

Inhaltsverzeichnis

Gliederung	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis	XV
Literaturabkürzungen	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXI
 1. Problemstellung	 1
2. Konzeption der Wertsteigerungsanalyse.....	6
2.1. Wertsteigerungsanalyse als Verbindung von Unternehmensplanung und Finanzierungstheorie	6
2.2. Zur Zielsetzung der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals	11
2.2.1. Steigerung des Marktwertes des Eigentümeranteils als unternehmeri- sches Ziel der Wertsteigerungsanalyse	11
2.2.1.1. Marktwertmaximierung als Mittel zur Finanzierung des Konsums.....	11
2.2.1.2. Marktwertmaximierung und Managementanreize.....	19
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 Markt- wertmaximierung?	37
2.3. Ausgangspunkte der Wertsteigerungsanalyse	48
2.3.1. Strategische Analyse: Die Suche nach verborgenen Werten	48*
2.3.2. Wertgeneratoren als Schlüssel der Wertsteigerung.....	53
2.3.3. Cash-flow als Basisgröße der Wertsteigerungsanalyse	59
2.3.3.1. Cash-flow-Abgrenzung.....	59
2.3.3.2. Einbindung des Rechnungswesens in die Cash-flow- Ermittlung	61
2.3.3.3. Projektion der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse	72
2.3.3.3.1. Zukunftsorientierte Erfolgsermittlung: Verbin- dung von Planung und Prognose	72
2.3.3.3.2. Kennzahlengestützte Cash-flow-Ermittlung mit Hilfe von Wertgeneratoren	74
2.3.3.3.3. Überprüfung der Finanzierbarkeit der Strategie- vorschläge auf der Unternehmensebene.....	82
2.3.3.3.4. Risikoberücksichtigung	83
2.3.3.3.5. Phasenkonzept	85
2.3.4. Kritische Stimmen aus der Literatur zur Unternehmensplanung.....	89

3. Der <i>Discounted Cash Flow</i> als operationales Meßkonzept der Wertsteigerungsanalyse	91
3.1. Charakterisierung des <i>Discounted Cash Flow</i>	91
3.1.1. Der Kapitalwert als Bewertungsfunktion	91
3.1.2. Cash-flow-Abgrenzung, Einfluß der Finanzierung und alternative Kapitalwertmodelle	94
3.2. Würdigung des <i>Discounted Cash Flow</i>	101
3.2.1. <i>Discounted Cash Flow</i> als Partialkalkül	101
3.2.2. Implikationen der Kapitalwertmodelle	105
3.2.2.1. Finanzierungsimplicationen im Rentenmodell	105
3.2.2.2. Vergleich von Kapitalkostenkonzept und Total Cash Flow- Verfahren	108
3.2.2.3. Vergleich von Kapitalkostenkonzept und <i>Adjusted- Present</i> <i>Value</i> -Verfahren im Rentenmodell	109
3.2.2.4. Vergleich von Kapitalkostenkonzept und <i>Adjusted- Present</i> <i>Value</i> -Verfahren im Endlichkeitsmodell	112
3.2.2.5. Vergleich der <i>Equity</i> - und <i>Entity</i> -Ansätze im Renten- und Endlichkeitsmodell	118
3.2.2.6. Einfluß alternativer Finanzierungsmodalitäten	123
3.2.2.7. Abwägung der Vorteilhaftigkeit der Methoden	125
3.2.3. Erfassung der Besteuerung	131
3.2.4. Risikobewertung	137
3.3. <i>Discounted Cash Flow</i> und Wertsteigerungsanalyse	140
3.3.1. <i>Discounted Cash Flow</i> auf Basis von Wertgeneratoren	140
3.3.2. <i>Economic Value Added</i> als Maß der Wertsteigerung	148
3.3.3. Auswahlentscheidungen mit Hilfe des <i>Value Return on Investment</i>	151
3.4. Die Eigenkapitalkostenermittlung beim <i>Discounted Cash Flow</i>	153
3.4.1. Konzept der Eigenkapitalkosten	153
3.4.2. Die Verwendung von Kapitalmarktmodellen zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten	156
3.4.2.1. Traditionelle Kapitalkostentheorie	156
3.4.2.2. <i>Capital Asset Pricing Model</i>	160
3.4.2.3. <i>Arbitrage Pricing Theory</i>	164
3.4.3. Möglichkeiten und Grenzen von Gleichgewichtsmodellen zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten	171
3.4.4. Die pragmatische Bestimmung des Risikozuschlags aufgrund von Kapitalmarktmodellen	176
3.4.4.1. Methode der internen Zinsfüße zur Bestimmung risikoan- gepaßter Zinsfüße	176

XI

3.4.4.2.	Ermittlung des Risikozuschlags für börsennotierte Unternehmen mit Hilfe des CAPM.....	178
3.4.4.2.1.	Bestimmung des risikolosen Zinsfußes, der Marktrendite und der Beta-Faktoren.....	178
3.4.4.2.2.	Empirische Bewährung.....	185
3.4.4.2.3.	Problemgebiete der Datenermittlung.....	190
3.4.4.3.	Ermittlung von Beta-Faktoren für nicht notierte Unternehmen und Geschäftsbereiche: Möglichkeiten und Grenzen	195
3.4.4.3.1.	Vergleichsunternehmen und Branchenbetas.....	195
3.4.4.3.2.	Buchwert-Betas als Approximation kapitalmarktbestimmter Beta-Faktoren	198
3.4.4.4.	Bestimmung der Beta-Faktoren auf der Basis fundamentaler Einflußfaktoren: Vorschläge und Probleme	202
3.4.4.4.1.	Synthetische Ermittlung und Vorhersagen von Beta-Faktoren mit fundamentalen Faktoren	202
3.4.4.4.2.	Wirkung der Verschuldung und der Auslastung	205
3.4.4.4.3.	Einfluß der Ausschüttung, des Wachstums, der Größe, der Diversifizierung und der Marktmacht.....	213
3.4.4.4.4.	Fazit.....	223
3.4.4.5.	Bestimmung der Eigenkapitalkosten auf der Basis der <i>Arbitrage Pricing Theory</i>	225
3.4.4.5.1.	Vorgehensweise und Probleme	225
3.4.4.5.2.	Empirische Bewährung der APT	227
3.5.	Spezielle Fragen der Fremdfinanzierung beim <i>Discounted Cash Flow</i>	233
3.5.1.	Kosten der Fremdfinanzierung.....	233
3.5.2.	Sonderformen der Finanzierung.....	236
3.5.2.1.	Lieferantenverbindlichkeiten.....	236
3.5.2.2.	Leasingfinanzierung	240
3.5.2.3.	Pensionsrückstellungen	243
3.5.2.4.	Fazit.....	251
3.6.	<i>Discounted Cash Flow</i> und Unternehmensbewertung in Deutschland	252
3.6.1.	Ansatzpunkte eines Vergleichs.....	252
3.6.2.	Bewertungsaufgabe und -perspektive.....	254
3.6.3.	Markterwartungen versus individuelle Alternativrendite.....	255
3.6.4.	Eine Fallstudie.....	262
3.6.5.	Neuere Entwicklungen	268
4.	Thesenförmige Zusammenfassung.....	269
	Literaturverzeichnis	275