

Thomas Hering

# Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung

Mit einem Geleitwort  
von Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke

<b>Technische Universität Darmstadt</b>
Fachbereich 1
Betriebswirtschaftliche Bibliothek
Inventar-Nr.: 51.190
Abstell-Nr.: A 22 / 1109
.....
.....
00285520

Deutscher Universitäts-Verlag

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XII
Symbolverzeichnis	XIV
Abbildungsverzeichnis	XVI
Tabellenverzeichnis	XVII

## **1 Problemstellung finanzwirtschaftlicher Unternehmensbewertung** 1

<b>2 Investitionstheoretische Unternehmensbewertung</b>	<b>11</b>
2.1 Rahmenbedingungen investitionstheoretischer Unternehmensbewertung	11
2.1.1 Die zugrunde gelegte Entnahmezielsetzung	11
2.1.2 Das individuelle Entscheidungsfeld	13
2.1.3 Die Rechengröße	16
2.2 Investitionstheoretisches Fundament der Unternehmensbewertung	20
2.2.1 Der Spezialfall des vollkommenen Kapitalmarkts	20
2.2.2 Unternehmensbewertung aus Sicht des Käufers	27
2.2.2.1 Grenzpreisermittlung bei Einkommensmaximierung	27
2.2.2.1.1 Basis- und Bewertungsprogramm	27
2.2.2.1.2 Herleitung und Grenzen der Ertragswertmethode	34
2.2.2.2 Grenzpreisermittlung bei Vermögensmaximierung	42
2.2.2.2.1 Basis- und Bewertungsprogramm	42
2.2.2.2.2 Herleitung und Grenzen der Ertragswertmethode	43
2.2.2.3 Vollreproduktions- und Liquidationswert als spezielle Ertragswerte	47
2.2.3 Unternehmensbewertung aus Sicht des Verkäufers	49
2.2.3.1 Grenzpreisermittlung bei Einkommensmaximierung	49
2.2.3.1.1 Basis- und Bewertungsprogramm	49
2.2.3.1.2 Herleitung und Grenzen der Ertragswertmethode	51
2.2.3.2 Grenzpreisermittlung bei Vermögensmaximierung	54
2.2.3.2.1 Basis- und Bewertungsprogramm	54
2.2.3.2.2 Herleitung und Grenzen der Ertragswertmethode	55
2.2.3.3 Der Liquidationswert als spezieller Ertragswert	56

2.2.4	Investitionstheoretische Unternehmensbewertung am Zahlenbeispiel	57
2.2.4.1	Grenzpreisermittlung im Einperiodenfall	57
2.2.4.1.1	Gültigkeit der Ertragswertmethode	57
2.2.4.1.2	Versagen der Ertragswertmethode	60
2.2.4.2	Grenzpreisermittlung im Mehrperiodenfall	63
2.2.4.2.1	Gültigkeit der Ertragswertmethode	63
2.2.4.2.2	Versagen der Ertragswertmethode	66
2.2.5	Ermittlung bedingter Grenzpreise	68
2.2.5.1	Entscheidungswert in jungierten Konfliktsituationen	68
2.2.5.2	Mehrdimensionaler Entscheidungswert	74
2.3	Unternehmensbewertung mittels approximativer Dekomposition	76
2.3.1	Heuristische Investitionsrechnung bei unvollkommenem Kapitalmarkt und Unsicherheit	76
2.3.2	Einbindung der Unternehmensbewertung in ein Investitionsrechnungssystem nach dem Prinzip der approximativen Dekomposition	84
2.4	Beurteilung der investitionstheoretischen Unternehmensbewertung	89
<b>3</b>	<b>Finanzierungstheoretische Unternehmensbewertung</b>	<b>93</b>
3.1	Rahmenbedingungen finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertung	93
3.1.1	Die Zielsetzung Marktwertmaximierung	93
3.1.2	Die Vorstellung des Kapitalmarktgleichgewichts	99
3.1.3	Die verschiedenen Rechengrößen	103
3.2	Finanzierungstheoretisches Fundament der Unternehmensbewertung	108
3.2.1	Theorie der Kapitalstruktur	108
3.2.1.1	Klassische These versus Irrelevanzthese	108
3.2.1.2	Die Irrelevanzthese bei Existenz von Steuern	113
3.2.2	Theorie des Rendite-Risiko-Zusammenhangs	116
3.2.2.1	Theorie der Wertpapiermischung	116
3.2.2.2	Theorie der Wertpapierpreise	119
3.2.3	Theorie der arbitragefreien Bewertung	125
3.2.3.1	Die starke Arbitragefreiheitsbedingung	125
3.2.3.2	Das Prinzip der Bewertung von Optionen	139
3.3	Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung	145
3.3.1	Varianten der „Discounted Cash Flow“-Methode	145
3.3.1.1	„Adjusted Present Value“-Ansatz	145
3.3.1.2	„Weighted Average Cost of Capital“-Ansatz	148
3.3.1.3	„Equity“-Ansatz	151

3.3.2 Kritik der kapitalmarkttheoretischen Ansätze	153
3.3.2.1 Das ungelöste Problem der Kapitalstruktur	153
3.3.2.1.1 Irrelevanz der Irrelevanzthese	153
3.3.2.1.2 Zur Fragwürdigkeit einer Zielkapitalstruktur	155
3.3.2.2 Das ungelöste Problem der Kapitalkosten	161
3.3.2.2.1 Die künstliche Spaltung des Kapitalkostensatzes	161
3.3.2.2.2 Zur Fragwürdigkeit von Renditeforderungen und ihrer empirischen Ermittlung	163
3.3.2.2.3 Künftiger Zins oder Stichtagszins?	167
3.4 Strategische Unternehmensbewertung	169
3.4.1 Zum Begriff der strategischen Bewertung	169
3.4.2 Qualitative Bewertung mit Hilfe strategischer Planungstechniken	172
3.4.3 Qualitativ-quantitative Bewertung von Realoptionen	173
3.4.3.1 Grundwert versus Optionswert eines Unternehmens	173
3.4.3.2 Heuristische Schätzung des Optionswerts	175
3.5 Beurteilung der finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertung	177
<b>4 Einheitliche Investitions- und Finanzierungstheorie auf der Grundlage des Zustands-Grenzpreismodells</b>	<b>181</b>
Literaturverzeichnis	193
Stichwortverzeichnis	205