

Guido Hardtmann

# Die Wertsteigerungsanalyse im Managementprozeß

Mit einem Geleitwort von  
Prof. Dr. Günter Sieben

<b>Technische Universität Darmstadt</b>
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. Einkommens theoretische 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
--------------------------------	-----