

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis	XV
Literaturabkürzungen	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
1. Problemstellung	1
2. Konzeption der Wertsteigerungsanalyse	6
2.1. Wertsteigerungsanalyse als Verbindung von Unternehmensplanung und Finanzisierungstheorie	6
2.2. Zur Zielsetzung der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals	11
2.2.1. Steigerung des Marktwertes des Eigentümeranteils als unternehmerisches Ziel der Wertsteigerungsanalyse	11
2.2.1.1. Marktwertmaximierung als Mittel zur Finanzierung des Konsums	11
2.2.1.2. Marktwertmaximierung und Managementanreize	20
2.2.1.3. Marktwertmaximierung und Gläubigerinteressen	26
2.2.1.4. <i>Shareholder</i> - versus <i>Stakeholder</i> -Orientierung	29
2.2.2. Der Börsenkurs: Eine sinnvolle Umsetzung des Ziels der Marktwertmaximierung?	38
2.3. Ausgangspunkte der Wertsteigerungsanalyse	49
2.3.1. Strategische Analyse: Die Suche nach verborgenen Werten	49
2.3.2. Wertgeneratoren als Schlüssel der Wertsteigerung	54
2.3.3. Cash-flow als Basisgröße der Wertsteigerungsanalyse	60
2.3.3.1. Cash-flow-Abgrenzung	60
2.3.3.2. Einbindung des Rechnungswesens in die Cash-flow-Ermittlung	62
2.3.3.3. Projektion der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse	73
2.3.3.3.1. Zukunftsorientierte Erfolgsermittlung. Verbindung von Planung und Prognose	73
2.3.3.3.2. Kennzahlengestützte Cash-flow-Ermittlung mit Hilfe von Wertgeneratoren	75
2.3.3.3.3. Überprüfung der Finanzierbarkeit der Strategievorschläge auf der Unternehmensebene	82
2.3.3.3.4. Risikoberücksichtigung	84
2.3.3.3.5. Phasenkonzept	86
2.3.4. Kritische Stimmen aus der Literatur zur Unternehmensplanung	90

3.	Der <i>Discounted Cash Flow</i> als operationales Meßkonzept der Wertsteigerungsanalyse.....	92
3.1.	Charakterisierung des <i>Discounted Cash Flow</i>	92
3.1.1.	Der Kapitalwert als Bewertungsfunktion.....	92
3.1.2.	Cash-flow-Abgrenzung, Einfluß der Finanzierung und alternative Kapitalwertmodelle.....	95
3.2.	Würdigung des <i>Discounted Cash Flow</i>	102
3.2.1.	<i>Discounted Cash Flow</i> als Partialkalkül.....	102
3.2.2.	Implikationen der Kapitalwertmodelle.....	106
3.2.2.1.	Finanzierungsimplikationen im Rentenmodell.....	106
3.2.2.2.	Vergleich von Kapitalkostenkonzept und Total Cash Flow-Verfahren.....	109
3.2.2.3.	Vergleich von Kapitalkostenkonzept und <i>Adjusted- Present Value</i> -Verfahren im Rentenmodell.....	111
3.2.2.4.	Vergleich von Kapitalkostenkonzept und <i>Adjusted- Present Value</i> -Verfahren im Endlichkeitsmodell.....	113
3.2.2.5.	Vergleich der <i>Equity</i> - und <i>Entity</i> -Ansätze im Renten- und Endlichkeitsmodell.....	119
3.2.2.6.	Einfluß alternativer Finanzierungsmodalitäten.....	124
3.2.2.7.	Abwägung der Vorteilhaftigkeit der Methoden.....	127
3.2.3.	Erfassung der Besteuerung.....	132
3.2.4.	Risikobewertung.....	139
3.3.	<i>Discounted Cash Flow</i> und Wertsteigerungsanalyse.....	142
3.3.1.	<i>Discounted Cash Flow</i> auf Basis von Wertgeneratoren.....	142
3.3.2.	<i>Economic Value Added</i> als Maß der Wertsteigerung.....	150
3.3.3.	Auswahlentscheidungen auf der Grundlage des <i>Value Return on Investment</i>	153
3.4.	Die Eigenkapitalkostenermittlung beim <i>Discounted Cash Flow</i>	155
3.4.1.	Konzept der Eigenkapitalkosten.....	155
3.4.2.	Die Verwendung von Kapitalmarktmodellen zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten.....	158
3.4.2.1.	Traditionelle Kapitalkostentheorie.....	158
3.4.2.2.	<i>Capital Asset Pricing Model</i>	162
3.4.2.3.	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>	167
3.4.3.	Möglichkeiten und Grenzen von Gleichgewichtsmodellen zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten.....	174
3.4.4.	Die pragmatische Bestimmung des Risikozuschlags aufgrund von Kapitalmarktmodellen.....	180
3.4.4.1.	Methode der internen Zinsfüße zur Bestimmung risikoangepaßter Zinsfüße.....	180
3.4.4.2.	Ermittlung des Risikozuschlags für börsennotierte Unternehmen mit Hilfe des CAPM.....	182

3.4.4.2.1.	Bestimmung des risikolosen Zinsfußes, der Marktrendite und der Beta-Faktoren	182
3.4.4.2.2.	Empirische Bewährung	188
3.4.4.2.3.	Problembereiche der Datenermittlung	193
3.4.4.3.	Ermittlung von Beta-Faktoren für nicht notierte Unternehmen und Geschäftsbereiche: Möglichkeiten und Grenzen	199
3.4.4.3.1.	Vergleichsunternehmen und Branchenbetas	199
3.4.4.3.2.	Buchwert-Betas als Approximation kapitalmarktbestimmter Beta-Faktoren	202
3.4.4.4.	Bestimmung der Beta-Faktoren auf der Basis fundamentaler Einflußfaktoren: Vorschläge und Probleme	206
3.4.4.4.1.	Synthetische Ermittlung und Vorhersagen von Beta-Faktoren mit Hilfe fundamentaler Faktoren	206
3.4.4.4.2.	Wirkung der Verschuldung und der Auslastung auf den Beta-Faktor	209
3.4.4.4.3.	Einfluß der Ausschüttungspolitik, des Wachstums, der Größe, der Diversifizierung und der Marktmacht auf den Beta-Faktor	217
3.4.4.4.4.	Fazit	227
3.4.4.5.	Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf der Basis der <i>Arbitrage Pricing Theory</i>	229
3.4.4.5.1.	Vorgehensweise und Probleme	229
3.4.4.5.2.	Empirische Bewährung der APT	231
3.5.	Spezielle Fragen der Fremdfinanzierung beim <i>Discounted Cash Flow</i>	237
3.5.1.	Kosten der Fremdfinanzierung	237
3.5.2.	Sonderformen der Finanzierung	240
3.5.2.1.	Lieferantenverbindlichkeiten	240
3.5.2.2.	Leasingfinanzierung	244
3.5.2.3.	Pensionsrückstellungen	248
3.5.2.4.	Fazit	256
3.6.	<i>Discounted Cash Flow</i> und Unternehmensbewertung in Deutschland	257
3.6.1.	Ansatzpunkte eines Vergleichs	257
3.6.2.	Bewertungsaufgabe und -perspektive	258
3.6.3.	Einzahlungsüberschuß- versus Entnahmerechnung	260
3.6.4.	Markterwartungen versus individuelle Alternativrendite	261
4.	Thesenförmige Zusammenfassung	269
	Literaturverzeichnis	275

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Nr.: 1	Anknüpfungspunkte von Unternehmensplanung und Finanzierungstheorie	7
Nr.: 2	Quellen der Wertsteigerung	53
Nr.: 3	Finanzierungsrechnung Typ II A (Gesamtkostenverfahren)	65
Nr.: 4	Finanzierungsrechnung Typ II B	70
Nr.: 5	Aufstellung der verwandten Bewertungsformeln	101
Nr.: 6	Unternehmenswert nach APV bei endlichem Planungshorizont	118
Nr.: 7	Unternehmenswert nach FTE bei endlichem Planungshorizont	122
Nr.: 8	Alternative Tilgungspläne	124
Nr.: 9	Einfluß alternativer Tilgungspläne auf den Flow to Equity	125
Nr.: 10	Wert des Fremdkapitals	125
Nr.: 11	Unternehmenswert nach WACC bei inkonsistenten Finanzierungsannahmen	126
Nr.: 12	Unternehmenswert nach FTE-Verfahren und Nettogewinn-Ansatz	126
Nr.: 13	Unternehmensendwert	134
Nr.: 14	Empirische Arbeiten zum CAPM auf dem deutschen Kapitalmarkt	190
Nr.: 15	Beta-Faktoren unterschiedlicher Anbieter	198
Nr.: 16	Verhältnis Buchwert- zu Markt-Beta	202
Nr.: 17	Einfluß der Auslastung auf den Beta-Faktor	215
Nr.: 18	Einfluß der Ausschüttung, der Größe und des Wachstums auf den Beta-Faktor	219
Nr.: 19	Einfluß der Diversifikation auf den Beta-Faktor	223
Nr.: 20	Empirische Arbeiten zur APT auf dem deutschen Kapitalmarkt	235
Nr.: 21	Schematische Darstellung der Finanzierungsbeziehung aus Pensionszusagen	249
Nr.: 22	Einordnung des Ertragswertverfahrens in Modelle der Unternehmensbewertung	268