

Dirk Hachmeister



dandelion.com

© 2008 AGI-Information Management Consultants  
May be used for personal purposes only or by  
libraries associated to [dandelion.com](http://dandelion.com) network.

# Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmens - Wertsteigerung

3., korrigierte Auflage



**Peter Lang**

Europäischer Verlag der Wissenschaften

# IX

## 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-Onznüerung</i> .....	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. Risikobertücksichtigung.....	83
2.3.3.3.5. Phasenkonzept.....	85
2.3.4. Kritische Stimmen aus der Literatur zur Unternehmensplanung.....	89

# X

3. Der <i>Discounted Cash Flow</i> als Operationales Meßkonzept jler 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 Value</i> -Verfahren im Rentenmodell.....	109
3.2.2.4. Vergleich von Kapitalkostenkonzept und <i>Adjusted- Present Value</i> -Verfahren im Endlichkeitsmodell.....	112
3.2.2.5. Vergleich der <i>Equity</i> - und $E^{\circ}$ -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> 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 risikoangepaßter Zinsfüße.....	176

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.	Problemereiche 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