

Guido Hardtmann

Die Wertsteigerungsanalyse im Managementprozeß

Mit einem Geleitwort von
Prof. Dr. Günter Sieben

Technische Universität Darmstadt
Fachbereich 1
Betriebswirtschaftliche Bibliothek
Inventar-Nr.: 48.835
Abstell-Nr.: A 12 / 2847
.....
.....
.....

Deutscher Universitätsverlag

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Symbolverzeichnis	XXIII

I. Einleitung

A. Problemstellung	1
B. Begriffe	3
1. Wertsteigerungsanalyse	3
2. Unternehmensführung und Managementprozeß	6
C. Vorgehensweise	7

II. Phasen und Instrumente funktionaler Unternehmensführung

A. Der Managementprozeß	9
B. Die Phase der Zielbildung	13
1. Bestimmung der Unternehmenspolitik und des Leitbildes	13
2. Zielfindung	17
C. Strategische Analyse	20
1. Die Umweltanalyse	20
2. Die Unternehmensanalyse	22
3. Die Verbindung von Umwelt- und Unternehmensbetrachtung	23
D. Die Phase der Strategieformulierung	24

1. Prognosen als Ausgangspunkt der Strategieformulierung	25
2. Die Nutzung von Planungsheuristiken	28
a. Portfolio-Modelle	28
b. Der Optimum Strategy Report und der Report on "Look-Alikes" (ROLA)	32
3. Bewertung und Auswahl der Strategie	35
E. Implementierung von Strategien	36
F. Kontrolle	39

III. Das Konzept der Wertsteigerung

A. Rahmenbedingungen	42
1. Die Agency-Problematik	42
2. Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle	46
3. Interne Kontrollprobleme dezentral geführter Konzerne	51
B. Die Wertsteigerungsanalyse	55
1. Ziele der Wertsteigerungsanalyse	55
a. Maximierung monetärer Erfolge für die Eigner als Unternehmensziel	56
b. Bewertung strategisch-langfristiger und operativer Pläne	58
c. Implementierung und Kontrolle	59
d. Erweiterung der Wertsteigerungsanalyse zum Wertmanagement	60
2. Die Unternehmensbewertung in der Wertsteigerungsanalyse	61
a. Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren und Kapitalwertmethode	61

b. Die einzelnen Komponenten der DCF-Formel	63
(1) Die Bestimmung der Zahlungsüberschußgröße	63
(a) Der Begriff des "free cash-flow"	63
(b) Die Bestimmung des freien Cash Flow I.	65
(c) Die Bestimmung des freien Cash Flow II.	68
(2) Die Ermittlung der Kapitalkosten	71
(a) Das Capital Asset Pricing Model (CAPM)	72
(b) Die Arbitragepreis-Theorie (APT)	75
(3) Weitere Wertkomponenten.	77
(a) Der Restwert.	81
(b) Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen und Fremdkapital.	81
(4) Beispiel.	82
3. Einkommenstheoretische Grundlagen der Wertsteigerungsanalyse	83
a. Kritik an der herkömmlichen Periodenerfolgsrechnung	83
b. Die Konzeption des ökonomischen Gewinns.	87
C. Andere Ansätze zur Ermittlung von Wertveränderungen	89
1. Das Marktwert/ Buchwert-Modell nach Fruhan (1979)	90
2. Der CFROI-Ansatz der Boston Consulting Group (BCG)	92
3. Das UWO-Konzept von Roland Berger & Partner	97
4. Die Studie zur Wertsteigerung von Bühner (1992)	98
5. Zur Methode des internen Zinsfußes bei Unternehmensbewertungen	100

IV. Die Bewertungsmethodik der Wertsteigerungsanalyse

A. Das DCF-Verfahren als Gesamtkapitalmethode der Unternehmensbewertung	107
1. Der Eigenkapitalwert als Zielgröße	107
2. Gesamt- und Eigenkapitalverfahren als Varianten der Kapitalwertmethode	109
a. Bestimmung der gewichteten Gesamtkapitalkosten	109
b. Der Sonderfall nachhaltiger Erfolge	112
(1) Grundmodell	114
(2) Modell mit realitätsnäherer Steuerbehandlung	114
(a) Der freie Cash Flow I	115
(b) Der freie Cash Flow II	116
(3) Der Fall des deutschen Steuersystems	118
c. Der Normalfall periodenverschiedener Erfolge	120
(1) Sonderfall ausschließlicher Eigenfinanzierung	122
(2) Sonderfall identischer Eigen- und Fremdkapitalkosten	122
(3) Sonderfall konstanter durchschnittlicher Kapitalkosten	123
(4) Normalfall: Veränderliche WACC und ertragswertabhängige Finanzierung	125
3. Eigen- oder Gesamtkapitalmethode und wertorientierte Unternehmensführung	129
4. Zusammenfassung	132
B. Zahlungssalden als Zukunftserfolge	133
1. Zahlungen zwischen Unternehmen und Umwelt oder Eignern ?	133

2. Unternehmensbewertung auf der Basis von Einzahlungsüberschüssen	137
a. Vergleich der Basis-Rechnungssysteme für die Unternehmensbewertung	137
b. Weitere Argumente für eine zahlungsstrombasierte Unternehmensbewertung	139
(1) Integration der strategisch-langfristigen Unternehmensplanung	139
(2) Finanz- und erfolgswirtschaftliche Interpretation des Cash Flow	141
(3) Senkung der Informationsanforderungen durch Cash Flow-basierte Bewertungen ?	145
(4) Verringerung von Bewertungsspielräumen durch Zahlungsstromrechnungen ?	146
3. Zusammenfassung	147
C. Die Ermittlung des Eigenkapitalkostensatzes	148
1. Begriff und Aufgaben der Kapitalkosten	148
2. Die kapitalmarktgestützte Ermittlung von Eigenkapitalkosten	150
a. Zur Kritik am CAPM	151
b. Die Arbitragepreis-Theorie (APT)	158
3. Alternativen der Ermittlung von Eigenkapitalkosten	160
a. Rekonstruktion von Beta-Faktoren für das CAPM	160
b. Praktikerverfahren	162
D. Exkurs: Bewertung mittels einer Vermögensendwertmethode	166

V. Wertsteigerungsanalyse und Unternehmensführung

A. Alternative Ansatzpunkte für Wertsteigerungsüberlegungen	170
B. Die Phase der Zielbildung	172
1. Eigentümerorientierte Unternehmensführung und Stakeholderkonzept	172
2. Unternehmenswertmaximierung als Zielvorschrift	177
C. Erkennung von Handlungsbedarf aufgrund von Wertlücken	182
D. Die Wertsteigerungsanalyse in der Phase der Strategieformulierung	185
1. Voraussetzungen	186
a. Abgrenzung von Bewertungseinheiten	186
b. Anforderungen an das Rechnungswesen	188
2. Ansätze zur Formulierung wertsteigernder Strategien	190
a. Das Pentagon-Konzept	190
b. Die Wertkette nach Rappaport/Porter	192
c. Die "VALCOR"-Matrix der Wertsteigerungsmöglichkeiten ..	194
d. Portfoliotechnik und wertorientierte Planung	195
e. Überprüfung von Diversifikationsstrategien	197
f. Zusammenfassung: Wertsteigerungsanalyse und Strategieplanung	200
3. Bewertung von Strategien	202
E. Die Phase der Strategieumsetzung	206
1. Vereinfachte Implementierung quantifizierter Strategien	206
2. Unterstützung der Strategieumsetzung durch einzelne Wertgeneratoren	208
a. Umsatzüberschuß und operative Planung	208

b. Kapitalkosten und Investor Relations	211
c. Investitionen und Asset Management	213
3. Wertsteigerung als Bemessungsgrundlage der Managerentlohnung.	214
F. Wertsteigerungsanalyse und Kontrollphase	219

VI. Zusammenfassung

Literaturverzeichnis	225
--------------------------------	-----