>0.85</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				MA					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.87	1		var3	0.82	0.85	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">UV</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.71</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.71</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				UV					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.71	1		var3	0.71	1	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">IK</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.64</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.85</td> <td>0.85</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				IK					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.64	1		var3	0.85	0.85	1
MA																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.87	1																																																																					
var3	0.82	0.85	1																																																																				
UV																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.71	1																																																																					
var3	0.71	1	1																																																																				
IK																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.64	1																																																																					
var3	0.85	0.85	1																																																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MF</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>1</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.78</td> <td>0.78</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				MF					var1	var2	var3	var1	1			var2	1	1		var3	0.78	0.78	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">LO</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.58</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.58</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				LO					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.58	1		var3	0.58	1	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">„Guanxi“</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.96</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.80</td> <td>0.89</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>				„Guanxi“					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.96	1		var3	0.80	0.89	1
MF																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	1	1																																																																					
var3	0.78	0.78	1																																																																				
LO																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.58	1																																																																					
var3	0.58	1	1																																																																				
„Guanxi“																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.96	1																																																																					
var3	0.80	0.89	1																																																																				
+1	vollkommen positive Korrelation		- 0.01 bis - 0.05	minimal negative Korrelation																																																																			
+0.66 bis + 0.99	sehr stark positive Korrelation		- 0.06 bis - 0.15	gering negative Korrelation																																																																			
+0.36 bis + 0.65	stark positive Korrelation		- 0.16 bis - 0.35	mäßig negative Korrelation																																																																			
+0.16 bis + 0.35	mäßig positive Korrelation		- 0.36 bis - 0.65	stark negative Korrelation																																																																			
+0.06 bis + 0.15	gering positive Korrelation		- 0.66 bis - 0.99	sehr stark negative Korrelation																																																																			
+0.01 bis + 0.05	minimal positive Korrelation		- 1	vollkommen negative Korrelation																																																																			
+/- 0.00	keine Korrelation																																																																						
MA	– Machtdistanz		MF	– Maskulinität vs. Feminität																																																																			
UV	– Unsicherheitsvermeidung		LO	– Kurzfristige vs. langfristige Orientierung																																																																			
IK	– Individualismus vs. Kollektivismus		„Guanxi“	– „Guanxi“																																																																			

Abbildung 51: Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / Yes (C8).

### 6.3.1.1 Kulturrelevanz in Cluster G / SOE / YES (C8)

In Cluster C8 sind die Kulturdimensionen MF, IK, UV und MA als relevant einzustufen. Die Kulturdimension LO zeigt eine Langzeitorientierung, was Hofstede's empirischen Befunden folgt. Somit konnte Hypothese H6 nicht bestätigt werden, wonach eine Kurzzeitorientierung den Kaufpreis negativ beeinflusst. Die befragten Experten bescheinigten den Unternehmungen in Cluster C8 eine Langzeitorientierung. Zudem wurde Hypothese H3 durch die Experteninterviews nicht bestätigt, da die Zielfirmen eine hohe Unsicherheitsvermeidung aufweisen. Die Hypothesen H2, H4 und H5 konnten bestätigt werden. Allerdings bestätigten die befragten Experten die Hypothesen H7 und H8 nicht, da „Guanxi“ keinen wesentlichen Einfluss auf die Kaufpreisfindung bei Unternehmungen in Cluster C8 aufweist (siehe Abbildung 52).



Tabelle 17: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / Yes (C8).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / Yes (C8)</b>				
<b>(G / SOE / Yes – Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert)</b>				
<b>Wertungen / Kulturdimensionen</b>	<b>Kulturrelevanz</b>	<b>M&amp;A-Kulturfaktor</b>	<b>Gewichtung</b>	<b>Gewichteter M&amp;A-Kulturfaktor</b>
<b>MA</b>	5.25	1.25	0.50	0.63
<b>UV</b>	3.83	-0.17	0.50	-0.08
<b>IK</b>	4.58	0.58	0.75	0.44
<b>MF</b>	5.08	1.08	1.00	1.08
<b>LO</b>	4.58	-0.58	0.75	-0.44
<b>„Guanxi“</b>	3.00	-1.00	0.50	-0.50
<b>Summe</b>		<b>1.17</b>		<b>1.13</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Bei der Bewertung von Zielfirmen aus Cluster G / SOE / Yes (C8) sollten folgende Kaufpreistreiber und Kaufpreisdrücker beachtet werden:

a) Kaufpreistreiber

i. „Guanxi“

Die Vertriebsstruktur bei Unternehmungen aus Cluster C8 ist aus einer Vertriebsform über „Keypersonen“ in ein Keyaccountnetzwerk umgewandelt worden. Gegenseitige Abhängigkeiten des Käufers und Verkäufers wurden durch eine Verkaufsstruktur mittels des Produktes ersetzt. Des Weiteren sind die Schlüsselpositionen in der Zielunternehmung nicht durch Personen besetzt, die im „Guanxi“-Netzwerk agieren. Bei einer M&A-Aktivität können daher rationale Entscheidungen der Mitarbeiter und Kunden angenommen werden. Daher kann die Ermittlung des Kaufpreises ohne eine spezielle Berücksichtigung von „Guanxi“ durchgeführt werden.

ii. Kurzfristige vs. langfristige Orientierung

Unternehmungen in Cluster C8 planen langfristig und haben ein hohes Interesse an der zukünftigen Entwicklung. Die kurzfristige Gewinnmaximierung steht hierbei nicht im Vordergrund. Bei der Ermittlung des Kaufpreises mittels EVA / MVA ist es daher gerechtfertigt, einen fünfjährigen bis zehnjährigen Planungshorizont anzunehmen. Des Weiteren sollte der Restwert zwar genauer

hinterfragt werden, jedoch in die Berechnung mit aufgenommen werden.

iii. Unsicherheitsvermeidung

Die starke Unsicherheitsvermeidung der Unternehmungen aus Cluster C8 ermöglicht eine EVA / MVA-Bewertung. Die vorgelegten Bilanzen und Zahlen können als zuverlässig eingestuft werden. Zudem regelt der Gesetzgeber den Ablauf des M&A-Prozesses detailliert. Somit ermöglicht das chinesische Gesetz die Einhaltung des Zeitplanes, was die rechtzeitige Eingliederung der Zielfirma in den globalen Unternehmensverbund ermöglichen würde.

b) Kaufpreisdrücker

i. Maskulinität vs. Feminität

Cluster C8 weist einen hohen M&A-Kulturfaktor bei der Dimension Maskulinität vs. Feminität auf und kann daher als starker Kaufpreisdrücker identifiziert werden. Zur Erreichung eines ökonomischen Wertes bei der Unternehmensbewertung sollten Zusagen schriftlich festgehalten werden und der gesamte M&A-Prozess sehr gut vorstrukturiert werden. Aufgrund der starken Konzentration auf Geld sollten Goodwill-Berechnungen und der Wert des Markennamens überprüft werden. Dieser zusätzliche Aufwand reduziert den Kaufpreis.

ii. Individualismus vs. Kollektivismus

Die unterschiedliche Verhandlungsweise der „westlichen“ und der chinesischen Verhandlungsseite begünstigt Missverständnisse. Die chinesische High-Kontext-Kultur legt bei der Kommunikation mehr Wert auf das „Wie“ als auf das „Was“. Zudem werden oftmals Entscheidungen vertagt. Somit wird die Erörterung von entscheidenden Fragen erst spät angesprochen. Dies kann einerseits zu einem längeren Verhandlungsprozess führen oder andererseits die gesamte Verhandlung nach langwierigen Gesprächen scheitern lassen. Die jeweiligen Tagessätze der eingebunden Berater und Anwälten sowie die eigenen Tagessätze sollten vom Kaufpreis abgezogen werden.

### iii. Machtdistanz

Die Kulturdimension Machtdistanz stellt einen Kaufpreisdrücker dar. Die nötige Aufstockung des Aufsichtspersonals, die dazu führt, dass die Produktion und der Vertrieb auf bisherigem Niveau aufrechterhalten werden kann, erhöht die Personalkosten, insbesondere wenn so genannte Expats eingesetzt werden müssen. Diese Erhöhung der Personalkosten sollte im Kaufpreis berücksichtigt werden und drückt somit den Kaufpreis.

**Fazit: Geringe Kulturadjustierung nötig bei Cluster G / SOE / Yes (C8)**

### **6.3.2 Auswertung Cluster G / PCC / Yes (C7)**

Cluster C7 wurde von nur einem Interviewpartner beschrieben. Lediglich zwei Kulturdimensionen, Maskulinität vs. Feminität und Machtdistanz, und das chinaspezifische „Guanxi“ wurden als relevant für die Unternehmensbewertung eingestuft. D. h. es lagen für die Dimensionen Kurzfristige vs. langfristige Orientierung, Individualismus vs. Kollektivismus und Unsicherheitsvermeidung keine Relevanz für die Kaufpreisbestimmung vor.

#### **6.3.2.1 Kulturrelevanz Cluster G / PCC / Yes (C7)**

In Situationen aus Cluster C7 besitzen die Kulturdimensionen MF und MA eine starke Relevanz bei der Kaufpreisfindung. „Guanxi“ spielt eher eine untergeordnete Rolle. Weder das innerbetriebliche „Guanxi“ noch das vertriebsorientierte „Guanxi“ besitzen eine starke Ausprägung bei Unternehmungen aus Cluster C7 (siehe Abbildung 53).

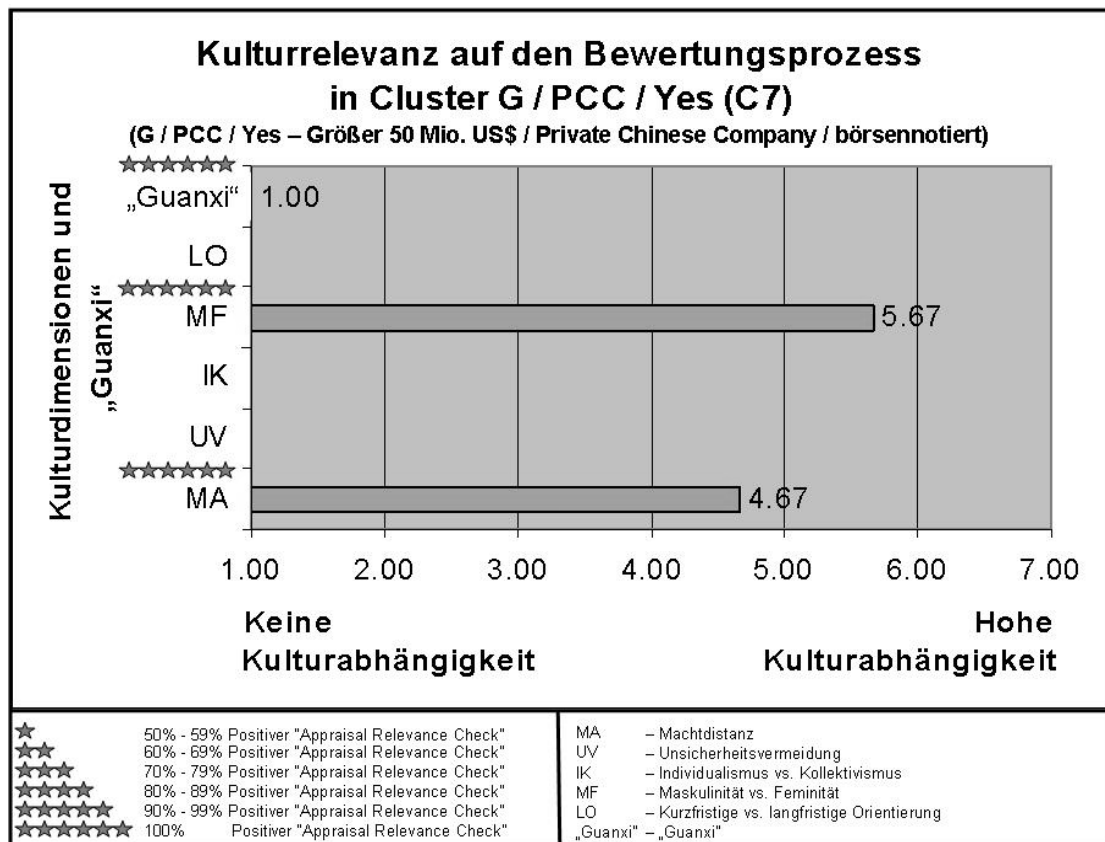


Abbildung 53: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / PCC / Yes (C7).

Die Dimension Maskulinität vs. Femininität erreicht in Cluster C7 die höchste Punktwertung mit 5,67, womit Hypothese H5 nachgewiesen werden konnte. Machtdistanz zeigt mit 4,67 Punkten eine starke Relevanz für die Kaufpreisfindung und bestätigt Hypothese H2. „Guanxi“ wird als relevant charakterisiert, jedoch können Hypothese H7 und H8 nicht bestätigt werden. Die Hypothesen H3, H4 und H6 konnten in Cluster C7 nicht bestätigt werden, da keine Relevanz der Kulturdimensionen UV, IK, LO auf den Bewertungsprozess festgestellt wurde.

### 6.3.2.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster G / PCC / Yes (C7)

Der ermittelte M&A-Kulturfaktor für das Cluster G / PCC / Yes (C7) ist -0,67 Punkten (siehe Tabelle 18). Für M&A-Aktivitäten in China mit Zielunternehmungen des Clusters C7 ist kein Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess erkennbar. Die schwache Kulturrelevanz des „Guanxi“ hat einen großen Einfluss auf den negativen M&A-Kulturfaktor. Jedoch wäre der M&A-Kulturfaktor als gering einzustufen, wenn „Guanxi“ keine Bewertungsrelevanz besitzen würde. Der Einfluss des „Guanxi“ auf die Unternehmensbewertung wird im Folgenden dargestellt, jedoch bei der anschließenden



Auswertung wird der „Guanxi“-Einfluss des M&A-Kulturfaktor auf null gesetzt. Der Hauptgrund für die geringe Kulturabhängigkeit liegt in der Börsennotierung und den professionellen Managementmethoden.

Tabelle 18: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / Yes (C7).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / Yes (C7)</b> (G / PCC / Yes – Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A-Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	4.67	0.67	1.00	0.67
UV	-	-	-	-
IK	-	-	-	-
MF	5.67	1.67	1.00	1.67
LO	-	-	-	-
„Guanxi“	1.00	-3.00	1.00	-3.00
<b>Summe</b>		<b>-0.67</b>		<b>-0.67</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Bei der Unternehmensbewertung von M&A-Transaktionen in Cluster G / PCC / Yes (C7) sind folgende Kaufpreistreiber und Kaufpreisdrücker identifiziert worden:

a) Kaufpreistreiber

i. „Guanxi“

„Guanxi“ ist ein Kaufpreistreiber. Das Vertriebsnetzwerk ist bereits von einem chinaspezifischen Netzwerk aus gegenseitigen Abhängigkeiten in professionelle Vertriebskanäle umgewandelt worden. Der Vertrieb erfolgt über das Produkt mittels Keyaccounts und nicht über „Keypersonen“. Zudem ist die Personalstruktur professionell organisiert. Manager wurden aufgrund der Fähigkeit oder der Ausbildung eingestellt und nicht aufgrund von verwandtschaftlichen oder bekanntschaftlichen Beziehungen. Bei einer M&A-Transaktion ist daher nicht mit einem erhöhten Personalabgang oder dem Wegfall von Keyaccounts zu rechnen. Daher kann die Ermittlung des Kaufpreises ohne spezielle Berücksichtigung von „Guanxi“ durchgeführt werden.

b) Kaufpreisdrücker

i. Machtdistanz

Die Kulturdimension Machtdistanz stellt in dem Cluster C7 einen Kaufpreisdrücker dar. Der mögliche Rückgang der Produktion und die erhöhten Personalkosten für das Aufsichtspersonal müssen im Kaufpreis Berücksichtigung finden. Empfehlenswert ist die Entsendung von so genannten Expats, um Loyalität zum Käuferunternehmen sicherzustellen.

ii. Maskulinität vs. Feminität

Maskulinität vs. Feminität wird bei M&A-Transaktionen, die in Cluster C7 stattfinden, als starker Kaufpreisdrücker interpretiert. Aufgrund des starken Bedürfnisses der Gesichtswahrung sollte bei Verhandlungen darauf geachtet werden, dass klare Richtlinien festgelegt werden. Zudem sollte der starke Geldfokus stets hinterfragt werden. Sämtliche Angaben über die Zielunternehmung sollten durch externe Prüfer kontrolliert werden. Diese Zusatzkosten reduzieren den Kaufpreis.

**Fazit: Geringe Kulturadjustierung nötig bei Cluster G / PCC / Yes (C7)**

### **6.3.3 Auswertung von Cluster G / SOE / No (C11)**

Vier Experten haben Cluster C11 beschrieben. Die Kulturdimensionen Machtdistanz und Maskulinität vs. Feminität wurden von sämtlichen Befragten als relevant für die Unternehmensbewertung angegeben. Die Bewertungsrelevanz der Kulturdimensionen IK und UV wurden von 75% der Experten angegeben, wohingegen „Guanxi“ und LO keinen Einfluss auf die Unternehmensbewertung und die Kaufpreisfindung in Cluster C11 aufweisen.

Die Korrelationsanalyse ergibt eine sehr stark positive Korrelation der erhobenen Daten für die Kulturdimensionen MA, UN und IK. Die Ausprägung der Korrelation der Dimension MF ist sehr stark positiv oder stark positiv korrelierend. Keine Korrelation konnte für die Kulturdimension LO und „Guanxi“ ermittelt werden, da keine Bewertungsrelevanz vorliegt (siehe Abbildung 54).

<b>Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / No (C11)</b> <b>– Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert –</b>																																																																							
<table border="1"> <tr><th colspan="4">MA</th></tr> <tr><td></td><th>var1</th><th>var2</th><th>var3</th></tr> <tr><th>var1</th><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><th>var2</th><td>0.67</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><th>var3</th><td>0.98</td><td>0.73</td><td>1</td></tr> </table>				MA					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.67	1		var3	0.98	0.73	1	<table border="1"> <tr><th colspan="4">UV</th></tr> <tr><td></td><th>var1</th><th>var2</th><th>var3</th></tr> <tr><th>var1</th><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><th>var2</th><td>0.94</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><th>var3</th><td>0.76</td><td>0.92</td><td>1</td></tr> </table>				UV					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.94	1		var3	0.76	0.92	1	<table border="1"> <tr><th colspan="4">IK</th></tr> <tr><td></td><th>var1</th><th>var2</th><th>var3</th></tr> <tr><th>var1</th><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><th>var2</th><td>0.98</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><th>var3</th><td>0.75</td><td>0.66</td><td>1</td></tr> </table>				IK					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.98	1		var3	0.75	0.66	1
MA																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.67	1																																																																					
var3	0.98	0.73	1																																																																				
UV																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.94	1																																																																					
var3	0.76	0.92	1																																																																				
IK																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.98	1																																																																					
var3	0.75	0.66	1																																																																				
<table border="1"> <tr><th colspan="4">MF</th></tr> <tr><td></td><th>var1</th><th>var2</th><th>var3</th></tr> <tr><th>var1</th><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><th>var2</th><td>0.95</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><th>var3</th><td>0.52</td><td>0.58</td><td>1</td></tr> </table>				MF					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.95	1		var3	0.52	0.58	1	<table border="1"> <tr><th colspan="4">LO</th></tr> <tr><td colspan="4" style="text-align: center;">Keine Relevanz</td></tr> </table>				LO				Keine Relevanz				<table border="1"> <tr><th colspan="4">„Guanxi“</th></tr> <tr><td colspan="4" style="text-align: center;">Keine Relevanz</td></tr> </table>				„Guanxi“				Keine Relevanz																											
MF																																																																							
	var1	var2	var3																																																																				
var1	1																																																																						
var2	0.95	1																																																																					
var3	0.52	0.58	1																																																																				
LO																																																																							
Keine Relevanz																																																																							
„Guanxi“																																																																							
Keine Relevanz																																																																							
+1		vollkommen positive Korrelation		- 0.01 bis - 0.05		minimal negative Korrelation																																																																	
+ 0.66 bis + 0.99		sehr stark positive Korrelation		- 0.06 bis - 0.15		gering negative Korrelation																																																																	
+ 0.36 bis + 0.65		stark positive Korrelation		- 0.16 bis - 0.35		mäßig negative Korrelation																																																																	
+ 0.16 bis + 0.35		mäßig positive Korrelation		- 0.36 bis - 0.65		stark negative Korrelation																																																																	
+ 0.06 bis + 0.15		gering positive Korrelation		- 0.66 bis - 0.99		sehr stark negative Korrelation																																																																	
+ 0.01 bis + 0.05		minimal positive Korrelation		- 1		vollkommen negative Korrelation																																																																	
+/- 0.00		keine Korrelation																																																																					
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus				MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“																																																																			

Abbildung 54: Korrelationsanalyse für Cluster G / SOE / No (C11).

### 6.3.3.1 Kulturrelevanz in Cluster G / SOE / No (C11)

Eine starke Kulturrelevanz auf den Unternehmensbewertungsprozess weisen in Cluster C11 die Kulturdimensionen MF, UV, IK und MA auf. Somit können die Hypothesen H2, H3, H4 und H5 bestätigt werden. „Guanxi“ und Hofstede's Kulturdimension LO zeigen in Cluster C11 keinen Einfluss auf die Bewertung von Unternehmungen in China (siehe Abbildung 55).

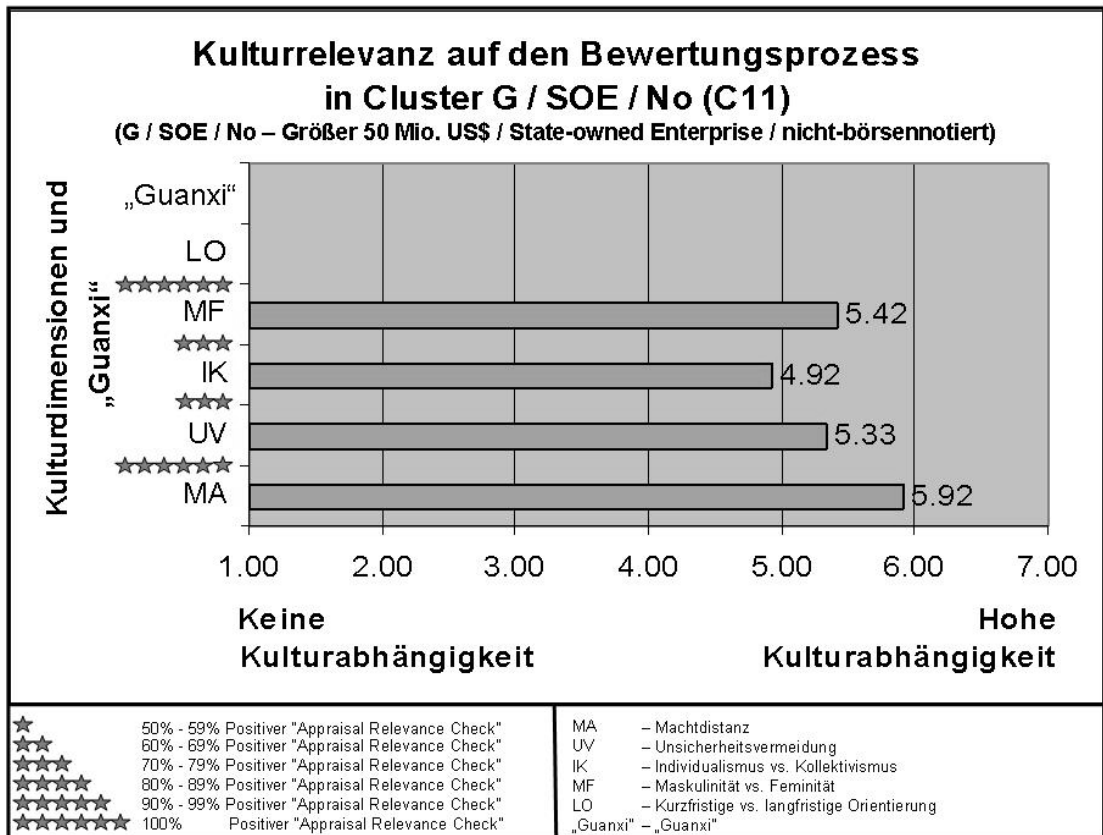


Abbildung 55: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / SOE / No (C11).

„Cross-Border“-M&A-Aktivitäten mit Unternehmungen, die in Cluster C11 angesiedelt sind, weisen eine hohe Machtdistanz (MA) mit 5,92 Punkten auf. Des Weiteren konnte ein starker Einfluss von Maskulinität vs. Femininität (MF) mit 5,42 Punkten und Individualismus vs. Kollektivismus (IK) mit 4,92 Punkten auf den Bewertungsprozess ermittelt werden. Des Weiteren ist die Ausprägung der Unsicherheitsvermeidung bei einer Punktwertung von 5,33 als sehr „schwach“ (hohe Punktwertungen = schwache Unsicherheitsvermeidung / niedrige Punktwertungen = starke Unsicherheitsvermeidung) einzustufen.

### 6.3.3.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster G / SOE / No (C11)

Der M&A-Kulturfaktor des Clusters G / SOE / No (C11) erreicht 5,58 Punkte (siehe Tabelle 19). Somit herrscht ein sehr starker Kultureinfluss bei Bewertungen von Unternehmungen in Cluster C11. Der Hauptgrund liegt in der geringen Verlässlichkeit der Bilanzen und des staatlichen Einflusses.

Tabelle 19: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / No (C11).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster G / SOE / No (C11)</b> (G / SOE / No – Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A- Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	5.92	1.92	1.00	1.92
UV	5.33	1.33	0.75	1.00
IK	4.92	0.92	0.75	0.69
MF	5.42	1.42	1.00	1.42
LO	-	-	-	-
„Guanxi“	-	-	-	-
<b>Summe</b>		<b>5.58</b>		<b>5.02</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Das Cluster G / SOE / No (C11) weist bei Unternehmensbewertungen von Zielfirmen folgende Kaufpreisdrücker auf:

a) Kaufpreisdrücker

i. Maskulinität vs. Feminität

Die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität besitzt in Cluster C11 eine starke Kaufpreisdrückerfunktion. Das Leitmotiv einer M&A-Aktivität in Cluster C11 ist das Geld. Zudem versucht der Verhandlungspartner, neben der Erreichung des höchstmöglichen Kaufpreises, das Gesicht zu wahren. Diese gegensätzlichen Ziele können nur erreicht werden, sofern der Verkäufer die eigenen Stärken demonstriert, jedoch auf vermeintliche Schwächen nicht hinweist und die Informationsgewinnung dieser sogar blockiert. Die verstärkte Überprüfung sollte als Kaufpreisminderung berücksichtigt werden.

ii. Individualismus vs. Kollektivismus

Die Kommunikation nimmt eine Schlüsselfunktion bei M&A-Transaktionen ein. Die Nichtbeachtung der chinesischen Verhandlungsweise mit dem Schwerpunkt auf dem „wie wird kommuniziert“ kann für westliche Investoren das M&A-Geschäft zeitlich verlängern oder es gar scheitern lassen. Zudem erzeugt das starke Harmoniebedürfnis während der Verhandlungen eine

Situation, in der die Verhandlungspartner nicht offen widersprechen dürfen, sondern die eigene Meinung indirekt und stark zeitlich versetzt in die M&A-Beratungen einbringen. Das höhere Risiko sollte somit bei der Unternehmensbewertung als Kaufpreisdrücker berücksichtigt werden.

iii. Unsicherheitsvermeidung

Die schwache Unsicherheitsvermeidung bei Unternehmungen des Clusters C11 erschwert eine Bewertung auf zukünftige Erfolge. Die ausgehändigten Bilanzen und Prognosen gelten an westlichen Maßstäben gemessen als eher chaotisch und diffus. Des Weiteren ist die Verhandlungsweise nicht strukturiert. Zudem regelt der Gesetzgeber die M&A-Aktivitäten des Clusters C11 nicht eindeutig, sondern lässt sehr viel Spielraum zur Interpretation. Dies führt zu einer starken zeitlichen Verlängerung der M&A-Transaktion. Die Richtigkeit der Bilanzen und Prognosen kann nur sehr schwer überprüft werden, was einen erhöhten Beraterstab nötig macht. Daher ist eine Kaufpreisreduzierung in Cluster C11 gerechtfertigt.

iv. Machtdistanz

Die Kulturdimension Machtdistanz beeinflusst den M&A-Kulturfaktor in Cluster C11 am stärksten. Die sehr starke Zentralisierung der Managementstruktur und die sehr hohe Hierarchie der Organisationsstruktur reduzieren den Kaufpreis bei einem „Cross-Border“-M&A. Bereits bei den M&A-Verhandlungen erschwert die starke Hierarchie des Zielunternehmens die Datenerfassung für die Due Diligence, da viele Einzelpersonen befragt werden müssen. Die nötige Aufstockung des Aufsichtspersonals, die bewirkt, dass die Produktion und der Vertrieb auf bisherigem Niveau aufrechterhalten werden können, erhöht die Personalkosten, insbesondere wenn so genannte Expats eingesetzt werden müssen. Daher kann die Machtdistanz als Kaufpreisdrücker eingestuft werden.

**Fazit: Sehr starke Kulturadjustierung nötig bei Cluster G / SOE / No (C11)**

### 6.3.4 Auswertung von Cluster G / PCC / No (C10)

Cluster C10 wurde von drei Experten beschrieben. Die Kulturdimensionen Machtdistanz, Maskulinität vs. Feminität, Langzeitorientierung und den Faktors „Guanxi“ bewerteten sämtliche Gesprächspartner als relevant für den Bewertungsprozess. Dahingegen wurde die Kulturdimension IK als nicht relevant eingestuft. Dem Kultureinfluss von UV attestierten 66,67% der Befragten eine Bewertungsrelevanz.

Die Korrelationsanalyse ergibt für die Kulturdimensionen MA, LO und den Faktor „Guanxi“ eine sehr stark positive oder vollkommen positive Korrelation. Die erhobenen Daten der Dimensionen UV und MF korrelieren vollkommen positiv oder stark positiv. Für die Kulturdimension IK konnte keine Relevanz festgestellt werden und somit auch keine Korrelationsanalyse durchgeführt werden (siehe Abbildung 56).

<b>Korrelationsanalyse für Cluster G / PCC / No (C10)</b> <b>– Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert –</b>																																																												
<b>MA</b> <table border="1"> <tr><td></td><td>var1</td><td>var2</td><td>var3</td></tr> <tr><td>var1</td><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>var2</td><td>0.94</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><td>var3</td><td>0.65</td><td>0.87</td><td>1</td></tr> </table>					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.94	1		var3	0.65	0.87	1	<b>UV</b> <table border="1"> <tr><td></td><td>var1</td><td>var2</td><td>var3</td></tr> <tr><td>var1</td><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>var2</td><td>1</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><td>var3</td><td>0.5</td><td>0.5</td><td>1</td></tr> </table>					var1	var2	var3	var1	1			var2	1	1		var3	0.5	0.5	1	<b>IK</b> <div style="text-align: center; padding: 20px;">Keine Relevanz</div>																				
	var1	var2	var3																																																									
var1	1																																																											
var2	0.94	1																																																										
var3	0.65	0.87	1																																																									
	var1	var2	var3																																																									
var1	1																																																											
var2	1	1																																																										
var3	0.5	0.5	1																																																									
<b>MF</b> <table border="1"> <tr><td></td><td>var1</td><td>var2</td><td>var3</td></tr> <tr><td>var1</td><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>var2</td><td>0.50</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><td>var3</td><td>1</td><td>0.50</td><td>1</td></tr> </table>					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.50	1		var3	1	0.50	1	<b>LO</b> <table border="1"> <tr><td></td><td>var1</td><td>var2</td><td>var3</td></tr> <tr><td>var1</td><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>var2</td><td>0.87</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><td>var3</td><td>1</td><td>0.87</td><td>1</td></tr> </table>					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.87	1		var3	1	0.87	1	<b>„Guanxi“</b> <table border="1"> <tr><td></td><td>var1</td><td>var2</td><td>var3</td></tr> <tr><td>var1</td><td>1</td><td></td><td></td></tr> <tr><td>var2</td><td>0.87</td><td>1</td><td></td></tr> <tr><td>var3</td><td>0.87</td><td>1</td><td>1</td></tr> </table>						var1	var2	var3	var1	1			var2	0.87	1		var3	0.87	1	1
	var1	var2	var3																																																									
var1	1																																																											
var2	0.50	1																																																										
var3	1	0.50	1																																																									
	var1	var2	var3																																																									
var1	1																																																											
var2	0.87	1																																																										
var3	1	0.87	1																																																									
	var1	var2	var3																																																									
var1	1																																																											
var2	0.87	1																																																										
var3	0.87	1	1																																																									
+1		vollkommen positive Korrelation		- 0.01 bis - 0.05		minimal negative Korrelation																																																						
+0.66 bis +0.99		sehr stark positive Korrelation		- 0.06 bis - 0.15		gering negative Korrelation																																																						
+0.36 bis +0.65		stark positive Korrelation		- 0.16 bis - 0.35		mäßig negative Korrelation																																																						
+0.16 bis +0.35		mäßig positive Korrelation		- 0.36 bis - 0.65		stark negative Korrelation																																																						
+0.06 bis +0.15		gering positive Korrelation		- 0.66 bis - 0.99		sehr stark negative Korrelation																																																						
+0.01 bis +0.05		minimal positive Korrelation		- 1		vollkommen negative Korrelation																																																						
+/- 0.00		keine Korrelation																																																										
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus				MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“																																																								

Abbildung 56: Korrelationsanalyse für Cluster G / PCC / No (C10).

**6.3.4.1 Kulturrelevanz in Cluster G / PCC / No (C10)**

Cluster C10 zeigt eine hohe Kulturabhängigkeit. Die Kulturdimension Machtdistanz weist zwar einen Kultureinfluss auf, jedoch kann Hypothese H2 nicht bestätigt werden. Dahingegen wird die schwache Unsicherheitsvermeidung mit einer starken Ausprägung bewertet, sodass Hypothese H3 bestätigt wird. Des Weiteren werden in Cluster C10 die Kulturdimension MF und der Faktor „Guanxi“ hoch bewertet, daher werden die Hypothesen H5, H7 und H8 abgesichert. Die Langzeitorientierung weist einen niedrigen Wert auf, was Hypothese H6 bestätigt, jedoch den Annahmen von Hofstede für China widerspricht (siehe Abbildung 57).

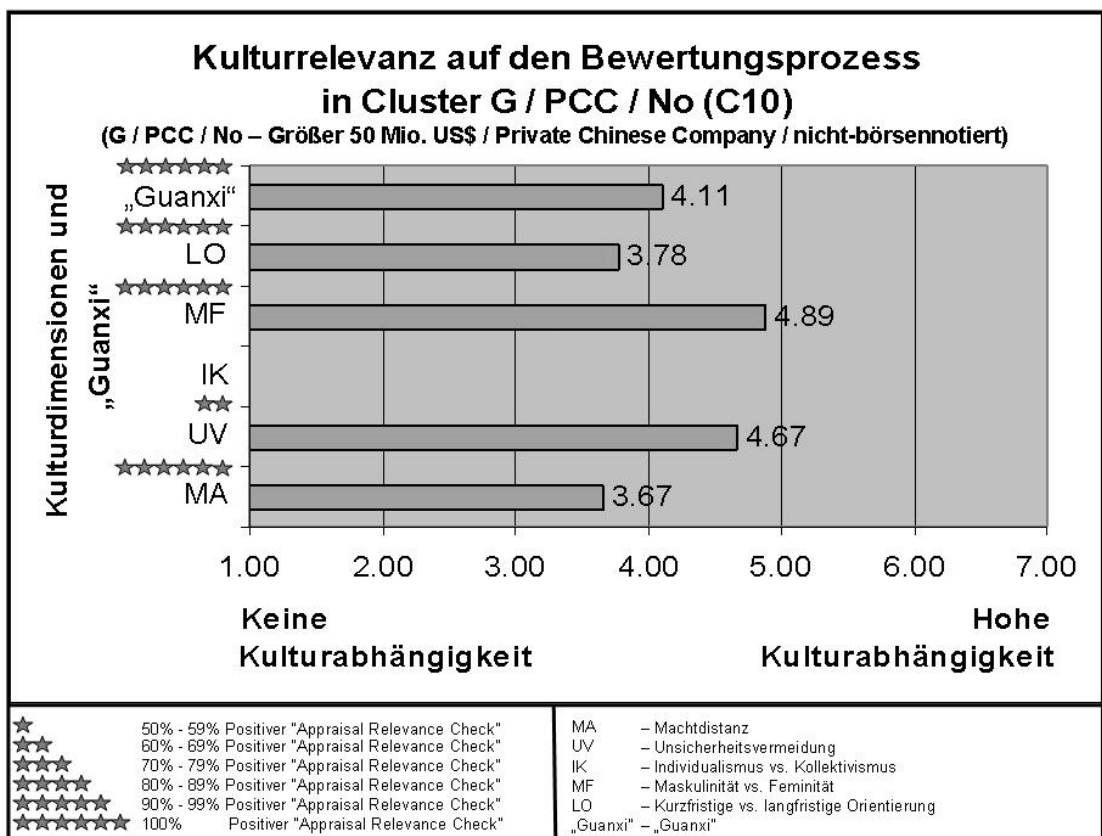


Abbildung 57: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / PCC / No (C10).

Die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF) verzeichnet den stärksten Kultureinfluss mit 4,89 Punkten in Cluster C10. Zudem ist die erhöhte Punktwertung der Unsicherheitsvermeidung mit 4,67 Punkten ein Indiz für schwache Unsicherheitsvermeidung. Die schwache Ausprägung von „Guanxi“ kommt aufgrund der Mittelwertbildung zustande. Das innerbetriebliche „Guanxi“ ist sehr stark ausgeprägt, da viele Positionen innerhalb der Unternehmung mit Personen besetzt werden, die in einem



Abhängigkeitsverhältnis stehen, wohingegen das vertriebsorientierte „Guanxi“ kaum eine Relevanz aufweist.

#### 6.3.4.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster G / PCC / No (C10)

Cluster G / PCC / No besitzt einen M&A-Kulturfaktor von 1,56 Punkten (siehe Tabelle 20). Somit ergibt sich ein geringer Kultureinfluss auf die Unternehmensbewertung.

Der Hauptgrund für die geringe Kulturabhängigkeit liegt in der Anwendung von modernen Managementmethoden und einer marktwirtschaftlichen Ausrichtung der Unternehmung.

Tabelle 20: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / No (C10).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster G / PCC / No (C10)</b> (G / PCC / No – Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A- Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	3.67	-0.33	1.00	-0.33
UV	4.67	0.67	0.67	0.44
IK	-	-	-	-
MF	4.89	0.89	1.00	0.89
LO	3.78	0.22	1.00	0.22
„Guanxi“	4.11	0.11	1.00	0.11
<b>Summe</b>		<b>1.56</b>		<b>1.33</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Bei der Bewertung von Zielfirmen aus Cluster G / PCC / No (C10) sollten folgende Kaufpreistreiber und Kaufpreisdrücker berücksichtigt werden:

a) Kaufpreistreiber

i. Machtdistanz

Die schwache Hierarchie und die geringe Zentralisierung ermöglichen eine schnelle Post-Merger-Integration. Zudem werden Ansprechpartner für Rückfragen bei der Durchführung der Due Diligence schnell gefunden. Des Weiteren wird durch die schwache Ausprägung der Machtdistanz der Bedarf an Aufsichtspersonal verringert, da die Mitarbeiter selbst Verantwortung übernehmen.

Somit kann die Entsendung von Expats verringert werden. Die bereits aus westlicher Sicht gute Organisations- und Managementstruktur kann problemlos in die Käuferfirma integriert werden. Daher kann die Ermittlung des Kaufpreises ohne eine spezielle Berücksichtigung der Kulturdimension Machtdistanz durchgeführt werden.

b) Kaufpreisdrücker

i. „Guanxi“

„Guanxi“ stellt bei Unternehmensbewertungen in Cluster C10 einen Kaufpreisdrücker dar. Trotz der guten Organisations- und Managementstruktur der Unternehmung werden Schlüsselpositionen mit Verwandten oder Bekannten besetzt, die in einem gegenseitigen Abhängigkeitsverhältnis stehen. Unternehmungen aus Cluster C10 werden als Familienbetrieb organisiert. Somit wäre bei einem erhöhten Personalabgang im Zuge der M&A-Transaktion der Verlust von Wissen und Know-how aus sämtlichen Führungsebenen und Abteilungen zu befürchten. Daher ist eine Kaufpreisreduzierung gerechtfertigt. Der Vertrieb ist bei Unternehmungen aus Cluster C10 bereits von einem vertriebsorientierten „Guanxi“ auf das westliche Keyaccountsystem umgestellt.

ii. Kurzfristige vs. langfristige Orientierung

Die kurzfristige Sichtweise der Unternehmungen in Cluster C10 reduziert den Kaufpreis. Die egoistische Handlungsweise des privatwirtschaftlich organisierten Unternehmers ist auf das „Heute“ beschränkt. Prognosen werden für das kommende Jahr angefertigt und gleichen eher „Visionen“. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sollte daher der Planungshorizont an die kurzfristige Sichtweise des agierenden Unternehmers aus Cluster C10 angepasst werden. Zudem sollte der Restwert an das hohe Planungsrisiko der zukünftigen Erfolge angepasst werden.

iii. Maskulinität vs. Feminität

Cluster C10 weist einen hohen Punktwert für die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität auf. In einer maskulinen Kultur hat das Geld einen hohen Stellenwert, wobei der Weg zum Reichtum eine

untergeordnete Rolle spielt. Daher sollten verstärkte Kontrollen bei der Zielfirma durchgeführt werden. Des Weiteren ist es das Bestreben des Unternehmers, das Gesicht zu wahren, was zusätzlich mehr Kontrolle notwendig macht, da der Verhandlungspartner die Vorzüge der Unternehmung hervorheben und die Nachteile verstecken wird. Aus diesen Gründen besitzt die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität eine starke Kaufpreisdrückerfunktion.

iv. Unsicherheitsvermeidung

Die Verhandlungsweise der Unternehmer aus Cluster C10 ist eher chaotisch und diffus, was eine Unternehmensbewertung anhand der zukünftigen Gewinne erschwert. Bilanzen und Prognosen müssen überprüft und hinterfragt werden. Des Weiteren regelt der chinesische Gesetzgeber nicht eindeutig die Vorgehensweise für M&A-Transaktionen des Clusters C10. Zudem wird die M&A-Aktivität durch den chinesischen Unternehmer verschleppt, da Informationen nicht strukturiert und offen dargestellt werden. Hierdurch ist eine Kaufpreisreduzierung im Rahmen der erhöhten Beraterkosten und der Ausfallkosten, die aufgrund der Verzögerung anfallen, gerechtfertigt. Des Weiteren ist die Richtigkeit der Bilanzen und Prognosen nur sehr schwer überprüfbar, was einen erhöhten Beraterstab nötig macht. Daher ist eine weitere Kaufpreisreduzierung in Cluster C10 gerechtfertigt.

**Fazit: Geringe Kulturadjustierung nötig bei Cluster G / PCC / No (C10)**

**6.3.5 Auswertung Cluster G / FIE / No (C12)**

Cluster C12 wurde von nur einem M&A-Experten beschrieben. Vier Kulturdimensionen, Machtdistanz, Individualismus vs. Kollektivismus, Maskulinität vs. Feminität und Kurzfristige vs. langfristige Orientierung wurden als bewertungsrelevant eingestuft. Die Dimension Unsicherheitsvermeidung und „Guanxi“ wurden vom Gesprächspartner durch den negativen „Appraisal Relevance Check“ als nicht relevant für die Unternehmensbewertung eingestuft.

### 6.3.5.1 Kulturrelevanz Cluster G / FIE / No (C12)

Bei M&A-Aktivitäten mit Zielunternehmungen aus Cluster C7 kann die Hypothesen H2 nicht bestätigt werden, da der Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess der Machtdistanz zu gering ist. Dahingegen bestätigt die geringe Punktwertung der Kulturdimension LO die Hypothese H6. Somit widerspricht die empirische Datenlage den empirischen Befunden von Hofstede, der für China eine ausgeprägte Langzeitorientierung angibt. Des Weiteren werden die Hypothesen H4 und H5 durch die hohen Punktwertungen der Kulturdimensionen IK und MF abgesichert (siehe Abbildung 58).

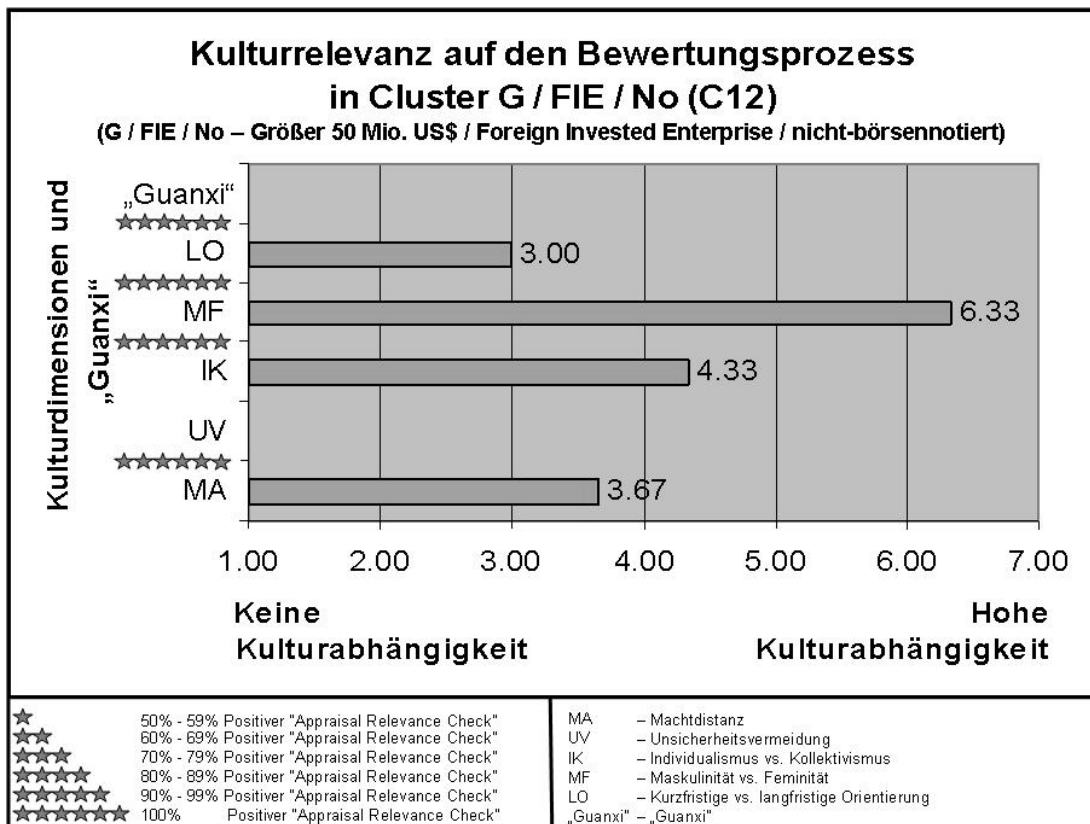


Abbildung 58: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster G / FIE / No (C12).

Die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF) zeigt den höchsten Einfluss auf den Unternehmensbewertungsprozess mit 6,33 Punkten in Cluster C12. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass bei M&A-Aktivitäten in Cluster C12 zwei ausländische Unternehmungen miteinander verhandeln. Deutschland und China weisen bei der Kulturdimension MF gleiche Punktwertungen auf, die im internationalen Vergleich als hoch anzusehen sind. Die niedrige Punktwertung für die Kulturdimension MA und der Wegfall des „Guanxi“ sind durch den ausländischen Einfluss erklärbar. Die hohe Wertung

des IK mit 4,33 Punkten könnte ein Gradmesser für die bereits stattgefundenen Lokalisierung sein.

### 6.3.5.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster G / FIE / No (C12)

Der M&A-Kulturfaktor erreicht 3,33 Punkte in Cluster G / FIE / No (C12) (siehe Tabelle 21). Somit ergibt sich ein mäßiger Kultureinfluss auf die Unternehmensbewertung.

Der Hauptgrund für die mäßige Kulturabhängigkeit liegt in der starken Ausprägung der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität. Ausländische Zielunternehmungen benutzen M&A-Transaktionen als Exit-Strategie. Somit soll möglichst ein hoher Kaufpreis unter der Wahrung des Gesichtes oder des Markennamens erzielt werden. Zudem stehen die Unternehmungen unter Handlungsdruck, da die Stakeholder eine schnelle Entscheidung fordern und befürworten. Aus den oben geschilderten Gründen kann auch die Ausprägung der Kulturdimension LO hinterfragt werden. Der M&A-Kulturfaktor würde 0,00 Punkte (kein Kultureinfluss) aufweisen, wenn die Dimensionen MF und LO keine Relevanz besitzen würden. Die Annahmen, dass die Kulturdimensionen MF und LO aufgrund der Exit-Strategie überbewertet sind, können angenommen werden.

Tabelle 21: M&A-Kulturfaktor für Cluster G / FIE / No (C12).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster G / FIE / No (C12)</b> (G / FIE / No – Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A-Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	3.67	-0.33	1.00	-0.33
UV	-	-	-	-
IK	4.33	0.33	1.00	0.33
MF	6.33	2.33	1.00	2.33
LO	3.00	1.00	1.00	1.00
„Guanxi“	-	-	-	-
<b>Summe</b>		<b>3.33</b>		<b>3.33</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Cluster G / FIE / No (C12) weist bei Unternehmensbewertungen im Rahmen von M&A-Prozessen folgende Kaufpreistreiber und Kaufpreisdrücker auf:

a) Kaufpreistreiber

i. Machtdistanz

Die westliche Management- und Organisationsstruktur ermöglicht eine einfache Post-Merger-Integration. Die für westliche Käuferunternehmen bekannte Struktur erleichtert die Durchführung der Due Diligence. Ansprechpartner und Machtgefüge sind klar erkennbar. Das Personal ist verantwortungsbewusstes Handeln gewohnt und benötigt weniger Aufsichtspersonal. Eine Unternehmensbewertung mit Hilfe des EVA / MVA-Modells kann ohne Kulturadjustierung durchgeführt werden.

b) Kaufpreisdrücker

i. Kurzfristige vs. langfristige Orientierung

Ausländische Unternehmen, die in China Unternehmen verkaufen, verfolgen meistens eine Exit-Strategie. Daher ist eine kurzfristige Sichtweise verständlich. Die Gründe des Verkaufs sollten in Cluster G / FIE / No (C12) genau geprüft werden. In jedem Fall stellt die kurzfristige Orientierung einen Kaufpreisdrücker dar, jedoch ist es fraglich, ob die Drückerfunktion aufgrund des Kultureinflusses zustande kommt. Die Gründe für die Exit-Strategie eines ausländischen Investors in China kann jedoch landeskulturelle Beweggründe haben. Eine Berücksichtigung bei der Unternehmensbewertung sollte insofern nach genauer Prüfung stattfinden.

ii. Maskulinität vs. Feminität

Die Verfolgung einer Exit-Strategie stellt in Cluster C12 den häufigsten Grund für M&A-Transaktionen dar. Ausländische Verkäuferunternehmen stehen unter hohem Zugzwang durch die Stakeholder. Zudem muss ein Rückzug aus einem Markt oder der Verkauf eines Werkes den Stakeholdern kommuniziert werden, was eine hohe Gesichtswahrung erfordert. Des Weiteren versucht das ausländische Verkäuferunternehmen, den Preis zu maximieren. Der Druck der Stakeholder kann als Kaufpreisdrücker interpretiert

werden, jedoch ist eine Abhängigkeit von der chinesischen Kultur fraglich. Bei der Unternehmensbewertung sollte daher eine detaillierte Prüfung der Gegebenheiten erfolgen und gegebenenfalls eine Kulturadjustierung vorgenommen werden.

iii. Individualismus vs. Kollektivismus

Die kollektivistische Ausprägung bei M&A-Transaktionen des Cluster C12 ist ein landeskultureller Einfluss, der von den ausländischen M&A-Partnern nicht beeinflusst werden kann. Das Harmoniebedürfnis und die sachgetriebene Kommunikationsweise der beiden ausländischen Verhandlungspartner sind sehr gering. Überdies werden Entscheidungen der ausländischen Parteien schnell getroffen. Jedoch findet die M&A-Transaktion nach chinesischem Recht statt. Dies hat zur Folge, dass chinesische Behörden den Prozess genehmigen müssen. Die Kommunikation mit den Behörden erhöht den Wert der Kulturdimension Individualismus vs. Kollektivismus. Zudem sollte bei der M&A-Transaktion genauer geprüft werden, inwiefern die Zielfirma bereits lokalisiert wurde. Daher ist eine Berücksichtigung der kollektivistischen Kultur bei der Unternehmensbewertung als Preisdrücker gerechtfertigt.

**Fazit: Keine (bzw. sehr geringe) Kulturadjustierung nötig bei Cluster G / FIE / No (C12)**

**6.3.6 Auswertung von Cluster K / SOE / No (C5)**

Cluster C5 wurde durch die Schilderung von sechs Situationen (Fallstudien) klassifiziert. Die Kulturdimensionen Machtdistanz und „Guanxi“ wurden von 83,34% der befragten Experten als bewertungsrelevant eingestuft. Die Dimension der Unsicherheitsvermeidung gaben 66,67% der Befragten als relevant an. Den Einfluss auf die Unternehmensbewertung der Kulturdimension Individualismus vs. Kollektivismus stuften 50% als bedeutsam ein. Dahingegen gaben 100% der Experten die Dimension Maskulinität vs. Feminität als kaufpreisentcheidend an. Die Langzeitorientierung der Zielfirma spielte keine Rolle bei der Unternehmensbewertung.

Die Korrelationsanalyse ergibt für die Kulturdimensionen MA und IK eine sehr stark positive Korrelation. Die empirisch erhobenen Daten der Dimensionen UV, MF und

„Guanxi“ korrelieren sehr stark positiv oder stark positiv. Für die Kulturdimension LO konnte keine Relevanz festgestellt werden und somit auch keine Korrelationsanalyse durchgeführt werden (siehe Abbildung 59).

<b>Korrelationsanalyse für Cluster K / SOE / No (C5)</b>																																																																	
<b>– Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert –</b>																																																																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MA</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.69</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.76</td> <td>0.86</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		MA					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.69	1		var3	0.76	0.86	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">UV</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.63</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.88</td> <td>0.55</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		UV					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.63	1		var3	0.88	0.55	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">IK</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.71</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.81</td> <td>0.83</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		IK					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.71	1		var3	0.81	0.83	1
MA																																																																	
	var1	var2	var3																																																														
var1	1																																																																
var2	0.69	1																																																															
var3	0.76	0.86	1																																																														
UV																																																																	
	var1	var2	var3																																																														
var1	1																																																																
var2	0.63	1																																																															
var3	0.88	0.55	1																																																														
IK																																																																	
	var1	var2	var3																																																														
var1	1																																																																
var2	0.71	1																																																															
var3	0.81	0.83	1																																																														
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MF</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.45</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.80</td> <td>0.45</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		MF					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.45	1		var3	0.80	0.45	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">LO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="4" style="text-align: center;">Keine Relevanz</td> </tr> </tbody> </table>		LO				Keine Relevanz				<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">„Guanxi“</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.53</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.87</td> <td>0.54</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		„Guanxi“					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.53	1		var3	0.87	0.54	1												
MF																																																																	
	var1	var2	var3																																																														
var1	1																																																																
var2	0.45	1																																																															
var3	0.80	0.45	1																																																														
LO																																																																	
Keine Relevanz																																																																	
„Guanxi“																																																																	
	var1	var2	var3																																																														
var1	1																																																																
var2	0.53	1																																																															
var3	0.87	0.54	1																																																														
+1	vollkommen positive Korrelation	- 0.01 bis - 0.05	minimal negative Korrelation																																																														
+0.66 bis + 0.99	sehr stark positive Korrelation	- 0.06 bis - 0.15	gering negative Korrelation																																																														
+0.36 bis + 0.65	stark positive Korrelation	- 0.16 bis - 0.35	mäßig negative Korrelation																																																														
+0.16 bis + 0.35	mäßig positive Korrelation	- 0.36 bis - 0.65	stark negative Korrelation																																																														
+0.06 bis + 0.15	gering positive Korrelation	- 0.66 bis - 0.99	sehr stark negative Korrelation																																																														
+0.01 bis + 0.05	minimal positive Korrelation	- 1	vollkommen negative Korrelation																																																														
+/- 0.00	keine Korrelation																																																																
MA	– Machtdistanz	MF	– Maskulinität vs. Feminität																																																														
UV	– Unsicherheitsvermeidung	LO	– Kurzfristige vs. langfristige Orientierung																																																														
IK	– Individualismus vs. Kollektivismus	„Guanxi“	– „Guanxi“																																																														

Abbildung 59: Korrelationsanalyse für Cluster K / SOE / No (C5).

### 6.3.6.1 Kulturrelevanz in Cluster K / SOE / No (C5)

Cluster C5 zeigt eine sehr hohe Kulturabhängigkeit, da drei Werte über die Punktwertung von fünf kommen. Sämtliche ermittelten Punktwertungen können die in dieser Arbeit aufgestellten Hypothesen bestätigen. Die höchsten Punktwertungen erreichen die Kulturdimensionen Machtdistanz (MA), Individualismus vs. Kollektivismus (IK) und Maskulinität vs. Feminität (MF), womit die Hypothesen H2, H4 und H5 bestätigt werden



können. Außerdem werden in Cluster C5 die Kulturdimension UV und „Guanxi“ hoch bewertet, daher werden die Hypothesen H3, H7 und H8 abgesichert (siehe Abbildung 60).

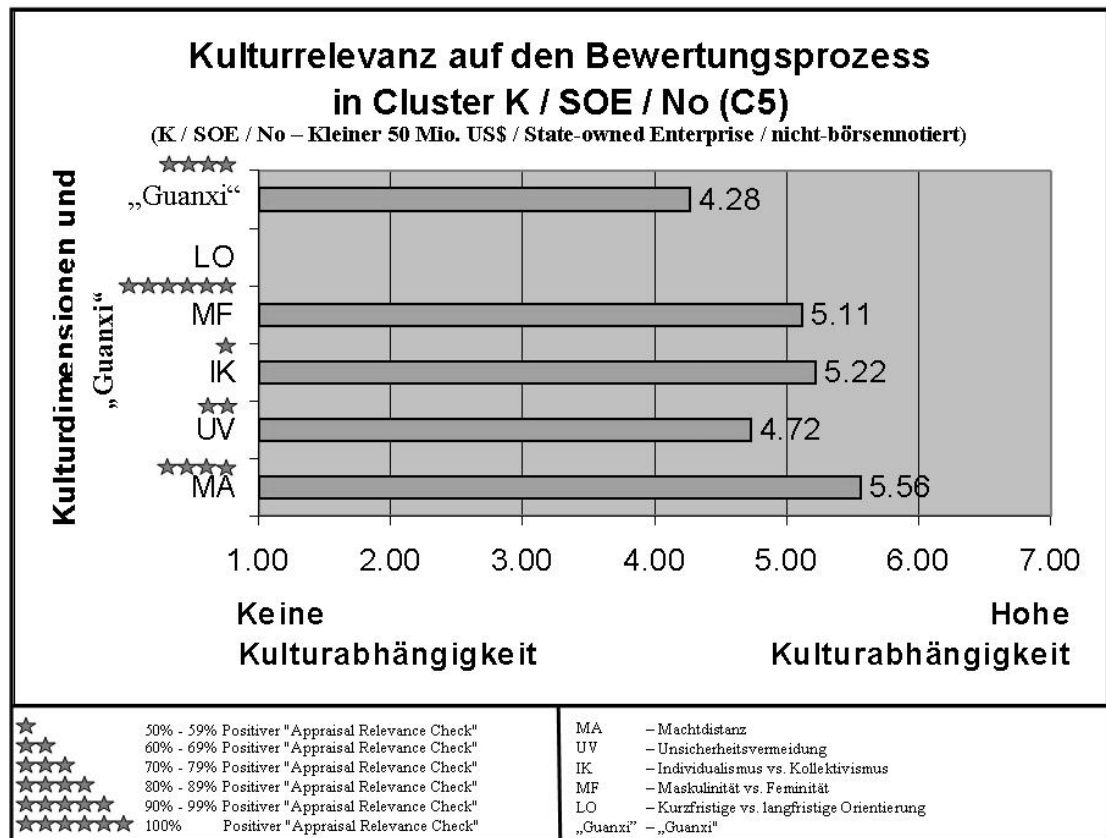


Abbildung 60: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / SOE / No (C5).

Die Punktwertungen für das innerbetriebliche „Guanxi“ und das vertriebsorientierte „Guanxi“ sind ausgeglichen verteilt. Daher kann von einer allgemeinen Abhängigkeitskultur gesprochen werden.

Die Kulturdimension Machtdistanz verzeichnet den stärksten Kultureinfluss mit 5,56 Punkten in Cluster C5. Zudem ist die erhöhte Punktwertung der Unsicherheitsvermeidung mit 4,72 Punkten ein Indiz für die schwache Unsicherheitsvermeidung. Die hohen Punktwertungen für die Kulturdimensionen Maskulinität vs. Feminität (MF) mit 5,11 Punkten und Individualismus vs. Kollektivismus (IK) mit 5,22 Punkten ist ein Indiz für die hohe Kulturabhängigkeit des Clusters.

### 6.3.6.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster K / SOE / No (C5)

Der M&A-Kulturfaktor des Clusters K / SOE / No (C5) erreicht 4,89 Punkte (siehe Tabelle 22). Somit herrscht eine sehr starke Kulturabhängigkeit auf die Unternehmensbewertung in

Cluster C5. Häufig werden nicht börsennotierte staatliche Unternehmungen aus einem Verbund („Holding Company“) von Unternehmungen ausgegliedert und anschließend verkauft. Der Hauptgrund des hohen Kultureinflusses liegt bei der Organisations- und Managementstruktur, der Kommunikationsweise und dem staatlichen Einfluss. Des Weiteren fungieren Unternehmungen des Clusters C5 oftmals als Zulieferer des früheren Unternehmensverbundes, was gegenseitige Abhängigkeiten bedingt, sofern der Vertrieb zu 80% über diesen einen Vertriebskanal erfolgt. Das Ziel des chinesischen Staates in der Funktion des Verkäufers ist oftmals die Erwerbung von westlichem Management-Know-how und ein ausgiebiger Technologietransfer.

Tabelle 22: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / SOE / No (C5)

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster K / SOE / No (C5)</b>				
<b>(K / SOE / No – Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert)</b>				
<b>Wertungen / Kulturdimensionen</b>	<b>Kulturrelevanz</b>	<b>M&amp;A-Kulturfaktor</b>	<b>Gewichtung</b>	<b>Gewichteter M&amp;A-Kulturfaktor</b>
<b>MA</b>	5.56	1.56	0.83	1.30
<b>UV</b>	4.72	0.72	0.67	0.48
<b>IK</b>	5.22	1.22	0.50	0.61
<b>MF</b>	5.11	1.11	1.00	1.11
<b>LO</b>	-	-	-	-
<b>„Guanxi“</b>	4.28	0.28	0.83	0.23
<b>Summe</b>		<b>4.89</b>		<b>3.73</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Die Bewertung von Unternehmungen aus Cluster K / SOE / No (C5) unterliegt folgenden Kaufpreisdrückern:

a) Kaufpreisdrücker

i. „Guanxi“

Sowohl das innerbetriebliche „Guanxi“ als auch das vertriebsorientierte „Guanxi“ stellen in Cluster C5 einen Kaufpreisdrücker dar. Personen der Schlüsselpositionen stehen in einem gegenseitigen Abhängigkeitsverhältnis, was die Gefahr eines „Braindrains“ (geschlossene Abwanderung des Führungspersonals) bei M&A-Transaktionen erhöht. Zudem erfolgt der Vertrieb der Produkte über den Vertriebsmitarbeiter und nicht über das Produkt

selbst. Die Käuferunternehmung hat zu befürchten, dass bei einem Weggang des Vertriebspersonals der Umsatz gravierend reduziert wird. Daher ist eine Umsatzbereinigung notwendig, indem die „Guanxi“-bedingten Umsätze aus den prognostizierten Umsatzplanungen herausgerechnet werden. Zudem sollte eine präzise Prüfung der Vertriebsstruktur dahingehend ausgerichtet werden, ob die Umsätze zu mehr als 80% durch einen „Keyaccount“ realisiert werden. Sofern dieses zutrifft, sollten die Abhängigkeitsverhältnisse und Eigentümerstrukturen der Vergangenheit analysiert werden, um sicherzustellen, dass der Umsatz auf dem bisherigen Niveau auch in Zukunft gesichert ist. Zudem sollte der Restwert frei von „Guanxi“ betrachtet werden.

ii. Maskulinität vs. Feminität

Unternehmungen des Clusters C5 besitzen eine starke maskuline Ausprägung, was eine Kaufpreisreduzierung rechtfertigt. Geld ist die treibende Kraft des Verkäufers, den M&A-Prozess erfolgreich abzuschließen. Zudem sind die Verhandlungsführer darauf bedacht, keinen Gesichtsverlust zu erleiden. Die aufgebauten „Guanxi“-Netzwerke und Abhängigkeiten zu dem ursprünglichen Unternehmensverbund sollen durch einen Gesichtsverlust nicht gefährdet werden. Daher werden Schwächen versteckt und die eigenen Stärken überproportional dargestellt. M&A-Transaktionen mit Unternehmen aus Cluster C5 sollten daher stärker kontrolliert werden. Dies hat eine Kaufpreisminderung zur Folge.

iii. Individualismus vs. Kollektivismus

Der starke Kollektivismus bei Unternehmungen des Clusters C5 rechtfertigt eine Preisreduzierung. Die hohe Bedeutung des „Wie“ bei der Kommunikation sowie das starke Harmoniebedürfnis der chinesischen Verkäuferseite erschweren die klare Darstellung der zukünftigen Strategie sowie die Kaufpreisverhandlung. Des Weiteren werden Entscheidungen vertagt und die Verhandlungen in die Länge gezogen. Das erhöhte Risiko des Scheiterns der Verhandlungen sowie die höheren Beraterkosten sollten also bei der

Unternehmensbewertung als Kaufpreisdrücker berücksichtigt werden.

iv. Unsicherheitsvermeidung

In Cluster C5 ist die Unternehmensbewertung durch eine schwache Unsicherheitsvermeidung gekennzeichnet. Insbesondere die verlängerte Vertragsverhandlung, aber auch die geringe Sicherheit bei den vorgelegten Bilanzen rechtfertigt eine Kaufpreisreduzierung. Der große Spielraum bei der Durchführung der M&A-Transaktion erhöht die Reduzierung des Kaufpreises. Zudem ist bei der Übernahme von staatlichen Unternehmungen die Ermittlung des Unternehmenswertes durch das Substanzwertverfahren verpflichtend. Die oftmals chaotisch und diffusen Management- und Organisationsstrukturen werden hierbei nicht berücksichtigt. Bei einer zukünftigen Betrachtung mittels des EVA / MVA-Konzeptes würden diese Strukturprobleme den Erfolg mindern und somit in die Unternehmensbewertung einfließen. Demzufolge ist eine Kaufpreisreduzierung in Cluster C5 gerechtfertigt.

v. Machtdistanz

Machtdistanz ist ein starker Kaufpreisdrücker in Cluster C5. Die starke Zentralisierung und die hohe Hierarchie erschweren die spätere Eingliederung der Unternehmung in den weltweiten Unternehmensverbund. Zudem wird die Datenerfassung in der Pre-Merger-Phase behindert. Des Weiteren ist es notwendig, dass verstärkt Expats zur Überwachung des Betriebes in die Zielfirma entsandt werden um den laufenden Betrieb aufrechtzuerhalten. Daher kann die Machtdistanz als Kaufpreisdrücker eingestuft werden.

**Fazit: Sehr starke Kulturadjustierung nötig bei Cluster K / SOE / No (C5)**

### **6.3.7 Auswertung von Cluster K / PCC / No (C4)**

Cluster C5 wurde durch 16 Situationsbeschreibungen der befragten Experten beschrieben. Die Kulturdimensionen Maskulinität vs. Feminität wurde von sämtlichen Gesprächspartnern als bewertungsrelevant eingestuft. „Guanxi“ nannten 81,25% und

Machtdistanz 75% als relevant für die Unternehmensbewertung. Den Einfluss der Dimension Kurzfristige vs. langfristige Orientierung sehen 62,5% der Experten als bedeutsam an. Die Kulturdimensionen Unsicherheitsvermeidung und Individualismus vs. Kollektivismus besitzen bei der Kaufpreisfindung keine Relevanz bei Unternehmungen in Cluster C4.

Die Korrelationsanalyse ergibt für die Kulturdimension MA eine stark positive bis sehr stark positive Korrelation. Die empirischen Daten der Dimensionen MF, LO und „Guanxi“ korrelieren stark positiv. Für die Kulturdimensionen UV und IK konnte keine Relevanz festgestellt und somit auch keine Korrelationsanalyse durchgeführt werden (siehe Abbildung 61).

<b>Korrelationsanalyse für Cluster K / PCC / No (C4)</b>																																											
<b>– Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert –</b>																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MA</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.55</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.72</td> <td>0.53</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		MA					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.55	1		var3	0.72	0.53	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">UV</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="4" style="text-align: center;">Keine Relevanz</td> </tr> </tbody> </table>		UV				Keine Relevanz															
MA																																											
	var1	var2	var3																																								
var1	1																																										
var2	0.55	1																																									
var3	0.72	0.53	1																																								
UV																																											
Keine Relevanz																																											
		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">IK</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="4" style="text-align: center;">Keine Relevanz</td> </tr> </tbody> </table>		IK				Keine Relevanz																																			
IK																																											
Keine Relevanz																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">MF</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.38</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.40</td> <td>0.36</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		MF					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.38	1		var3	0.40	0.36	1	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">LO</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.53</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.46</td> <td>0.58</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		LO					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.53	1		var3	0.46	0.58	1
MF																																											
	var1	var2	var3																																								
var1	1																																										
var2	0.38	1																																									
var3	0.40	0.36	1																																								
LO																																											
	var1	var2	var3																																								
var1	1																																										
var2	0.53	1																																									
var3	0.46	0.58	1																																								
		<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="4">„Guanxi“</th> </tr> <tr> <th></th> <th>var1</th> <th>var2</th> <th>var3</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th>var1</th> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <th>var2</th> <td>0.42</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <th>var3</th> <td>0.39</td> <td>0.47</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		„Guanxi“					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.42	1		var3	0.39	0.47	1																				
„Guanxi“																																											
	var1	var2	var3																																								
var1	1																																										
var2	0.42	1																																									
var3	0.39	0.47	1																																								
+1	vollkommen positive Korrelation	- 0.01 bis - 0.05	minimal negative Korrelation																																								
+ 0.66 bis + 0.99	sehr stark positive Korrelation	- 0.06 bis - 0.15	gering negative Korrelation																																								
+ 0.36 bis + 0.65	stark positive Korrelation	- 0.16 bis - 0.35	mäßig negative Korrelation																																								
+ 0.16 bis + 0.35	mäßig positive Korrelation	- 0.36 bis - 0.65	stark negative Korrelation																																								
+ 0.06 bis + 0.15	gering positive Korrelation	- 0.66 bis - 0.99	sehr stark negative Korrelation																																								
+ 0.01 bis + 0.05	minimal positive Korrelation	- 1	vollkommen negative Korrelation																																								
+/- 0.00	keine Korrelation																																										
MA	– Machtdistanz	MF	– Maskulinität vs. Feminität																																								
UV	– Unsicherheitsvermeidung	LO	– Kurzfristige vs. langfristige Orientierung																																								
IK	– Individualismus vs. Kollektivismus	„Guanxi“	– „Guanxi“																																								

Abbildung 61: Korrelationsanalyse für Cluster K / PCC / No (C4).

### 6.3.7.1 Kulturrelevanz in Cluster K / PCC / No (C4)

Cluster C4 weist eine hohe Kulturabhängigkeit auf. Die Kulturdimension Machtdistanz weist einen hohen Kultureinfluss auf, sodass Hypothese H2 bestätigt werden kann. Die Dimensionen Unsicherheitsvermeidung und Individualismus vs. Kollektivismus wurden als nicht relevant eingestuft, daher können die Hypothesen H3 und H4 nicht abgesichert werden. Maskulinität vs. Feminität und „Guanxi“ erhielten von den Experten hohe Punktwertungen, demzufolge gelten die Hypothesen H5, H7 und H8 als bestätigt. Die genauere Betrachtung des Faktors „Guanxi“ zeigt eine höhere Ausprägung des innerbetrieblichen „Guanxi“. Trotzdem können beide Hypothesen als empirisch bestimmt gelten, da sowohl die Punktwertung des innerbetrieblichen „Guanxi“ als auch die des vertriebsorientierten „Guanxi“ über vier sind. Die geringe Ausprägung der Langzeitorientierung widerspricht dem empirischen Datenmaterial von Hofstede, kann jedoch die in dieser Arbeit aufgestellte Hypothese H6 der Kurzzeitorientierung bestätigen (siehe Abbildung 62).

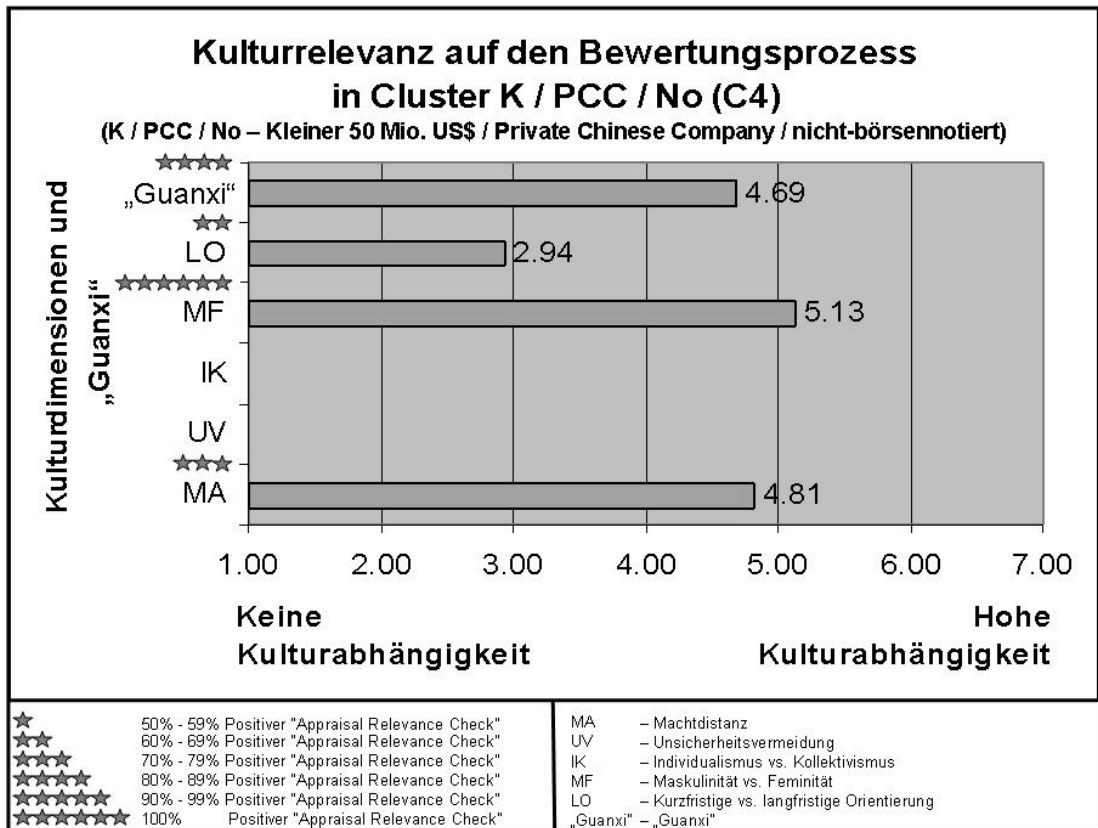


Abbildung 62: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / PCC / No (C4).

Die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF) zeigt mit 5,13 Punkten im Cluster den höchsten Einfluss auf den Unternehmensbewertungsprozess.

Die Kulturdimensionen Machtdistanz mit 4,81 Punkten und „Guanxi“ mit 4,69 Punkten verzeichnen ebenfalls einen starken Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess. Die niedrige Punktwertung der Langzeitorientierung mit 2,94 Punkten beweist eine sehr kurzzeitorientierte Handlungsweise.

### 6.3.7.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster K / PCC / No (C4)

Die Bewertung von Unternehmen aus Cluster K / PCC / No (C4) erreicht einen M&A-Kulturfaktor von 3,69 Punkten (siehe Tabelle 23). Dies gleicht einem starken Kultureinfluss auf die Unternehmensbewertung. Der Hauptgrund für die hohe Kulturabhängigkeit der Bewertung liegt in der Organisations- und Managementstruktur der Unternehmung. Die Zielfirmen des Clusters C4 sind zwar marktwirtschaftlich orientiert, jedoch werden sie als Familienunternehmen geführt.

Tabelle 23: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / PCC / No (C4).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster K / PCC / No (C4)</b> (K / PCC / No – Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A-Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	4.81	0.81	0.75	0.61
UV	-	-	-	-
IK	-	-	-	-
MF	5.13	1.13	1.00	1.13
LO	2.94	1.06	0.63	0.66
„Guanxi“	4.69	0.69	0.81	0.56
<b>Summe</b>		<b>3.69</b>		<b>2.96</b>
MA – Machtdistanz			MF – Maskulinität vs. Feminität	
UV – Unsicherheitsvermeidung			LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung	
IK – Individualismus vs. Kollektivismus			„Guanxi“ – „Guanxi“	

Bei der Unternehmensbewertung von Zielfirmen aus Cluster G / PCC / No (C10) sollten folgende Kaufpreisdrücker berücksichtigt werden:

- a) Kaufpreisdrücker
  - i. „Guanxi“

Ein entscheidender Kaufpreisdrücker des Clusters C4 ist das „Guanxi“. Die marktwirtschaftliche Ausrichtung der Unternehmung fördert Forschung und Entwicklung. Außerdem wurden die

Produktionsplanungen aufgrund der Absatzplanung kalkuliert, und nicht anhand von Planvorgaben. Jedoch weist das Vertriebsnetz eine hohe Abhängigkeit von den „Guanxi“-Netzwerken der Unternehmerfamilien auf. Unternehmungen des Clusters C4 sind häufig Familienbetriebe. Der „Patriarch“ steuert einerseits das Personalwesen dahingehend, dass Schlüsselpositionen nur mit Bekannten oder Familienangehörigen besetzt werden. Andererseits besitzt der Vertriebsmitarbeiter (meist der Patriarch selbst) die nötigen „Guanxi“-Netzwerke, um erfolgreich die Produkte zu verkaufen. Die Gefahr des Umsatzeinbruches aufgrund von Kündigungen nach der M&A-Transaktion ist bei Cluster C4 sehr hoch. Dies sollte in der zukünftigen Betrachtung des Erfolges mittels der Streichung der „Guanxi“-belasteten Keyaccounts bei der EVA / MVA-Ermittlung Berücksichtigung finden.

ii. Kurzfristige vs. langfristige Orientierung

Die Dominanz des „Heute“ und der fehlende Weitblick auf die Zukunft rechtfertigen eine Preisreduzierung bei Unternehmen des Cluster C4. Außerdem ist der starke Egoismus des Patriarchen ein Hindernis für die zukünftige Ausrichtung der Unternehmung. Sobald die Entscheidung zum Verkauf getroffen wurde, werden der Patriarch und sein „Guanxi“-Netzwerk ihren Egoismus ausleben und nicht für andere arbeiten wollen. Die Unternehmensbewertung sollte die starke kurzfristige Orientierung in einer Verkürzung des Planungshorizontes berücksichtigen und den Restwert angleichen.

iii. Maskulinität vs. Feminität

Der starke Einfluss der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität auf den Bewertungsprozess wird als Kaufpreisdrücker identifiziert. Der Patriarch definiert Erfolg und Gesichtswahrung durch Geld. Daher ist der Verkäufer versucht, die eigenen Stärken übertrieben herauszustellen und die Schwächen zu verstecken. Hieraus resultieren ein erhöhter Kontrollaufwand und eine mögliche zeitliche Verzögerung. Dies sollte bereits im Kaufpreis eine Berücksichtigung finden und rechtfertigt eine Kaufreduzierung.



#### iv. Machtdistanz

Die Kulturdimension Machtdistanz hat eine Kaufpreisdrückerfunktion bei „Cross-Border“ M&A-Transaktionen in Cluster C4. Die starke Zentralisierung der Managementstruktur, die sehr hohe Hierarchie der Organisationsstruktur und das oben beschriebene „Guanxi“ bündeln das Wissen auf Personen, die in einem Abhängigkeitsverhältnis zum „Patriarchen“ stehen. Eine schnelle und neutrale Datensammlung für die durchzuführende Due Diligence ist nicht möglich. Zudem wird im Rahmen der Post-Merger-Phase ein Aufstocken des Aufsichtspersonals nötig sein, damit die Produktion auf dem bisherigen Level gesichert werden kann. Empfehlenswert ist die Entsendung von so genannten Expats. Unternehmensbewertungen bei Zielfirmen aus Cluster C4 sollten daher die Zusatzkosten der Kulturdimension Machtdistanz berücksichtigen.

**Fazit: Starke Kulturadjustierung nötig bei Cluster K / PCC / No (C4)**

#### **6.3.8 Auswertung von Cluster K / FIE / No (C6)**

Cluster C6 wurde anhand von vier geschilderten Fallbeispielen ausgewertet. Das „Guanxi“ und die beiden Kulturdimensionen Kurzfristige vs. langfristige Orientierung und Maskulinität vs. Feminität wurden von 50% der befragten Experten als bewertungsrelevant eingestuft. Den Einfluss der Dimension Machtdistanz auf den Bewertungsprozess bestätigten 75% der Befragten, wohingegen den Dimensionen Unsicherheitsvermeidung und Individualismus vs. Kollektivismus keine Relevanz zuerkannt wurde.

Die Korrelationsanalyse ergibt für die Kulturdimension MA und „Guanxi“ eine stark positive bis sehr stark positive Korrelation. Die erhobenen Daten der Dimensionen MF und LO korrelieren sehr stark positiv miteinander. Für die Kulturdimensionen UV und IK konnte keine Relevanz festgestellt und somit auch keine Korrelationsanalyse durchgeführt werden (siehe Abbildung 63).

<b>Korrelationsanalyse für Cluster K / FIE / No (C6)</b>																							
– Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert –																							
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <th colspan="4" style="text-align: center;">MA</th> </tr> <tr> <td></td> <td>var1</td> <td>var2</td> <td>var3</td> </tr> <tr> <td>var1</td> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>var2</td> <td>0.64</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>var3</td> <td>0.67</td> <td>0.94</td> <td>1</td> </tr> </table>				MA					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.64	1		var3	0.67	0.94	1
MA																							
	var1	var2	var3																				
var1	1																						
var2	0.64	1																					
var3	0.67	0.94	1																				
UV  <b>Keine Relevanz</b>																							
IK  <b>Keine Relevanz</b>																							
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <th colspan="4" style="text-align: center;">MF</th> </tr> <tr> <td></td> <td>var1</td> <td>var2</td> <td>var3</td> </tr> <tr> <td>var1</td> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>var2</td> <td>0.78</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>var3</td> <td>0.70</td> <td>0.68</td> <td>1</td> </tr> </table>				MF					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.78	1		var3	0.70	0.68	1
MF																							
	var1	var2	var3																				
var1	1																						
var2	0.78	1																					
var3	0.70	0.68	1																				
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <th colspan="4" style="text-align: center;">LO</th> </tr> <tr> <td></td> <td>var1</td> <td>var2</td> <td>var3</td> </tr> <tr> <td>var1</td> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>var2</td> <td>0.95</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>var3</td> <td>0.66</td> <td>0.76</td> <td>1.00</td> </tr> </table>				LO					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.95	1		var3	0.66	0.76	1.00
LO																							
	var1	var2	var3																				
var1	1																						
var2	0.95	1																					
var3	0.66	0.76	1.00																				
<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <th colspan="4" style="text-align: center;">„Guanxi“</th> </tr> <tr> <td></td> <td>var1</td> <td>var2</td> <td>var3</td> </tr> <tr> <td>var1</td> <td>1</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>var2</td> <td>0.58</td> <td>1</td> <td></td> </tr> <tr> <td>var3</td> <td>0.58</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> </table>				„Guanxi“					var1	var2	var3	var1	1			var2	0.58	1		var3	0.58	1	1
„Guanxi“																							
	var1	var2	var3																				
var1	1																						
var2	0.58	1																					
var3	0.58	1	1																				
+1	vollkommen positive Korrelation	- 0.01 bis - 0.05	minimal negative Korrelation																				
+ 0.66 bis + 0.99	sehr stark positive Korrelation	- 0.06 bis - 0.15	gering negative Korrelation																				
+ 0.36 bis + 0.65	stark positive Korrelation	- 0.16 bis - 0.35	mäßig negative Korrelation																				
+ 0.16 bis + 0.35	mäßig positive Korrelation	- 0.36 bis - 0.65	stark negative Korrelation																				
+ 0.06 bis + 0.15	gering positive Korrelation	- 0.66 bis - 0.99	sehr stark negative Korrelation																				
+ 0.01 bis + 0.05	minimal positive Korrelation	- 1	vollkommen negative Korrelation																				
+/- 0.00	keine Korrelation																						
MA	– Machtdistanz	MF	– Maskulinität vs. Feminität																				
UV	– Unsicherheitsvermeidung	LO	– Kurzfristige vs. langfristige Orientierung																				
IK	– Individualismus vs. Kollektivismus	„Guanxi“	– „Guanxi“																				

Abbildung 63: Korrelationsanalyse für Cluster K / FIE / No (C6).

### 6.3.8.1 Kulturrelevanz in Cluster K / FIE / No (C6)

Die Kulturabhängigkeit von M&A-Aktivitäten bei Unternehmungen aus Cluster C6 ist sehr gering. Einzelne Kulturdimensionen, wie die Machtdistanz und Maskulinität vs. Feminität, beeinflussen die M&A-Aktivität in China bei Unternehmungen aus Cluster C6 jedoch stark. Somit konnten die Hypothesen H2 und H5 bestätigt werden. Die starke Kurzzeitorientierung (schwache Ausprägung der Langzeitorientierung) bestätigt Hypothese H6 und widerspricht damit Hofstedes Annahmen bezüglich der Langzeitorientierung für den chinesischen Kulturraum. Aufgrund der geringen Ausprägung des „Guanxi“ kann Hypothese H7 und H8 nicht bestätigt werden. Jedoch zeigt die genauere Analyse der Einzelwerte ein starkes vertriebsorientiertes „Guanxi“, wohingegen kein innerbetriebliches „Guanxi“ vorliegt. Daher gilt Hypothese H8 als bestätigt. Die

Kulturdimensionen Unsicherheitsvermeidung und Individualismus vs. Kollektivismus besitzen keinen Einfluss auf den Bewertungsprozess, daher konnten die Hypothesen H3 und H4 nicht empirisch abgesichert werden (siehe Abbildung 64).

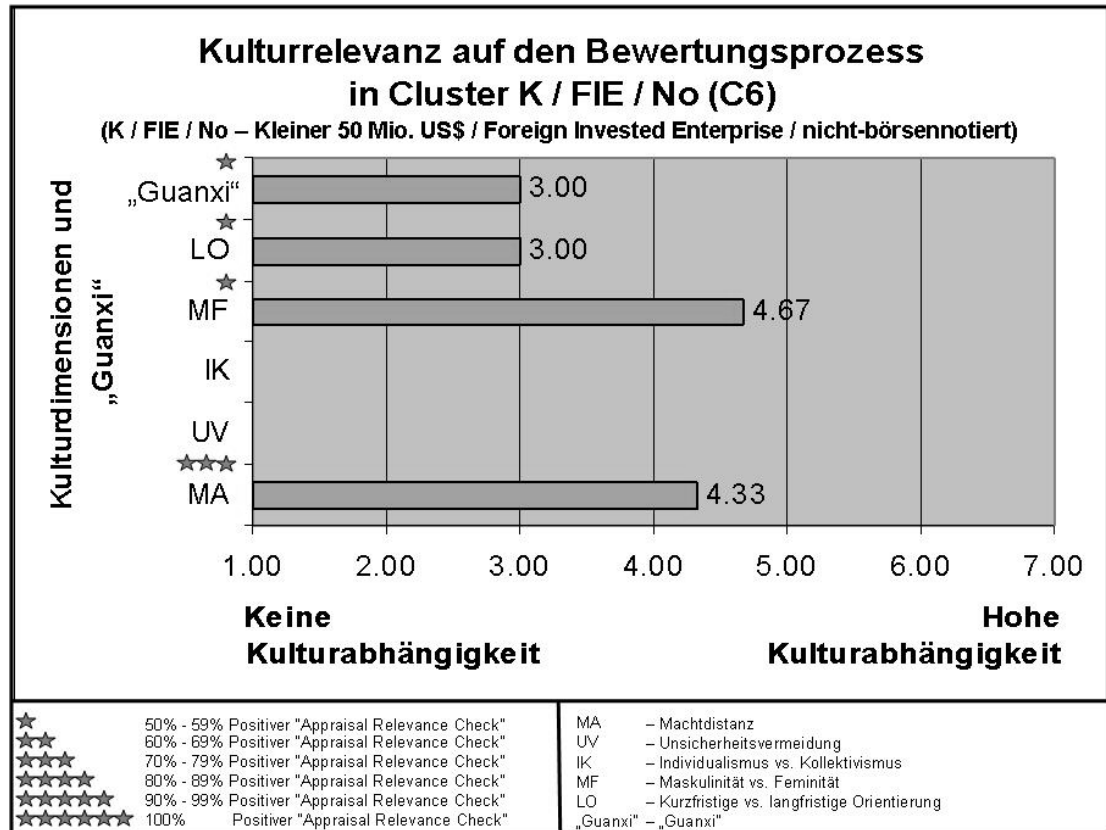


Abbildung 64: Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess in Cluster K / FIE / No (C6).

Die verhandelnden Parteien bei M&A-Aktivitäten in Cluster C6 sind zwei ausländische Investoren. Der Kultureinfluss kommt daher verstärkt durch die chinesische Gesetzgebung und die chinesischen Rahmenbedingungen zum Tragen. Die aufgezeigten Kulturabhängigkeiten des Bewertungsprozesses können als landesspezifische oder auch strukturelle Kulturabhängigkeit dargestellt werden. Hierbei handelt es sich um wechselseitige Einflüsse zwischen Landeskultur, Unternehmung, Kapitalmarktstruktur und staatlichen Behörden.

Die Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität (MF) zeigt den höchsten Einfluss auf den Unternehmensbewertungsprozess mit 4,63 Punkten in Cluster C6. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass bei M&A-Aktivitäten in Cluster C6 zwei ausländische Unternehmungen miteinander verhandeln. Deutschland und China weisen bei der Kulturdimension MF nach Hofstede gleiche Punktwertungen auf, die im internationalen

Vergleich als hoch anzusehen sind. Die Punktwertung für die Kulturdimension MA mit 4,33 Punkten ist als hoch einzustufen und kann in diesem Fall als Einfluss der Landeskultur auf den Bewertungsprozess verstanden werden. Die westlichen Unternehmungen müssen die Unternehmensstruktur den chinesischen Bedingungen anpassen. Die starke Kurzzeitorientierung mit 3,00 Punkten kann einerseits durch die beschränkten Landnutzungsrechte und die generell zeitlich eingeschränkten Firmengründungen zustande kommen.<sup>12</sup> Andererseits kann die dynamische makroökonomische Situation eine stärkere Kurzzeitorientierung von den westlichen Unternehmungen verlangen.

Die schwache Ausprägung des „Guanxi“ kommt aus der niedrigen Bewertung des innerbetrieblichen „Guanxi“. Das vertriebsorientierte „Guanxi“ ist als sehr hoch einzustufen. Diese Besonderheit gibt oftmals den wichtigsten Grund für den Käufer ab: Die Möglichkeit des schnellen Marktzugangs durch den Erwerb eines funktionierenden Vertriebsnetzes. Jedoch sollten die Vertriebskanäle sorgsam untersucht werden, da ansonsten ein Wegfall der Keyaccounts drohen kann.

#### **6.3.8.2 M&A-Kulturfaktor in Cluster K / FIE / No (C6)**

Der M&A-Kulturfaktor erreicht bei Unternehmensbewertungen, die in Cluster K / FIE / No (C6) angesiedelt sind, 1,00 Punkte (siehe Tabelle 24). Somit ergibt sich eine sehr geringe Kulturabhängigkeit auf die Unternehmensbewertung. Bei der Interpretation des M&A-Kulturfaktors ist zu beachten, dass ausländische Unternehmungen M&A-Transaktionen als Exit-Strategie benutzen. Einerseits, um sich bei Misserfolgen aus einem Markt zurückzuziehen und andererseits um Bereiche, die jenseits der Kernkompetenz liegen, zu veräußern. In beiden Fällen stehen die Verkäufer unter hohem Handlungsdruck, da die Stakeholder schnelle Entscheidungen befürworten. Aus diesem Grund kann der M&A-Kulturfaktor um die Punktwertung der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität verringert werden, was zur Folge hat, dass der M&A-Kulturfaktor mit 0,33 Punkten keine Kulturrelevanz bei der Unternehmensbewertung erhält.

---

<sup>12</sup> Bzgl. der zeitlich eingeschränkten Firmengründungen: Joint Ventures (EJVs und CJVs) mit chinesischen Partnern sind meist auf 10, 15 oder 25 Jahre geschlossen. Nach Ablauf des Joint-Venture-Vertrages wird entweder das JV verlängert oder eine gütige Trennung vollzogen.

Tabelle 24: M&A-Kulturfaktor für Cluster K / FIE / No (C6).

<b>M&amp;A-Kulturfaktor für Cluster K / FIE / No (C6)</b> (K / FIE / No – Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert)				
Wertungen / Kulturdimensionen	Kulturrelevanz	M&A- Kulturfaktor	Gewichtung	Gewichteter M&A-Kulturfaktor
MA	4.33	0.33	0.75	0.25
UV	-	-	-	-
IK	-	-	-	-
MF	4.67	0.67	0.5	0.33
LO	3.00	1.00	0.5	0.5
„Guanxi“	3.00	-1.00	0.5	-0.5
<b>Summe</b>		<b>1.00</b>		<b>0.58</b>
MA – Machtdistanz UV – Unsicherheitsvermeidung IK – Individualismus vs. Kollektivismus			MF – Maskulinität vs. Feminität LO – Kurzfristige vs. langfristige Orientierung „Guanxi“ – „Guanxi“	

Cluster K / FIE / No (C6) weist bei Unternehmensbewertungen im Rahmen von M&A-Transaktionen folgende Kaufpreistreiber und Kaufpreisdrücker auf:

a) Kaufpreistreiber

i. „Guanxi“

Das innerbetriebliche „Guanxi“ ist sehr gering ausgeprägt, wohingegen das vertriebsorientierte „Guanxi“ einen starken Einfluss auf die Unternehmensbewertung in Cluster C6 ausübt. Die Personalstruktur weist keine Anzeichen von gegenseitigen Abhängigkeiten auf. Das Personalwesen ist nach dem Prinzip Leistung aufgestellt. Der Vertrieb wird zwar mittels eines „Keyaccount“-Managements koordiniert und geleitet, jedoch sollte eine umfangreiche Prüfung dahingehend durchgeführt werden, dass festgestellt wird, ob die „Keyaccounts“ auf historisch bedingten „Guanxi“-Netzwerken basieren.

b) Kaufpreisdrücker

i. Kurzfristige vs. langfristige Orientierung

Aufgrund der verfolgten Exit-Strategie des Verkäufers ist ein kurzfristiger Planungshorizont erkennbar. Bei der Unternehmensbewertung in Cluster C6 sollten die Gründe des Verkaufs sehr genau erörtert werden. Gegebenenfalls ermöglicht die kurzfristige Ausrichtung der Unternehmung eine Reduzierung

des Kaufpreises. Jedoch ist es fraglich, ob die Drückerfunktion aufgrund des Kultureinflusses zustande kommt.

ii. Maskulinität vs. Feminität

Die Stakeholder der Verkäuferunternehmung wollen eine schnelle Entscheidung, bei einem angemessenen Preis. Die Exit-Strategie bei Unternehmungen des Clusters C6 drückt den Preis. Eine Kulturrelevanz auf den Bewertungsprozess ist ebenfalls möglich, jedoch sind die Hauptgründe des hohen Wertes der Kulturdimension Maskulinität vs. Feminität in der Exit-Strategie zu suchen. Bei der Unternehmensbewertung sollte daher eine detaillierte Prüfung der Gegebenheiten erfolgen und gegebenenfalls eine Kulturadjustierung vorgenommen werden.

iii. Machtdistanz

Kleine und nicht börsennotierte ausländische Unternehmungen in China sind von der Organisations- und Managementstruktur her bereits an die lokalen Verhältnisse angeglichen und weisen ähnliche Strukturen auf wie Unternehmungen des Clusters C4. Daher besitzt die Kulturdimension Machtdistanz eine Preisdrückerfunktion. Die starke Zentralisierung der Managementstruktur sowie die sehr hohe Hierarchie der Organisationsstruktur erschweren eine mögliche Due Diligence. Deshalb sollten Unternehmensbewertungen bei Zielfirmen aus Cluster C6 die Kulturunterschiede genau analysieren und folglich monetär berücksichtigen.

**Fazit: Keine (bzw. sehr geringe) Kulturadjustierung nötig bei Cluster K / FIE / No (C6)**

#### **6.4 M&A-Kulturfaktoren-Analyse**

Die M&A-Kulturfaktoren geben Auskunft über die Kulturabhängigkeit der Unternehmensbewertung eines Clusters bei M&A-Transaktionen.

### 6.4.1 M&A-Kulturfaktor je Cluster

Die Analyse je Cluster zeigt, dass börsennotierte Unternehmungen einen wesentlich geringeren M&A-Kulturfaktor aufweisen als nicht-börsennotierte Zielfirmen. Zudem ist die Kulturabhängigkeit der Bewertungen bei staatlichen Unternehmungen (SOE) stark erhöht. M&A-Transaktionen mit privaten chinesischen Unternehmungen (PCC) besitzen einen mittleren M&A-Kulturfaktor und ausländische Unternehmungen den geringsten (siehe Abbildung 65).

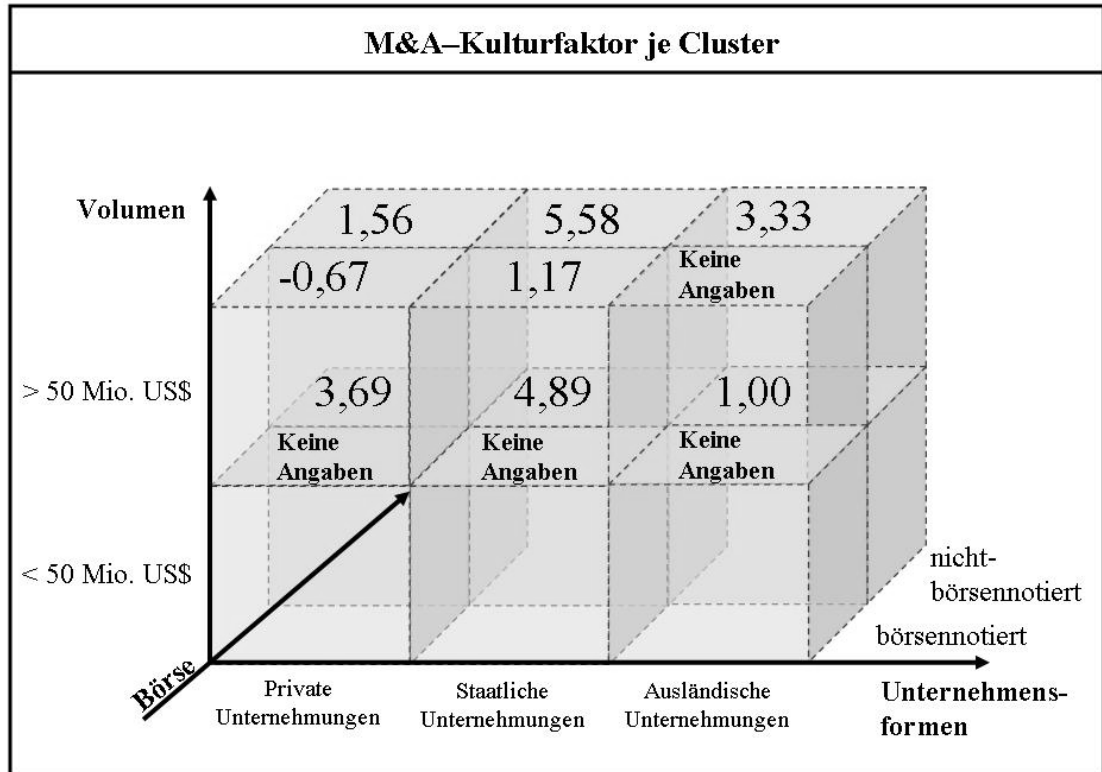


Abbildung 65: Auswertungswürfel mit M&A-Kulturfaktoren je Cluster.

Die oben dargestellten M&A-Kulturfaktoren können nochmals um die externen Effekte, wie sie bei den Einzelanalysen dargestellt wurden, berichtigt werden (siehe Abbildung 66). Die schon erörterten Trends werden so noch deutlicher erkennbar.

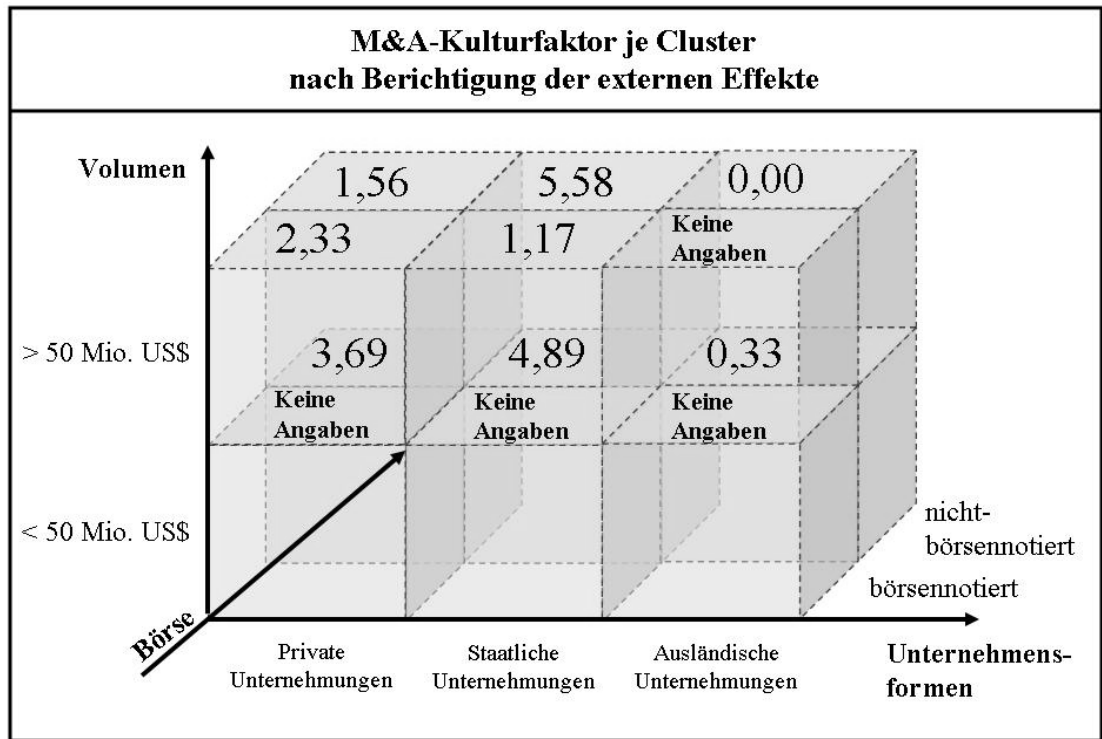


Abbildung 66: Auswertungswürfel mit M&A-Kulturfaktoren je Cluster nach Berichtigung der externen Effekte.

Daraus leitet sich folgende Rangfolge des Kultureinflusses auf den Unternehmensbewertungsprozess ab (siehe Tabelle 25).



Tabelle 25: Rangfolge der M&amp;A-Kulturfaktoren.

<b>Rangfolge der M&amp;A-Kulturfaktoren</b>					
Rang	M&A-Kulturfaktor je Cluster		Rang	M&A-Kulturfaktor je Cluster nach Berichtigung der externen Effekte	
1	G / SOE / No (C11)	5.58	1	G / SOE / No (C11)	5.58
2	K / SOE / No (C5)	4.89	2	K / SOE / No (C5)	4.89
3	K / PCC / No (C4)	3.69	3	K / PCC / No (C4)	3.69
4	G / FIE / No (C12)	3.33	4	G / PCC / Yes (C7)	2.33
5	G / PCC / No (C10)	1.56	5	G / PCC / No (C10)	1.56
6	G / SOE / Yes (C8)	1.17	6	G / SOE / Yes (C8)	1.17
7	K / FIE / No (C6)	1.00	7	K / FIE / No (C6)	0.33
8	G / PCC / Yes (C7)	-0.67	8	G / FIE / No (C12)	0.00
9	G / FIE / Yes (C9)	-	9	G / FIE / Yes (C9)	-
9	K / SOE / Yes (C2)	-	9	K / SOE / Yes (C2)	-
9	K / PCC / Yes (C1)	-	9	K / PCC / Yes (C1)	-
9	K / FIE / Yes (C3)	-	9	K / FIE / Yes (C3)	-

G / SOE / Yes	- Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
G / PCC / Yes	- Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
G / FIE / Yes	- Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
G / SOE / No	- Größer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
G / PCC / No	- Größer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
G / FIE / No	- Größer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert
K / SOE / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert
K / PCC / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert
K / FIE / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert
K / SOE / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert
K / PCC / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert
K / FIE / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert

Den höchsten Wert des M&A-Kulturfaktors erreichen die staatlichen und nicht börsennotierten Unternehmungen, gefolgt von den privaten chinesischen Unternehmungen auf den Plätzen drei bis fünf. Die börsennotierten, staatlichen Unternehmungen können mit einer mittleren Kulturabhängigkeit der Bewertung Rang sechs behaupten. Den geringsten Kultureinfluss auf den Bewertungsprozess zeigen die ausländischen Gesellschaften auf den Rängen sieben und acht. Den drittgrößten Kultureinfluss bei Unternehmensbewertungen verzeichnet C4. Das Transaktionsvolumen einer M&A-Aktivität besitzt keine Relevanz auf den Kultureinfluss der Unternehmensbewertung.

## 6.4.2 Bestätigungs- und Negierungsübersicht der Hypothesen

Die nicht kumulierten M&A-Kulturfaktoren der einzelnen Kulturdimensionen ermöglichen eine eindeutige Aussage über die Hypothesenbestätigung je Cluster. In Tabelle 26 werden die aufgestellten Hypothesen mit der jeweiligen Bestätigung oder Negierung in einer Übersicht nochmals dargestellt.

Tabelle 26: Bestätigungs- und Negierungsübersicht der Hypothesen.

Bestätigungs- und Negierungsübersicht der Hypothesen						
Hypothese H8	K. A.	K. A.	K. A.	Ja (0,69)	Ja (0,28)	Nein (-1,00)
Hypothese H7	K. A.	K. A.	K. A.	Ja (0,69)	Ja (0,28)	Nein (-1,00)
Hypothese H6	K. A.	K. A.	K. A.	Ja (1,06)	N. R.	Ja (1,00)
Hypothese H5	K. A.	K. A.	K. A.	Ja (1,13)	Ja (1,11)	N. R.
Hypothese H4	K. A.	K. A.	K. A.	N. R.	Ja (1,22)	N. R.
Hypothese H3	K. A.	K. A.	K. A.	N. R.	Ja (0,72)	N. R.
Hypothese H2	K. A.	K. A.	K. A.	Ja (0,81)	Ja (1,56)	Ja (0,33)
Hypothese H1	K. A.	K. A.	K. A.	Ja	Ja	Ja
	K / PCC / Yes (C1)	K / SOE / Yes (C2)	K / FIE / Yes (C3)	K / PCC / No (C4)	K / SOE / No (C5)	K / FIE / No (C6)
Hypothese H8	N. R.	Nein (-1,00)	K. A.	Ja (0,11)	N. R.	N. R.
Hypothese H7	N. R.	Nein (-1,00)	K. A.	Ja (0,11)	N. R.	N. R.
Hypothese H6	N. R.	Nein (-0,58)	K. A.	Ja (0,22)	N. R.	N. R.
Hypothese H5	Ja (1,67)	Ja (1,08)	K. A.	Ja (0,89)	Ja (1,42)	N. R.
Hypothese H4	N. R.	Ja (0,58)	K. A.	N. R.	Ja (0,92)	Ja (0,33)
Hypothese H3	N. R.	Nein (-0,17)	K. A.	Ja (0,67)	Ja (1,33)	N. R.
Hypothese H2	Ja (0,67)	Ja (1,25)	K. A.	Nein (-0,33)	Ja (1,92)	Nein (-0,33)
Hypothese H1	Ja	Ja	K. A.	Ja	Ja	Ja
	G / PCC / Yes (C7)	G / SOE / Yes (C8)	G / FIE / Yes (C9)	G / PCC / No (C10)	G / SOE / No (C11)	G / FIE / No (C12)
Hypothese H1	- Kapitalmarktstruktur		G / SOE / Yes	- Großer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert		
Hypothese H2	- Machtdistanz		G / PCC / Yes	- Großer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert		
Hypothese H3	- Unsicherheitsvermeidung		G / FIE / Yes	- Großer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert		
Hypothese H4	- Individualismus vs. Kollektivismus		G / SOE / No	- Großer 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert		
Hypothese H5	- Maskulinität vs. Femininität		G / PCC / No	- Großer 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert		
Hypothese H6	- Kurzfristige vs. langfristige Orientierung		G / FIE / No	- Großer 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert		
Hypothese H7	- „Guanxi“		K / SOE / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / börsennotiert		
Hypothese H8	- „Guanxi“		K / PCC / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / börsennotiert		
			K / FIE / Yes	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / börsennotiert		
			K / SOE / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / State-owned Enterprise / nicht-börsennotiert		
			K / PCC / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Private Chinese Company / nicht-börsennotiert		
			K / FIE / No	- Kleiner 50 Mio. US\$ / Foreign Invested Enterprise / nicht-börsennotiert		

## 6.5 Kulturadjustierte Unternehmensbewertung

Die kulturadjustierte Unternehmensbewertung (siehe Abbildung 67) in China ist in drei Teilprozeduren unterteilt. Als erstes erfolgt die Auswahl des relevanten Clusters und die Erörterung des M&A-Kulturfaktors. Der M&A-Kulturfaktor ist im ersten Schritt der kulturadjustierten Unternehmensbewertung als Richtwert zu verstehen, mit dem es möglich ist, einen Anhaltspunkt der Kulturrelevanz in dem jeweiligen Cluster zu erhalten. Im Folgenden wird im zweiten Schritt die Bewertung des Unternehmens mittels des EVA / MVA-Modells von Stern Stewart durchgeführt. Hierbei kommen die gängigen vier Konversionen (Operating Conversion, Funding Conversion, Tax Conversion und

Shareholder Conversion) je nach Branche und Industriezugehörigkeit zum Einsatz. Der so ermittelte Unternehmenswert fließt in die Kulturadjustierung ein. Daran anschließend wird entsprechend der risikobehafteten Kapitalmarktstruktur der Kapitalkostensatz dahingehend adjustiert, dass der „Emerging-Market-Risikozinssatz“ mit dem Aufschlag des Industrierisikos ermittelt wird. Der adjustierte Kapitalkostensatz fließt in die EVA / MVA-Berechnung ein und generiert den Unternehmenswert vor der Kulturadjustierung. Letztlich wird im dritten Schritt je Kulturdimension (MA, UV, IK, MF und LO) und Faktor „Guanxi“ der Unternehmenswert aus kultureller Sicht adjustiert. Hierbei kann es je nach Cluster und Ausprägung des M&A-Kulturfaktors zu einer Kaufpreistreiberfunktion oder Kaufpreisdrückerfunktion kommen. Der so ermittelte Unternehmenswert stellt den kulturadjustierten ökonomischen „Market Value Added“ dar.

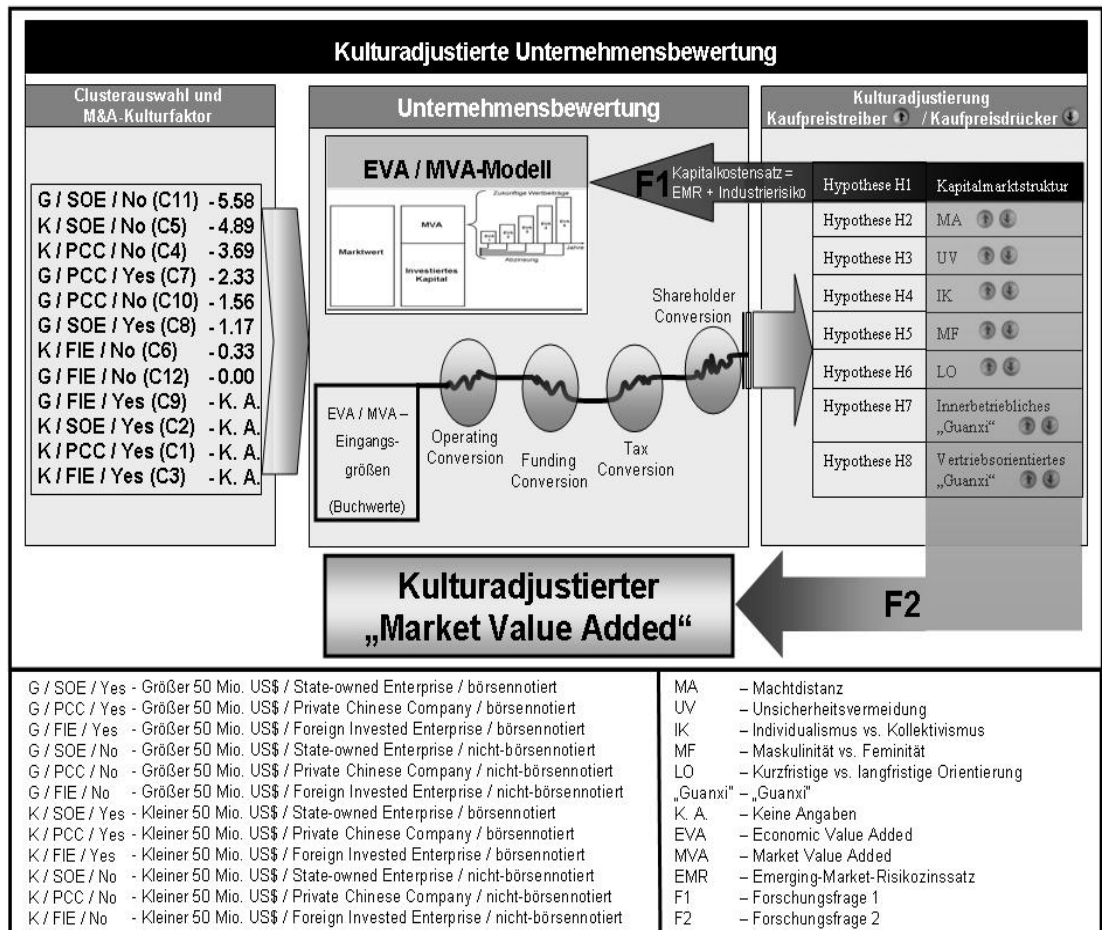


Abbildung 67: Kulturadjustierte Unternehmensbewertung.

Das gefundene kulturadjustierte Unternehmensbewertungsmodell beantwortet die beiden aufgestellten Forschungsfragen (F).

F1: Wie kann die chinesische Kapitalmarktstruktur in die Unternehmensbewertung integriert werden?

*Antwort: Die chinesische Kapitalmarktstruktur wird mittels des Diskontierungsfaktors berücksichtigt. Als Kapitalkostensatz wird der „Emerging-Market-Risikozinssatz“ mit dem Aufschlag des Industrierisikos bevorzugt verwendet.*

F2: Wie kann die chinesische Kultur in die Unternehmensbewertung integriert werden?

*Antwort: Die Integrierung der chinesischen Kultur erfolgt mittels eines Treiber- und Drückermodells auf der Basis des M&A-Kulturfaktors.*

Die zukünftigen Kaufpreisermittlungen bei M&A-Transaktionen in China sollten auf der Basis des kulturadjustierten MVA ermittelt werden, um einerseits die M&A-Transaktion risikoadverser zu gestalten und die Möglichkeit des Scheiterns zu minimieren. Andererseits kann auf diese Weise eine Reduzierung der Verhandlungszeit erreicht und eine übereinstimmende Kaufpreisvorstellung des Käufers und Verkäufers gefunden werden.

## **7 Zusammenfassung und Ausblick**

Das dynamische Wirtschaftswachstum Chinas von nahezu 10% jährlich [Weltbank 2007b] veranlasste Heinrich von Pierer (Vorsitzender des Vorstandes der Siemens AG von 1992 bis 2005) zu sagen, dass China die am schnellsten wachsende Volkswirtschaft der Welt sei und dass das Risiko, nicht dabei zu sein, viel größer sei als das Risiko, dabei zu sein [Michler 2006]. Die damit ausgesprochene Notwendigkeit der westlichen Unternehmen, in China zu investieren wird zunehmend mittels einer M&A-Strategie realisiert [Page 2006, S. 9]. Der „schnelle“ Markteintritt wird aufgrund des erhöhten Wettbewerbsdrucks stark zunehmen. Die damit einhergehende Unternehmensbewertung sollte den Zukunftserfolgswert der Unternehmung aufzeigen und somit den Gegenwartswert des zukünftigen Nutzens berechenbar machen [Busse von Colbe 1992, S. 56]. Die zwei Hauptverfahren sind das „Discounted Cash Flow“-Verfahren (DCF) [Rappaport 1981] oder das „Market Value Added“-Modell (EVA) [Stewart 1991 und Hostettler 2002].

Der sich entwickelnde Kapitalmarkt und die Kulturunterschiede werden bei der Unternehmensbewertung in China jedoch nicht berücksichtigt, was zu fehlerhaften Unternehmenswertbestimmungen führt. Vielmehr wird das Substanzwertverfahren als Kompromiss angewendet, da kein kulturadjustiertes Unternehmensbewertungstool vorliegt, welches einen ökonomischen Wert ermittelt. Kultur und landesspezifische Kapitalmarktstrukturen müssen als nicht kaufpreisentcheidend eingestuft werden.

Die kulturelle Adjustierung erfolgt in der Post-Merger-Phase mittels der Cultural Due Diligence [Strähle 2004 und Blöcher 2004]. Die M&A-Transaktion ist zu diesem Zeitpunkt jedoch bereits abgeschlossen, und es wird deshalb versucht, die Probleme der Integration anhand von Kulturaspekten zu erklären und eine kulturbeachtende Integrationsstrategie zu entwickeln.

Relevant ist außerdem, dass die M&A-Aktivitäten in China nicht anhand der Zielunternehmung differenziert werden. Diese Verallgemeinerung hat zur Folge, dass bereits westlich ausgerichtete Unternehmungen ins Hintertreffen geraten, da Unternehmen mit starker Kulturabhängigkeit mit den gleichen Verfahren bewertet werden.

Weder in Theorie noch Praxis wird eine Kulturadjustierung der Unternehmensbewertungstools beschrieben oder praktiziert. Mittels einer empirischen Untersuchung und der Kombination aus Vorstudie, Observation, Literaturrecherche und Fallstudien konnte diese wissenschaftliche Lücke geschlossen werden.

Im ersten Schritt erfolgte eine Vor-Clusterung anhand des chinesischen Rechtssystems nach Unternehmensform, Börsennotierung und Transaktionsvolumen, um die Komplexität des Problems zu beschränken und empirisch überprüfbar zu gestalten.

Im zweiten Schritt konnte empirisch bewiesen werden, dass kulturelle Kaufpreistreiber und -drücker existieren, die in sechs Gruppen klassifiziert werden können. Zum einen handelt es sich hierbei in Variation um die fünf Kulturdimensionen nach Hofstede und zum anderen um das chinaspezifische „Guanxi“. Die Einführung des M&A-Kulturfaktors ermöglicht eine kulturadjustierte Unternehmensbewertung.

Der dritte Schritt zeigte, dass Kulturunterschiede bei M&A-Transaktionen zwischen den jeweiligen Clustern vorliegen. Daher ist die Beachtung der Unternehmensform, Börsennotierung und Transaktionsvolumen entscheidend für den Erfolg eines M&A-Geschäfts.

In einem vierten Schritt konnte eine Abhängigkeit der Kapitalmarktstruktur auf den Unternehmensbewertungsprozess nachgewiesen werden, wobei die Berücksichtigung über den Kapitalkostensatz erfolgt.

Der letzte Schritt integrierte die Kulturrelevanz und die Kapitalmarktabhängigkeit des Kaufpreises in ein kulturadjustiertes Unternehmensbewertungskonzept.

### **Weitere Forschungsfelder**

Das Datenmaterial des empirisch gefundenen kulturadjustierten Unternehmensbewertungskonzeptes basiert auf Experteninterviews, die ca. 80% bis 90% des chinesischen – westlichen Cross-Border M&A-Marktes abdecken. Jedoch sollten zukünftige Untersuchungen eine Langzeitstudie durchführen, die erforscht, inwiefern die identifizierten Treiber und Drücker vom Verkäufer akzeptiert werden und ob somit die Erfolgsraten einer Cross-Border M&A-Verhandlung und der anschließenden M&A-Transaktion gesteigert werden können.

Des Weiteren sollte eine Ausweitung des Forschungsschwerpunktes erfolgen und die Industrie- und Branchenabhängigkeit getestet werden. Denn es ist anzunehmen, dass ein Unternehmen, das den Konsumenten (Endverbrauchermarkt) beliefert, andere „Guanxi“-Strukturen aufweist, als ein Unternehmen im Industriegüterbereich. Daher sollte das kulturadjustierte Unternehmensbewertungsmodell auf die jeweiligen Industrien geprüft werden. Ferner sollte eine Fallstudienanalyse durchgeführt werden, die unabhängig von

der Unternehmensform ermittelt, ob die Ausrichtung einer Unternehmung auf den Export eine Relevanz auf die Kulturabhängigkeit beim Bewertungsprozess besitzt.

Der Prozess der kulturadjustierten Unternehmensbewertung sollte für andere Kulturen und Länder adaptiert werden und gegebenenfalls neue, den jeweiligen Landeskulturen entsprechende, Kulturfaktoren hinzugefügt werden.

Der Umstand, dass vier Cluster nicht beschrieben werden konnten, da keine Präzedenzfälle für die jeweiligen Cluster vorlagen, erfordert in regelmäßigen Abständen eine Überprüfung des chinesischen M&A-Marktes auf mögliche Präzedenzfälle und folgend die Ermittlung des M&A-Kulturfaktors und die Eingliederung des Clusters in das Schema für kulturadjustierte Unternehmensbewertungen in China.

Abschließend sollte versucht werden, die Berücksichtigung des Kapitalmarktes besser zu gewährleisten. Die aktuelle Kapitalmarktstruktur erfordert die Berücksichtigung mittels der Kapitalkosten. Jedoch sollte überprüft werden, inwiefern die chinesische Regierung den Kapitalmarkt reformiert, und ob eine Integration der Kapitalmarktstruktur möglich ist.

# Fragebogen

## Cultural Adjusted M&A Appraisal Method in China

### 1) M&A in China:

- 1) How would you rank the current M&A atmosphere in China?  
very difficult  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> very good
- 2) How would you rank the future M&A atmosphere in China?  
very bleak  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> very promising
- 3) Where are you located?  
Shanghai  Beijing  Other
- 4) Where is your company's headquarter?  
China  International
- 5) What is your profession?  
Consultant  Lawyer  Other
- 6) How many years of experience do you have in M&A business?  
years
- 7) How many years of experience do you have in M&A business in China?  
years

### 2) Cluster overview:

- 8) What was the volume of the described M&A activity?  
< 50 Mio. US\$  > 50 Mio. US\$
- 9) What was the legal form of the target company?  
State Owned Company (SOE, COE, TVE)   
Private Chinese Company (PCC)   
Foreign Invested Enterprise (FIE – WFOE/EJV/CJV)
- 10) Was the target company listed on the Chinese stock market?  
Yes  No



### 3) Five Culture-Dimensions (Hofstede):

#### 3.1.) Power Distance:

Appraisal Relevance Check:

- 11) How would you characterize the organizational structure of the target company before the merger?

low hierarchic  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> high hierarchic

- 12) How would you characterize the internal supervisory staff of the target company before the merger?

low amount of supervisory staff  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> high amount of supervisory staff

- 13) How would you characterize the management structure of the target company before the merger?

low centralized  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> high centralized

#### 3.2.) Uncertainty Avoidance:

Appraisal Relevance Check:

- 14) How would you characterize the predicted time period with the actual needed time period?

M&A actual time was as predicted  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> M&A actual time not as predicted

- 15) How would you characterize the M&A law in China?

Entire M&A process is regulated  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> A lot of M&A issues are not regulated

- 16) How would you characterize the negotiation with the target company in China?

Very structured and organized  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> very chaotic and diffuse

**3.3.) Individualism:**

Appraisal Relevance Check:

- 17) How would you characterize the need of harmony during the negotiation with the target company in China?

The target company did not need harmony  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> The target company needed harmony

- 18) How would you characterize the importance of “How” and “What” is communicating in China?

“What” is more important than “How”  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> “How” is more important than “What”

- 19) How would you characterize the negotiation speed and decision making process?

Very quick  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Very slow

**3.4.) Masculinity:**

Appraisal Relevance Check:

- 20) How would you characterize the significance of money during the negotiation with the target company?

Very low  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Very high

- 21) How would you characterize the importance of “saving – face” during the negotiation with the target company?

Very low  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Very high

- 22) How would you characterize the importance of successfully closing the M&A deal?

Very low  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Very high

**3.5.) Long-Term Orientation:**

Appraisal Relevance Check:

- 23) How would you characterize the future perspective and the future profit plan of the target company?

Short term  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Long term

- 24) How would you characterize Chinese behavior during the negotiations with foreign investors?

Egoistic  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Altruistic

- 25) How would you characterize the importance and relevance on the negotiation process of the social Chinese network (Guanxi)?

Very low  <sup>1</sup>  <sup>2</sup>  <sup>3</sup>  <sup>4</sup>  <sup>5</sup>  <sup>6</sup>  <sup>7</sup> Very high

**4.) Guanxi:**

Appraisal Relevance Check:

26) How would you characterize the structure of human resources in the target company?

No relations between the employees	1 2 3 4 5 6 7 <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	High relationship network between the employees (Guanxi)
------------------------------------	---	--

27) How would you characterize the sales network of the target company?

Purely professional relations between the sales department and the customer	1 2 3 4 5 6 7 <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/>	Personal relationship network between the sales department and the customer (Guanxi)
---	---	--

28) How would you characterize the information flow between the target company and buyer?

1 2 3 4 5 6 7  
 Open and sharing        Closed and hidden

**5.) Business Appraisals / Evaluation Methods:**

29) Which evaluation method did you use to calculate the price?

- Market Value Added (EVA/MVA)
- Discounted Cash Flow (DCF)
- Net Value Asset Method
- Others

30) Which special additional calculations did you use?

31) Did you use any methods to adjust the special Chinese market condition?

- Shorten the DCF/EVA/MVA planning horizon
- Skip "Guanxi" related key accounts
- Others

32) Which special recommendations did you relate to M&A in China?

33) How did you measure BETA for the CAPM model?

## **6) General Data:**

- A) Name of parent firm
- B) Country of origin
- D) Market share of your company in China
- E) Number of employees worldwide
- F) Number of employees in China
- G) How many M&A deals does your company guide per year?
- H) How many M&A deals have you personal been involved in per year?

## Interviewverzeichnis

	<b>Unternehmung</b>	<b>Gesprächspartner</b>	<b>Position</b>	<b>Berufsgruppe *</b>
1)	Abacus	Brigitte Wolf	CEO	Consultant
2)	AHK - Shanghai	Kurt Fasser	Senior Consultant	Consultant
3)	Beiten Burkhardt	Rainer Burkhardt	Chief Representative	Anwalt
4)	CMS Hasche Sigle	Julia Tänzler	Manager	Anwalt
5)	Deloitte & Touche Corporate Finance Ltd.	Mike Braun	Partner	Consultant
6)	Deloitte & Touche Corporate Finance Ltd.	Jimmy Wang	Director	Consultant
7)	Deutsche Bank CFA (Shanghai Branch)	Dennis Chu	Vice President	Consultant
8)	Dragon Invest Shanghai Co. Ltd.	Hermann Bohle	General Manager	Consultant
9)	Droege & Comp. China Ltd.	Dr. Heiko Rauscher	General Manager	Consultant
10)	EAC - Euro Asia Consulting	Daniel Berger	Partner	Consultant
11)	Ernst & Young	Titus von dem Bongart	Partner	Consultant
12)	Fiducia Management Consultants	Heiko Bugs	Principal Consultant	Consultant
13)	Fiducia Management Consultants	Philipp M. Kohl	Consultant	Consultant
14)	King & Wood PRC Lawyers	Mark Edmund Schaub	Chief Representative	Anwalt
15)	KPMG	Rainbow Wang	Manager	Consultant
16)	Plumbohm	Ralf Weitz	Partner	Consultant
17)	PricewaterhouseCoopers	Patrick Duynstee	Senior Manager	Consultant
18)	Rödl & Partner	Michael Burger	Partner	Anwalt
19)	Roland Berger Strategy Consultants (Shanghai)	Ivo Naumann	General Manager	Consultant
20)	RSM Hemmelrath	Dr. Bernd-Uwe Stucken	Managing Partner	Anwalt
21)	Triple A Business & Management Consulting	Oliver Bürgstein	Managing Partner	Consultant
* Wirtschaftsprüfer werden in der Berufsgruppenübersicht als Anwälte deklariert				

## Literaturverzeichnis

- [Akerlof 1970] Akerlof, G. A. (1970): The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: Quarterly Journal of Economics, Jg. 84, Nr. 3 (1970), S. 488-500.
- [Arlinghaus; Lübbert 2003] Arlinghaus, O.; Lübbert, K. (2003): Cultural Due Diligence. In: Balz, Ulrich; Arlinghaus, Olaf (Hrsg.): Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions - Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. München: Verlag Moderne Industrie, 2003, S. 177-200.
- [AX-NET 2007] AX-NET (2007): IAS, neu: IFRS (International Accounting Standards - International Financial Reporting Standards). [http://www.ax-net.de/inhalt/allgemein/ias\\_allgemein.htm](http://www.ax-net.de/inhalt/allgemein/ias_allgemein.htm), 15.05.2007.
- [Bacidore et al. 1997] Bacidore, J.; Boquist, J.; Milbourn, T.; Thakor, A. (1997): The Search for the Best Financial Performance Measure. In: Financial Analysts Journal, Vol. 53, Nr. 3 (1997), S. 11-20.
- [Backmann-Medick 2003] Backmann-Medick, D. (2003): Kulturanthropologie. In: Nünning, Ansgar; Nünning, Vera (Hrsg.): Konzepte der Kulturwissenschaften: Theoretische Grundlagen – Ansätze – Perspektiven. Stuttgart et al.: Metzler, 2003, S. 86-107.
- [Baetge 1996] Baetge, J. (1996): Bilanzen. 4. Aufl. Düsseldorf: IDW-Verlag, 1996.
- [Bain 2005] Bain & Company (2005): Mergers & Acquisitions Practice, Newsletter, Q4, 2005. <http://www.bain.com/bainweb/home.asp>, 08.02.2007.
- [Ballwieser 1998] Ballwieser, W. (1998): Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren. In: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), 51. Jg., Nr. 3 (1998), S. 81-92.
- [Balz 2003] Balz, U. (2003): M&A - Marktteilnehmer und Motive. In: Balz, Ulrich; Arlinghaus, Olaf (Hrsg.): Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions - Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. München: Verlag Moderne Industrie, 2003, S. 11-41.
- [Bartels; Koch 2005] Bartels, E.; Koch, T. (2005): Post-Merger-Management. In: Picot, Gerhard (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions – Planung, Durchführung, Integration. 3. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005, S. 409-425.

- [Barthel 1996] Barthel, C. (1996): Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren. In: Der Betrieb (DB), 49. Jg., Nr. 4 (1996), S. 149-163.
- [BBLP 2001] BBLP Beiten Burkhardt Mittel & Wegener; BBLP Meyer Lustenberger; BBLP Moquet Borde & Associates; BBLP Pavia e Ansaldo (2001): Investitionen in der Volksrepublik China - Rechtliche und steuerliche Grundzüge. Beijing et al.: Internationale Schriftenreihe BBLP, Nr. 2, (5. Auflage), 2001.
- [Bekier 2005] Bekier, M.; Huang, R.; Wilson, G. P. (2005): How to fix China's banking system. The McKinsey Quarterly, Nr. 1. (2005).  
[http://www.mckinseyquarterly.com/article\\_page.aspx?ar=1568](http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1568), 2005, 08.02.2007.
- [Berens; Strauch 2005] Berens, W.; Strauch, J. (2005): Herkunft und Inhalt des Begriffes Due Diligence. In: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 4. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005, S. 3-24.
- [Berner et al. 2001] Berner, T.; Heppelmann, S.; Russ, O. (2001): Wertorientierte Aspekte von M&A - Transaktionen. In: Jansen, Stephan A.; Picot, Gerhard; Schiereck, Dirk (Hrsg.): Internationales Fusionsmanagement – Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 2001, S. 163-180.
- [BFAI 2007] BFAI (2007): Bundesagentur für Aussenwirtschaft - Servicestelle des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie: VR China - Wirtschaftstrends zum Jahreswechsel 2006/07: Gesamtwirtschaftlicher Ausblick.  
[http://www.bfai.de/DE/Content/\\_\\_\\_SharedDocs/Links-Einzeldokumente-Datenbanken/fachdokument.html?fident=MKT20061229093113](http://www.bfai.de/DE/Content/___SharedDocs/Links-Einzeldokumente-Datenbanken/fachdokument.html?fident=MKT20061229093113), 01.01.2007, 08.02.2007.
- [Blöcher 2004] Blöcher, A. (2004): Cultural due diligence: Möglichkeiten und Grenzen der Erfassung und Bewertung von Unternehmenskulturen bei Unternehmenszusammenschlüssen. Diss., Universität Giessen, Aachen: Shaker, 2004.
- [Bond 1987] Bond, M. H. (1987): Chinese culture connection - Chinese values and the search for culture-free dimensions of culture. In: Journal of Cross-Cultural Psychology, Nr. 18 (1987), S. 143-167.

- [Born 1995] Born, K. (1995): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1995.
- [Born 1996] Born, K. (1996): Überleitung von der Discounted-Cash-flow-Methode (DCF-Methode) zur Ertragswertmethode bei der Unternehmensbewertung. In: Der Betrieb (DB), 49. Jg., Nr. 38 (1996), S. 1885-1889.
- [Brealey; Myers 2000] Brealey, R.; Myers, S. (2000): Principles of Corporate Finance. 6. Aufl. Boston et al.: McGraw-Hill, 2000.
- [Brislin 1990] Brislin, R. W. (1990): Applied Cross-Cultural Psychology: An Introduction. In: Brislin, Richard W. (Hrsg.): Applied Cross-Cultural Psychology. Cross-cultural research and methodology series. Nr. 14. Newbury Park et al.: Sage, 1990, S. 9-33.
- [Buchner; Englert 1994] Buchner, R.; Englert, J. (1994): Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs. In: Betriebs-Berater, 49. Jg., Nr. 23 (1994), S. 1573-1580.
- [Bufka 1999] Bufka, J.; Schiereck, D.; Zinn, K. (1999): Kapitalkostenbestimmung für diversifizierte Unternehmen: Ein empirischer Methodenvergleich. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft. (ZfB), 69. Jg., Nr. 1 (1999), S. 115-131.
- [Bühner 1990] Bühner, R. (1990): Das Management-Wert-Konzept: Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen. Stuttgart: Schäffer, 1990.
- [Bühner; Weinberger 1991] Bühner, R.; Weinberger, H.-J. (1991): Cash-Flow und Shareholder Value. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 43. Jg., Nr. 3 (1991), S. 187-208.
- [Burke 2006] Burke, M. (2006): China Issues New M&A Provisions. Williams Mullen China Review. September 2006. <http://www.williamsmullen.com/NR/rdonlyres/kzokazqalalwybtkqaqpz32k2yofuvodm3fdldwfwpapnmp4vbbrdw3te6t76x6sf35eknh2p6jf/China%252bMA%252bProvisions%252b9%25252e06.pdf>, September 2006, 08.02.2007.
- [Busse von Colbe 1992] Busse von Colbe, W. (1992): Konzeptionelle Grundlagen der Unternehmensbewertung – Gesamtwert der Unternehmung. In: Busse von Colbe, Walther; Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisitionen und Unternehmensbewertung – Grundlagen und Fallstudien. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1992, S. 55-65.
- [Busse von Colbe; Pellens 1998] Busse von Colbe, W.; Pellens, B. (Hrsg.) (1998): Lexikon des Rechnungswesens: Handbuch der



- Bilanzierung und Prüfung, der Erlös-, Finanz-, Investitions- und Kostenrechnung. 4. Aufl. München, Wien: R. Oldenbourg Verlag, 1998.
- [Catalogue 2004] Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industries (Revised in 2004). <http://www1.cei.gov.cn/ce/index/report/cep7/guid2004.htm>, 2004, 08.02.2007.
- [China ACC 2006] [www.chinaacc.com](http://www.chinaacc.com) (2006): Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung. <http://www.chinaacc.com/new/287/295/357/2006/1/bi3190132720111160025221-0.htm>, 2006, 08.02.2007.
- [Clever 1993] Clever, H. (1993): Post-Merger-Management. Stuttgart et al.: Kohlhammer, 1993.
- [CM&AA 2007] China Mergers & Acquisitions Association (2007): Die Geschichte der Unternehmensbewertung in China. <http://www.ma-china.com/chinese/guwen/zcpq.asp>, 08.02.2007.
- [Coenenberg 1994] Coenenberg, A. (1994): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse: Betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen. 15. Aufl. Landsberg am Lech: Verl. Moderne Industrie, 1994.
- [Copeland et al. 1994] Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. (1994): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 2. Aufl. New York et al.: John Wiley & Sons, 1994.
- [Copeland et al. 2002] Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. (2002): Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. 3. Aufl. Frankfurt/Main, New York: Campus Verlag, 2002.
- [Crilly 1993] Crilly, W. M. (1993): Due Diligence Handbook. Aliso Viejo, California: Newport Basil Blackwell Associates, 1993.
- [Daufenbach 1997] Daufenbach, G. (1997): Wandel des chinesischen Finanzsystems. Occasional Papers 8. Trier: Univ., Zentrum für Ostasien-Pazifik-Studien, 1997.
- [Deloitte 2006] Deloitte (2006): China's New Accounting Standards: A comparison with current PRC GAAP and IFRS. August 2006.
- [Ehrbar 1998] Ehrbar, A. (1998): EVA - The Real Key to Creating Wealth. 1. Aufl. New York: John Wiley & Sons, 1998.
- [Ehrbar 1998a] Ehrbar, A. (1998a): Case study of a CEO 'thinking quantum'. In: Directors & Boards, 23. Jg., Nr. 1 (1998), S. 37-42.

- [EIU 2006] Economist Intelligence Unit (2006): The great buy-out: M&A in China. Economist Intelligence Unit White Paper. Sponsored by: Ernst & Young, Mercer Human Resource Consulting, Morgan Stanley. London et al.: The Economist, 2006. [http://graphics.eiu.com/files/ad\\_pdfs/eiu\\_M\\_n\\_A\\_inChinaWP.pdf](http://graphics.eiu.com/files/ad_pdfs/eiu_M_n_A_inChinaWP.pdf).
- [Ernst & Young 2006] Ernst & Young (2006): Cross-Border Transaction. Spotlight on China, Transaction Advisory Services, 2006. [http://www.ey.com/global/download.nsf/International/EY\\_TAS\\_SpotlightChina\\_June2006/\\$file/EY\\_TAS\\_SpotlightChina\\_Jun06.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/International/EY_TAS_SpotlightChina_June2006/$file/EY_TAS_SpotlightChina_Jun06.pdf), 2006, 08.02.2007.
- [Fama 1970] Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: Journal of Finance, 25. Jg., Nr. 2 (1970), S. 383-417.
- [Fama 1991] Fama, E. F. (1991): Efficient Capital Markets: II. In: Journal of Finance, 46. Jg., Nr. 5 (1991), S. 1575-1617.
- [Ferguson; Leistikow 1998] Ferguson, R.; Leistikow, D. (1998): Search for the best financial performance measure: Basics are better. In: Financial Analysts Journal, Vol. 54, Nr. 1 (1998), S. 81-85.
- [Fernandez et al. 1997] Fernandez, D. R.; Carlson, D. S.; Stepina, L. P.; Nicholson, J. D. (1997): Hofstede's Country Classification 25 Years Later. In: The Journal of Social Psychology, Vol. 137, Nr. 1 (1997), S. 43-54.
- [Geginat et al. 2006] Geginat, J.; Morath, B.; Wittmann, R., Knuesel, P.; Volkart, R. (2006): Optimierungsbedarf bei der Kapitalallokation – Umsetzungsstatus in Deutschland und der Schweiz. In: Roland Berger View: Kapitalkosten als strategisches Entscheidungskriterium. Roland Berger Strategy Consulting – Study. 2006. S. 7-16.
- [Gerd et al. 1999] Gerd, A.; Kuhnke, F.; Niel, R.; Mues, B. (1999): Mastering Finance: das MBA-Buch zum Finanzmanagement. Graduate School of Business Chicago - Illinois. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999.
- [Glaser; Strauss 1967] Glaser, B., Strauss, A. (1967): The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research. New York: Aldine, 1967.
- [Gracia-Herrero 2005] Gracia-Herrero, A.; Gavila, S.; Santabarbara, D. (2005): China's Banking Reform: An assessment of its evolution and possible impact. Banco de Espana, Documentos Ocasionales No. 0502, Madrid, 2005. <http://www.bde.es/informes/be/ocasional/do0502e.pdf>, 2005, 08.02.2007.

- [Green 2004] Green, S. (2004): Unternehmensreform und Aktienmarktentwicklung in China. China Spezial. Deutsche Bank Research. [http://www.dbresearch.com/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD/PROD000000000176650.pdf](http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000176650.pdf), 2004, 08.02.2007.
- [Gregory 1992] Gregory, A. (1992): Valuing Companies: Analysing Business Worth. New York et al.: Woodhead-Faulkner, 1992.
- [Hall 1976] Hall, E.T. (1976): Beyond Culture. New York et al.: Anchor Press/Doubleday, 1976.
- [Helling 1994] Helling, N. (1994): Strategieorientierte Unternehmensbewertung: Instrumente und Techniken. Wiesbaden: Gabler, 1994.
- [Herbig; Martin 1998] Herbig, P.; Martin, D. (1998): Negotiating With Chinese: A Cultural Perspective. In: Cross Cultural Management, Vol. 5, Nr. 3 (1998), S. 40-54.
- [Herrmann-Pillath 1994] Herrmann-Pillath, C. (1994): Strukturen und Prozesse in chinesischen Wirtschaftsorganisationen und Erfolgsfaktorenanalyse. Institut für Ostasienwissenschaften. Duisburg. [http://www.uni-duisburg.de/FB5/VWL/OAWI/ARBEITSPAPIERE/p04\\_doc.zip](http://www.uni-duisburg.de/FB5/VWL/OAWI/ARBEITSPAPIERE/p04_doc.zip), 14.04.1994, 08.02.2007.
- [Herrmann-Pillath 1997] Herrmann-Pillath, C. (1997): Unternehmensführung im chinesischen Kulturraum - Elemente und Prozesse. In: Schmeisser, Wilhelm; Clermont, Alois (Hrsg.): Internationales Personalmanagement. München: Vahlen, 1997, S. 105-124. Preprint als Duisburger Arbeitspapiere zur Ostasienwirtschaft Nr. 36. <http://www.uni-duisburg.de/FB5/VWL/OAWI/ARBEITSPAPIERE/paper36.html>, 08.02.2007.
- [Herrmann-Pillath et al. 2002] Herrmann-Pillath, C.; Kai, L.; Jiancheng, P. (2002): Developmental Challenges to Small and Medium Scale Industrial Enterprises in the People's Republic of China: Results of a 2001 National Sample Survey. In: Herrmann-Pillath, Carsten; Pascha, Werner; Taube, Markus (Hrsg.), Heft Nr. 109, Universität Witten/Herdecke, 2002.
- [Hofstede 1993] Hofstede, G. (1993): Interkulturelle Zusammenarbeit: Kulturen - Organisationen - Management. Wiesbaden: Gabler 1993.
- [Hofstede 1997] Hofstede, G. (1997): Lokales Denken, globales Handeln – Kulturen, Zusammenarbeit und Management. Aktualisierte Ausg. München: Beck et al., 1997.

- [Hofstede 1998a] Hofstede, G. (1998): The Cultural Construction of Gender. In: Hofstede, Geert (Hrsg.): Masculinity and Femininity: The Taboo Dimension of National Cultures. Thousand Oaks et al.: Sage, 1998, pp. 77 – 105.
- [Hofstede 1998b] Hofstede, G. (1998): A Case for Comparing Apples with Oranges: International Differences in Values. In: International Journal of Comparative Sociology, Vol. 39, Nr. 1 (1998), S. 16–32.
- [Hofstede 2001] Hofstede, G. (2001): Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations. 2. Aufl. Thousand Oaks (California): Sage Publications, 2001.
- [Hofstede; Hofstede 2006] Hofstede, G.; Hofstede; G. J. (2006): Lokales Denken, globales Handeln. Interkulturelle Zusammenarbeit und globales Management. 3. Aufl. München: Beck-Wirtschaftsberater, DTV, 2006.
- [Högemann 2005] Högemann, B. (2005): Cultural Due Diligence. In: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 4. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005, S. 539 – S. 564.
- [Hollensen 1998] Hollensen, S. (1998): Global Marketing: A Market-Responsive Approach. London et al.: Prentice Hall, 1998.
- [Holt 1998] Holt, D. H. (1998): International Management: Texts and Cases. Fort Worth et al.: Dryden Press, 1998.
- [Hostettler 2002] Hostettler, S. (2002): Economic Value Added - Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften. 5. Aufl. Bern et al.: Haupt, 2002.
- [Hostettler; Fickert 2000] Hostettler, S.; Fickert, R. (Hrsg.) (2000): Economic Value Added (EVA). 4. Aufl. Bern et al.: Haupt, 2000.
- [Humpert 1992] Humpert, F. (1992): Unternehmensakquisitionen – Erfahrungen beim Kauf von Unternehmen. In: Busse von Colbe, Walther; Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.): Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung – Grundlagen und Fallstudien. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1992, S. 357–373.
- [IAS 36] IAS 36, International Accounting Standard 36 (2004): Wertminderung von Vermögenswerten, Amtsblatt der Europäischen Union, Veröffentlicht am 31.12.2004. [http://www.ax-net.de/inhalt/standards/ias\\_36/ias36.pdf](http://www.ax-net.de/inhalt/standards/ias_36/ias36.pdf), 2004, 15.05.2007.

- [IDW 1999] IDW, Institut der Wirtschaftsprüfer (1999): Entwurf IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Entwurf, verabschiedet vom HFA am 27.01.1999, Düsseldorf. Veröffentlicht ebenso als: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1). HFA des IDW. In: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), Nr. 58 (2000), S. 825-842.
- [Jansen 1999] Jansen, S. (1999): Mergers & Acquisitions – Unternehmensakquisitionen und –kooperationen – eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung. 2. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 1999.
- [Jansen 2001] Jansen, S. (2001): Pre- und Post Merger-Integration bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen – Trends, Tools, Thesen und empirische Tests von Old und New Economy Deals. In: Jansen, Stephan A.; Picot, Gerhard; Schiereck, Dirk (Hrsg.): Internationales Fusionsmanagement – Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2001, S. 3 – S. 34.
- [Jonas 1995] Jonas, M. (1995): Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted-Cash-flow-Methode in Deutschland. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), 47. Jg., Nr. 1 (1995), S. 83-98.
- [Kayser et al. 2006] Kayser, H.; Neumann, C.; Richer, J. (2006): Neue Reformwelle harmonisiert Vorschriften zur Rechnungslegung. In: PWC: China Compass – Reporting und Controlling. Frühjahr 2006, S. 4-6.
- [Keller 1981] Keller, E. von (1981): Die kulturvergleichende Managementforschung: Gegenstand, Ziele, Methoden, Ergebnisse und Erkenntnisprobleme einer Forschungseinrichtung. Diss., Universität St. Gallen, 1980. Bern et al.: Haupt, 1981.
- [Kiefer 1995] Kiefer, T. (1995): Modernisierung in der VR China: Neue Konfliktpotentiale und immanente sowie globale Regelungsmechanismen. In: Hamburger Beiträge zur Friedensforschung und Sicherheitspolitik. Institut für Friedensforschung und Sicherheitspolitik an der Universität Hamburg, Nr. 90 (1995).
- [Killat 1998] Killat, G. (1998): Bewertung und Preisfindung bei Neuemissionen. In: Volk, Gerrit (Hrsg.): Going Public: Der Gang an die Börse. 2. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, S. 233-246.

- [Kotler; Armstrong 2001] Kotler, P.; Armstrong, G. (2001): Principles of Marketing. 9. Aufl. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.
- [Kroeber; Kluckhohn 1952] Kroeber, A. L.; Kluckhohn, C. (1952): Culture: A critical review of concepts and definitions. In: Harvard University Peabody Museum of American Archeology and Ethnology Papers, 47. Jg., Nr.1 (1952).
- [lawinfochina 2007] Lawinfochina (2007): Enterprise Income Tax Law of the People's Republic of China. National People's Congress, President of the People's Republic of China: Hu Jintao. Beschluss vom 16. März 2007. Eintrittsdatum: 1. Januar 2008. [www.lawinfochina.com](http://www.lawinfochina.com), 2007, 15.05.2007.
- [Lehner; Nuhn 2005] Lehner, U.; Nuhn, H. (2005): Due Diligence in Asien. In: Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (Hrsg.): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 4. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005, S. 717 – S. 754.
- [Leysinger 1998] Leysinger, M. (1998): Zur Berechnung von Ertragswerten bei Unternehmensbewertungen. In: Der Schweizer Treuhänder, 72. Jg., Nr. 4 (1998), S.349-354.
- [Li 2004] Li, Su (2004): Entwicklung von M&A in China. <http://www.mergers-china.com/temp/2004meeting.htm>, 2004, 08.02.2007.
- [Linton 1945] Linton, R. (1945): The Cultural Background of Personality. New York: Appleton-Century-Crofts, 1945.
- [Lorson 1999] Lorson, Peter (1999): Shareholder Value-Ansätze - Zweck, Konzepte und Entwicklungstendenzen. In: Der Betrieb, Bd. 52, Nr. 26/27 (1999), S. 1329 – 1339.
- [Lovells 2005] Lovells (2005): Ausländische Direktinvestitionen in China: Mandanteninformation Leitfaden für deutsche Investoren. [http://www.pfalz.ihk24.de/produktmarken/international/l\\_aender\\_regionen/anhaengsel4090/anhaengsel/Direktinvestitionen\\_in\\_VR\\_China\\_\(Lovell\).pdf](http://www.pfalz.ihk24.de/produktmarken/international/l_aender_regionen/anhaengsel4090/anhaengsel/Direktinvestitionen_in_VR_China_(Lovell).pdf), 2003, 15.05.2007.
- [Matsumoto 2000] Matsumoto, D. (2000): Culture and Psychology: People around the World. 2. Aufl. Belmont et al.: Wadsworth, 2000.
- [McKinsey 2006] McKinsey (2006): The promise and perils of China's banking system. The McKinsey Quarterly, July 2006. [http://www.mckinseyquarterly.com/article\\_page.aspx?ar=1817&L2=10&L3=51](http://www.mckinseyquarterly.com/article_page.aspx?ar=1817&L2=10&L3=51), 2006, 08.02.2007.
- [Mead 1990] Mead, R.R.: Cross-Cultural Management Communication. Chichester et al.: Wiley, 1990.

- [Meuser; Nagel 1991] Meuser, M.; Nagel, U. (1991): ExpertInneninterviews – vielfach erprobt, wenig bedacht. In: Garz, Detlef; Kraimer, Klaus (Hrsg.): *Qualitativ-empirische Sozialforschung: Konzepte, Methoden, Analysen*. Opladen: Westdt. Verl., 1991, S. 441-471.
- [Michler 2006] Michler, I. (2006): Wir müssen immer eine Nasenlänge voraus sein - Siemens-Aufsichtsratschef Heinrich von Pierer hält Technologie-Vorsprung für den besten Schutz vor Plagiaten. In: *DieWelt.de*, <http://www.welt.de/data/2006/02/17/847075.html>, 17.02.2006, 08.02.2007.
- [Müller; Thomas 1995] Müller, A.; Thomas, A. (1995): *Studienhalber in den USA: interkulturelles Orientierungstraining für deutsche Studenten, Schüler und Praktikanten*. Heidelberg: Roland Asanger Verlag, 1995.
- [Mullins 1982] Mullins, D. (1982): Does the capital asset pricing model work? In: *Harvard Business Review*, Vol. 60, Nr. 1 (1982), S. 105-114.
- [Nichols 1998] Nichols, P. (1998): Unlocking shareholder value. In: *Management Accounting*, Vol. 76, Nr. 9 (1998), S. 26-27.
- [Niewiarra; Legewie 1996] Niewiarra, S.; Legewie, H. (1996): *Grounded Theory: Grundlagen Qualitativer Sozialforschung* (deutsche Ausgabe von: Strauss, A.; Corbin, J. (1990): *Grounded Theory Procedures and Techniques*). Weinheim: BELTZ Psychologie Verlags Union, 1996.
- [Norton et al. 2006] Norton, P.; Chao, H.; Wang, C. (2006): *Topics in Chinese Law – Mergers and Acquisitions in China*. O'Melveny & Myers LLP Research Report, 2006, [http://www.omm.com/webcode/webdata/content/publications/topics\\_2006\\_01.pdf](http://www.omm.com/webcode/webdata/content/publications/topics_2006_01.pdf), 09.02.2007.
- [Nünning 2004] Nünning, A. (2004): *Metzler Lexikon: Literatur- und Kulturtheorie: Ansätze – Personen – Grundbegriffe*. 3. aktualisierte und erw. Aufl. Stuttgart et al.: Metzler, 2004.
- [Overholt 2001] Overholt, W. (2001): *China's Economic Success and Asia's Future*. Harvard University Asia Center and Kennedy School Center for Business & Government. Harvard: 2001
- [Page 2006] Page, T. (2006): *Asia-Pacific M&A Bulletin – Setting the Pace for an Outstanding Year*. PriceWaterhouseCoopers, Mid-Year 2006, [http://www.pwchk.com/webmedia/doc/632908915041368096\\_m&abulletin\\_ap\\_mid2006.pdf](http://www.pwchk.com/webmedia/doc/632908915041368096_m&abulletin_ap_mid2006.pdf), 2006, 09.02.2007.

- [Pape 2004] Pape, U. (2004): Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling. 3. Aufl. Sternenfels et al.: Verlag Wissenschaft und Praxis, 2004.
- [Pape et al. 2000] Pape, U.; Pfeiffer, B.; Serfling, K. (2000): Finanzmanagement europäischer Unternehmen (deutsche Ausgabe von: Buckley, A.; Ross, S.; Westerfield, R.; Jaffe, J. (1998): Corporate Finance Europe). London: McGraw-Hill, 2000.
- [Peemöller et al. 1994] Peemöller, V. H.; Bömelburg, P.; Denkmann, A. (1994): Unternehmensbewertung in Deutschland: Eine empirische Erhebung. In: Die Wirtschaftsprüfung (WPg), 47. Jg., Nr. 22 (1994), S. 741-749.
- [Perridon; Steiner 1999] Perridon, L.; Steiner, M. (1999): Finanzwirtschaft der Unternehmung. 10. Aufl. München: Vahlen, 1999.
- [Picot 2005] Picot, G. (2005): Planung der Mergers & Acquisitions – Wirtschaftliche und wirtschaftsrechtliche Aspekte bei der Planung der Mergers & Acquisitions. In: Picot, Gerhard (Hrsg.): Handbuch Mergers & Acquisitions – Planung, Durchführung, Integration. 3. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2005, S. 3–39.
- [Porter 1999] Porter, M. (1999): Nationale Wettbewerbsvorteile: erfolgreich konkurrieren auf dem Weltmarkt. Sonderausgabe, Frankfurt et al.: Ueberreuter, 1999.
- [PWC 2005] PricewaterhouseCoopers (2005): Rechnungslegung: Rechnungslegung und Prüfung chinesischer Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen. In: PWC: August 2005, S. 10-11.
- [Rappaport 1981] Rappaport, A. (1981): Selecting Strategies that Create Shareholder Values. In: Harvard Business Review, Vol. 59, Nr. 3, (1981), S. 139-149.
- [Röttger; Schmidt 1994] Röttger, B.; Schmidt, R. (Hrsg.) (1994): Das Konzept des Added Value als Maßstab für finanzielle Performance: Darstellung und Anwendung auf deutsche Aktiengesellschaften. Diss., Universität Kiel, Kiel: Vauk, 1994.
- [Samik-Ibrahim 2000] Samik-Ibrahim, R. M. (2000): Grounded Theory methodology as the research strategy for a developing country. Forum Qualitative Sozialforschung. Forum: Qualitative Social Research (On-line Journal), Vol. 1, Nr. 1 (2000). <http://www.qualitative-research.net/fqs-texte/1-00/1-00samik-e.pdf>, 08.02.2007.
- [Scheiter; Wehmeyer 2006] Scheiter, S.; Wehmeyer, M. (2006): Konzerne suchen ihr (M&A-) Glück auch wieder in der Ferne. In: Strategien



- und Visionen - Report. A.T. Kearney. Nr. 8 (2006).  
<http://www.atkearney.com>.
- [Schneider 1998] Schneider, D. (1998): Marktwertorientierte Unternehmensrechnung: Pegasus mit Klumpfuß. In: Der Betrieb, 51. Jg., Nr. 30 (1998), S. 1473-1478.
- [Schwetzler; Darijtschuk 1999] Schwetzler, B.; Darijtschuk, N. (1999): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode - eine Anmerkung zum 'Zirkularitätsproblem'. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB), 69. Jg., Nr. 3 (1999), S. 295-318.
- [Serfling; Pape 1995] Serfling, K.; Pape, U. (1995): Das Ertragswertverfahren als entscheidungsorientiertes Verfahren der Unternehmensbewertung. In: Das Wirtschaftsstudium (WISU), 24. Jg. (1995), S. 940-946.
- [Serfling; Pape 1996] Serfling, K.; Pape, U. (1996): Strategische Unternehmensbewertung und Discounted Cash Flow-Methode. In: Das Wirtschaftsstudium (WISU), 25. Jg. (1996), S. 57-64
- [Seyfart 2004] Seyfart, J. (2004): Innovation und Unternehmertum in der VR China. Diss, Universität Marburg, Berlin: Pro Business Verlag, 2004.
- [Shen 2006] Shen, Qi (2006): Die Unternehmensbewertung in China ist kein Standardprozess. <http://www.cas.org.cn>, 2006, 08.02.2007.
- [Shi; Weisert 2002] Shi, S.; Weisert, D. (2002): Corporate Governance with Chinese Characteristics. In: China Business Review, Vol. 29, Nr. 5 (2002), S. 40-44.
- [Shirai 2002] Shirai, S. (2002): Banking Sector Reforms in the People's Republic of China – Progress and Constraints. In: United Nations - Economic and Social Commission for Asia and the Pacific - Asian Development Bank. New York : United Nations, 2002, S. 49-97.
- [SN&R; B&Y 2006] Sonnenschein Nath & Rosenthal; Boss & Young (2006): Asia Pacific Practice e-Alert. August 2006. [http://www.sonnenschein.com/docs/docs\\_e-alert/china\\_m&a\\_regulation.pdf](http://www.sonnenschein.com/docs/docs_e-alert/china_m&a_regulation.pdf), 2006 08.02.2007.
- [Spiegel – Online 2006] Spiegel – Online (2006): Spiegel – Online: Der 2.900.000.000.000-Euro-Boom. <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-455846,00.html>, 21.12.2006, 08.02.2007.
- [Stern 1994] Stern, J. (1994): EVA Roundtable. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, Nr. 2 (1994), S. 46-70.

- [Stewart 1991] Stewart, B. (1991): The Quest for Value: the EVA management guide. New York: HarperBusiness, 1991.
- [Stewart 1994] Stewart, B. (1994): EVA: Fact and Fantasy. In: Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 7, Nr. 2 (1994), S. 71-84.
- [Stolz 1998] Stolz, C. (1998): Nachfrageorientierte Emissionspolitik mit Bookbuilding. Diss., Universität Freiburg, Bern et al.: Haupt, 1998.
- [Strähle 2004] Strähle, J. (2004): Cultural Due Diligence. Diss., Universität Jena, Marburg: Tectum Verlag, 2004.
- [Syre 2006] Syre, R. (2006): Fehlbare Konzernchefs: Jede zweite Firmenfusion geht schief. Spiegel - Online. <http://service.spiegel.de/digas/servlet/find/ON=spiegel-435335>, 05.09.2006, 08.02.2007.
- [Tan 2003] Tan, Lay Hong (2003): Mergers and Acquisitions in China. <http://ssrn.com/abstract=527442> oder DOI: 10.2139/ssrn.527442, 2003, 08.02.2007.
- [Thomson Financial 2005] Thomson Financial (2005): Mergers and Acquisitions Review - Financial Advisor. Third Quarter 2005. <http://banker.thomsonib.com>, 08.02.2007.
- [Thomson Financial 2006] Thomson Financial (2006): Mergers and Acquisitions Review - Financial Advisor. Third Quarter 2006. <http://banker.thomsonib.com>, 08.02.2007.
- [Triandis 1993] Triandis, H.C. (1993): Collectivism and Individualism as Cultural Syndroms. In: Cross-Cultural Research, Vol. 27, Nr. 3-4 (1993), S. 155-181.
- [Triandis 1995] Triandis, H. C. (1995): Individualism and Collectivism. Boulder et al.: Westview Press, 1995.
- [Trompenaars; Woolliams 2004] Trompenaars, F.; Woolliams, P. (2004): Business Weltweit – Der Weg zum Interkulturellen Management. 1. Aufl. Hamburg: Murmann, 2004.
- [Trompenaars; Hampden-Turner 1997] Trompenaars, F.; Hampden-Turner, C. (1997): Riding the Waves of Culture: Understanding Diversity in Global Business. 2. Aufl. London: Nicholas Brealey, 1997.
- [UNCTAD 2000] United Nations Conference on Trade and Development (2000): World Investment Report 2000 – Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. New York / Geneva: United Nations Publication, 2000.
- [Volkart et al. 1998] Volkart, R.; Labhart, P.; Suter, R. (1998): Unternehmensbewertung auf „EVA“-Basis. In: Der Schweizer Treuhänder, 72. Jg., Nr. 4 (1998), S. 355-366.

- [Wang 2005] Wang, Wei (2005): Steuerliche Behandlung des Unternehmenskaufs in China. Deloitte&Touche. Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. <http://china.ahk.de/uploads/media/law-deloitte-051230-02.pdf>, 2005, 08.02.2007.
- [Wassmuth 2004] Wassmuth, D. (2004): Rating in China: Entwicklung von Kreditratingsystemen, Risikokultur und die Standards von Basel II. Diss., Universität München, 2004. 1. Aufl. Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl., 2004.
- [Wegmann 1996] Wegmann, J. (1996): Die Bestimmung des Emissionspreises als Unternehmensbewertungsproblem. In Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), 48. Jg. (1996), S. 149-163.
- [Weltbank 2006]: Worldbank (2006): China Quarterly Update—November 2006. [http://siteresources.worldbank.org/INTCHINA/Resources/318862-1121421293578/China06-11\\_en.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTCHINA/Resources/318862-1121421293578/China06-11_en.pdf), 2006, 08.02.2007.
- [Weltbank 2007a]: Worldbank (2007): China Economic Indicators—Cumulative / China Economic Indicators—Current. <http://www.worldbank.org.cn/English/Content/ChinaEI.pdf>, 2007, 08.02.2007.
- [Weltbank 2007b]: Worldbank (2007): China: Key Indicators. [http://siteresources.worldbank.org/INTEAPHALFYEARLYUPDATE/Resources/550192-1143237132157/Key\\_Indicators\\_Tables\\_China.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTEAPHALFYEARLYUPDATE/Resources/550192-1143237132157/Key_Indicators_Tables_China.pdf), 2007, 08.02.2007.
- [Wisskirchen et al. 2003] Wisskirchen, C.; Naujoks, H.; Matouschek, G. (2003): Post-Merger-Integration. In: Balz, Ulrich; Arlinghaus, Olaf (Hrsg.): Das Praxisbuch Mergers & Acquisitions - Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration. München: Verlag Moderne Industrie, 2003, S. 305–336.
- [Wöhe 1996] Wöhe, G. (1996): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19. Aufl. München: Vahlen, 1996.
- [Wolff 1998] Wolff, A. (1998): Unternehmensbewertung im Transformationsprozess. Diss., Humboldt Universität (1997), Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 1998.
- [Yang 2004] Yang, Songtang (2004): Gedanken über die Reform der Unternehmensbewertung. <http://www.cas.org.cn>, 2004, 08.02.2007.
- [Young 1999] Young, D. (1999): Some Reflections on Accounting Adjustments and Economic Value Added. In: Journal of Financial Statement Analysis, Vol. 4, Nr. 2 (1999), S. 7-19.