

**Dirk Fleischer, geb. Bartlomiej**

# Methoden der Unternehmensbewertung

Eine kritische Analyse

**Diplomarbeit**

## **Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:**

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de/> abrufbar.

Dieses Werk sowie alle darin enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsschutz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, Auswertungen durch Datenbanken und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme. Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe (einschließlich Mikrokopie) sowie der Auswertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen, vorbehalten.

Copyright © 1996 Diplomica Verlag GmbH  
ISBN: 9783832437862

**Dirk Fleischer, geb. Bartlomiej**

# **Methoden der Unternehmensbewertung**

**Eine kritische Analyse**



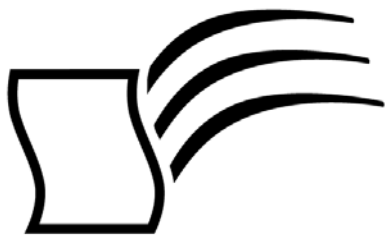
---

Dirk Bartlomiej

# Methoden der Unternehmensbewertung

*Eine kritische Analyse*

Diplomarbeit  
an der Gerhard-Mercator-Universität Duisburg  
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften  
Lehrstuhl für Banken und Betriebliche Finanzwirtschaft,  
Prof. Dr. Bernd Rolfes  
3 Monate Bearbeitungsdauer  
Dezember 1996 Abgabe



**Diplom.de**

Diplomica GmbH \_\_\_\_\_  
Hermannstal 119k \_\_\_\_\_  
22119 Hamburg \_\_\_\_\_

Fon: 040 / 655 99 20 \_\_\_\_\_  
Fax: 040 / 655 99 222 \_\_\_\_\_

agentur@diplom.de \_\_\_\_\_  
www.diplom.de \_\_\_\_\_

ID 3786

Bartłomiej, Dirk: Methoden der Unternehmensbewertung: Eine kritische Analyse / Dirk Bartłomiej - Hamburg: Diplomatica GmbH, 2001

Zugl.: Duisburg, Universität - Gesamthochschule, Diplomarbeit, 1996

---

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden, und die Diplomatica Agentur, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Diplomatica GmbH

<http://www.diplom.de>, Hamburg 2001

Printed in Germany

**INHALTSVERZEICHNIS**

	<u>Seite:</u>
Abkürzungsverzeichnis	V
Symbolverzeichnis	VI
Abbildungsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis	IX
 Einführung	 1
 A. Die substanzorientierten Einzelbewertungsverfahren	 3
I. Die Wertbegriffe und Grundprinzipien der Unternehmensbewertung	 3
II. Die bilanzorientierten Verfahren	8
1. Die einzelwirtschaftsgüter-orientierten Verfahren	8
2. Die Gewichtungungsverfahren	15
3. Die zuschlagsorientierten Verfahren	19
III. Die Verbindung zwischen den Gesamtbewertungsverfahren und der dynamischen Investitionsrechnung	 21

### III

#### Seite:

B.	Die investitionstheoretischen Gesamtbewertungsverfahren	25
I.	Das Ertragswertverfahren nach der Stellungnahme des Hauptfach- ausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer 2/1983	25
1.	Die Konzeption des Phasenmodells	25
2.	Die Wahl der Erfolgsgröße und des Kalkulationszinssatzes	26
3.	Die Sicherheitsäquivalente	31
II.	Die Discounted Cash Flow-Methode (DCF)	33
1.	Die Ermittlung des Cash Flows	33
a)	Der DCF-Ansatz von <i>Miller/Modigliani</i>	33
b)	Die Bestimmung des freien Cash Flows in der Bruttomethode	36
2.	Die Gesamtkapitalkostenberechnung als Weighted Average Cost of Capital	38
a)	Die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten	38
b)	Die Grundlagen des Capital Asset Pricing Models (CAPM)	41
(1)	Die Portfoliotheorie	42
(2)	Die Annahmen des CAPM	44
c)	Der Beta-Faktor und die Marktrisikoprämie	45
3.	Die Ermittlung des Unternehmensgesamtwertes	50
a)	Die Restwertbestimmung	50
b)	Die Gesamtwertberechnung des Unternehmens	52
III.	Ein kritischer Vergleich zwischen Discounted Cash Flow-Methode und Ertragswertverfahren nach HFA 2/1983	53



	<u>Seite:</u>
C. Die strategische Unternehmensbewertung	62
I. Die Verfahren mit mehrfacher Zielsetzung	62
II. Der Shareholder Value, die Portfoliomatrix und das Lebenszykluskonzept	65
III. Die vergleichenden Marktverfahren	71
Schlußbetrachtung	78
Anhang	80
Literaturverzeichnis	83
Ehrenwörtliche Erklärung	94

### Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
APT	Arbitrage Pricing Theory
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amotization
EKK	Eigenkapitalkosten
ff.	folgende Seiten
FCF	Free Cash Flow
HGB	Handelsgesetzbuch
HFA	Hauptfachausschuß
i.d.R.	in der Regel
Jg.	Jahrgang
KCV	Kurs-Cash Flow-Verhältnis
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
NCF	Netto Cash Flow
NOPLAT	Net Operating Profit less Adjusted Taxes
Nr., No.	Nummer
o.V.	ohne Verfasser
P/E	Price-/Earning-Ratio
S.	Seite
SG	Schmalenbach-Gesellschaft - Gesellschaft für Betriebswirtschaft
SGF	strategisches Geschäftsfeld
u.a.	unter anderem
U.E.C.	Union Europeenne des Experts Comptables Economique et Financiers
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## Symbolverzeichnis

$a$	variabler Faktor
$A_0$	Anfangsauszahlung
$b_{i1} \dots b_{ik}$	Sensitivität des Wertpapiers $i$ auf Einflußfaktor $k$ in der APT
$C_0$	Kapitalwert
$C_t$	Einzahlungsüberschüsse in $t$ Perioden
$CF_t$	Cash Flow der Periode $t$
$E$	Entscheidungswert
$EK_M$	Marktwert des Eigenkapitals
$EW$	Ertragswert
$EW-R$	Goodwill
$E(r)$	Erwartungswert der Wertpapierrendite
$FCF$	Freier Cash Flow
$FCF_{T+1}$	das normale FCF-Niveau im ersten Jahr nach der Planungsperiode
$FK$	Fremdkapital
$FK_M$	Marktwert des Fremdkapitals
$FK_t$	Fremdkapital der Periode $t$
$FKZ_t$	Fremdkapitalzinsen der Periode $t$
$g$	konstante Wachstumsrate
$G$	erwarteter, jährlich gleichbleibender Gewinn
$GK_M$	Marktwert des Gesamtkapitals
$i$	Kapitalisierungszinsfuß
$i_{alt}$	Rendite der Alternativinvestition
$k^{WACC}$	gewichteter Kapitalkostensatz
$m, n$	Zeitindizes im Phasenmodell
$n$	letzte betrachtete Periode
$NCF_t$	Netto-Cash Flows der Periode $t$
$NOPLAT_{T+1}$	net operating profits less adjusted taxes im ersten Jahr nach der Planungsperiode
$O(t)$	Zahlungsabfluß in der Periode $t$
$P$	konstanter Periodenerfolg