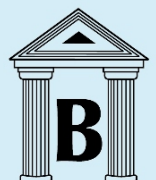


Ulrich Pape

Wertorientierte Unternehmensführung

4., überarbeitete Auflage

Verlag Wissenschaft & Praxis



Ulrich Pape

**Wertorientierte
Unternehmensführung**

4., überarbeitete Auflage

Verlag Wissenschaft & Praxis, Sternenfels 2009

Vorwort zur 4. Auflage

Seit 1996 die erste Auflage dieser Monographie erschienen ist, hat die wertorientierte Unternehmensführung kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Heute gelten wertorientierte Führungskonzepte als *State-of-the-Art* strategischer Unternehmensführung. Dabei richten nicht nur kapitalmarktorientierte Unternehmen ihre Tätigkeit an der Steigerung des Unternehmenswertes aus, sondern auch nicht börsennotierte Unternehmen. Im Fokus dieser Konzepte steht die effiziente Verwendung der unternehmerischen Finanzmittel. In deutlicher Form verweist die seit 2008 akute Finanz- und Wirtschaftskrise auf die starke Bedeutung wertorientierter Führungskonzepte. In dieser Krise wurde vielfach deutlich, welche existenzbedrohenden Folgen die fehlende Beachtung des grundlegenden finanzwirtschaftlichen Zusammenhangs von Risiko und Rendite haben kann.

Wertorientierte Unternehmensziele sind heute in der Theorie zum strategischen Management ebenso fest verankert wie in der Unternehmenspraxis. Oberstes Finanzziel ist der Unternehmenswert, der das durch die Unternehmenstätigkeit generierte Potenzial an finanziellen Mitteln quantifiziert, das zur Verteilung an die verschiedenen am Unternehmen beteiligten Anspruchsgruppen verfügbar ist. Zwischen Bewertungstheorie und –praxis herrscht darüber hinaus Einigkeit über die herausragende Bedeutung der Discounted-Cashflow-Methode als Bewertungsverfahren wertorientierter Führungskonzepte. Damit werden die wesentlichen Schlussfolgerungen der vorliegenden Arbeit bestätigt.

Die ersten drei Auflagen dieser Arbeit waren jeweils in erfreulich (*aus Sicht des Verfassers*) kurzer Zeit vergriffen. Angesichts der mit der weiterhin hohen Popularität wertorientierter Unternehmensführung verbundenen Nachfrage wurde die vorliegende Neuauflage notwendig. Der bewährte Aufbau der Arbeit konnte beibehalten werden. In diesem Zusammenhang hat sich insbesondere das grundlegende Konzept wertorientierter Unternehmensführung bewährt, in das sich neuere betriebswirtschaftliche Entwicklungen einordnen lassen. Im Vergleich zu den Voraufgaben wurden die Abschnitte zur kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung, zum wertorientierten Führungskonzept sowie zu einzelnen Wertsteigerungsstrategien überarbeitet und erweitert. Des Weiteren wurde die einschlägige Literatur aktualisiert bzw. ergänzt.

Ebenso wie die bisherigen Auflagen wendet sich auch die Neuauflage an Studierende und Wissenschaftler mit fachlichen Schwerpunkten im strategi-

schen Management, in Finanzierung und Investition, im Controlling oder in der Unternehmensbewertung. Darüber hinaus ist die Veröffentlichung für Praktiker aus den Bereichen Unternehmensplanung, Controlling oder Finanzen geeignet. Schließlich zählen alle Leser zur Zielgruppe, die ihre Kenntnisse zur stets aktuellen Diskussion über die Bedeutung finanzieller Unternehmensziele für das strategische Management von Unternehmen vertiefen wollen.

Für die Unterstützung bei der Aktualisierung der Literatur bedanke ich mich herzlich bei Herrn Dipl.-Oec. Sven Seehausen. Des Weiteren gilt mein Dank der Gesellschaft der Freunde der Technischen Universität Berlin für die Auszeichnung der Arbeit mit dem BDO-Preis 1996 sowie dem Institut für Unternehmensplanung, Gießen/Berlin, für die Verleihung des Konrad-Mellero-wicz-Preises 1997.

Berlin, im Juli 2009

Ulrich Pape

Vorwort

Die vorliegende Arbeit zur wertorientierten Unternehmensführung wurde vom Fachbereich Wirtschaft und Management der Technischen Universität Berlin als Dissertation angenommen. Die Realisierung dieser Arbeit wäre ohne vielfältige Unterstützung nicht denkbar gewesen. Es ist mir deshalb ein besonderes Anliegen, an dieser Stelle denjenigen herzlich zu danken, die durch ihre wertsteigernden Beiträge das Entstehen dieses Buches unterstützt haben.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Klaus Serfling, für die nachhaltige Betreuung der Arbeit. Ihm verdanke ich unzählige Anregungen zur unmittelbaren Problemstellung der Arbeit ebenso wie zum weiten Feld allgemeiner betriebswirtschaftlicher Fragestellungen.

Ferner danke ich in besonderem Maße Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Dietger Hahn für die Übernahme des Korreferats. Seine offene Diskussionsbereitschaft sowie seine konstruktiven Anregungen waren eine wertvolle Unterstützung bei der Erstellung der Arbeit.

Darüber hinaus bedanke ich mich bei meinen Freunden sowie vielen Kollegen, die durch ihre unermüdliche und vielfach kritische Diskussionsbereitschaft den Wert der Arbeit steigernde Beiträge geleistet haben.

Mein größter Dank richtet sich jedoch an meine Familie, die mich immer wieder daran erinnert hat, dass der Begriff des „Wertes“ weit über die betriebswirtschaftliche Interpretation hinausgeht. Meine Eltern legten den Grundstein für diese Arbeit, indem sie mir Geborgenheit und Unabhängigkeit zugleich gaben. Meine Freundin Manuela begleitete mich mit liebevoller Unterstützung durch die Hoch- und Tiefphasen im Lebenszyklus eines Doktoranden.

Berlin, im Oktober 1996

Ulrich Pape

Inhaltsverzeichnis	Seite
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XIV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung	3
1.3 Vorgehensweise	4
2 Strategisches Management.....	9
2.1 Grundlagen des strategischen Managements.....	9
2.1.1 Rahmenbedingungen	9
2.1.2 Terminologische Abgrenzung	11
2.2 Aufgabenkomplexe des strategischen Managements	16
2.2.1 Unternehmensvision, -kultur und -philosophie.....	16
2.2.2 Unternehmenspolitik	17
2.2.3 Strategische Planung	21
2.2.4 Strategische Steuerung und Kontrolle.....	25
2.2.5 Strategisches Controlling	27
2.3 Wertorientierung des strategischen Managements	28
2.3.1 Zielsystem des strategischen Managements.....	28
2.3.2 Traditionelle Zielgrößen.....	31
2.3.3 Abschließende Beurteilung traditioneller Zielgrößen.....	34
2.3.4 Unternehmenswert als strategische Zielgröße.....	36
2.3.4.1 Wertorientierung als Konsequenz kapitalmarktbezogener Rahmenbedingungen	36
2.3.4.2 Wertorientierung im Zielsystem des Unternehmens	40

3	Traditionelle Unternehmensbewertung	43
3.1	Theoretische Grundlagen	43
3.1.1	Anlässe von Unternehmensbewertungen	43
3.1.2	Objektive versus subjektive Unternehmensbewertung	45
3.1.3	Funktionale Unternehmensbewertung.....	47
3.1.4	Grundsätze entscheidungsorientierter Unternehmensbewertung.....	51
3.2	Traditionelle Bewertungsverfahren	53
3.2.1	Wertbegriffe	53
3.2.2	Substanzorientierte Bewertungsverfahren.....	56
3.2.3	Ertragswertverfahren	58
3.2.3.1	Bewertungsmethodik.....	58
3.2.3.2	Auswahl der Erfolgsgröße.....	61
3.2.3.3	Ableitung des Kalkulationszinssatzes	64
3.2.3.4	Berücksichtigung des Risikos.....	66
3.2.4	Zusammenfassende Beurteilung.....	69
4	Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung	75
4.1	Theoretischer Bezugsrahmen.....	75
4.1.1	Finanzierungstheoretische Grundlagen	75
4.1.2	Investitionstheoretische Grundlagen.....	77
4.1.3	Theorie der optimalen Kapitalstruktur	79
4.1.4	Theorie der optimalen Dividendenpolitik	84
4.1.5	Kapitalmarkttheoretischer Zusammenhang von Risiko und Rendite.....	85
4.1.6	Informationseffizienz organisierter Kapitalmärkte	90
4.1.7	Informationsasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern.....	92
4.2	Discounted-Cashflow-Methode.....	94
4.2.1	Bewertungsmethodik.....	94
4.2.2	Bestimmung der Erfolgsgröße.....	100
4.2.2.1	Differenzierung alternativer Erfolgsgrößen	100
4.2.2.2	Begriff und Ermittlung des Cashflows.....	101
4.2.2.3	Begriff und Ermittlung des freien Cashflows.....	104

4.2.3	Ableitung des Kalkulationszinssatzes	107
4.2.3.1	Ermittlung des gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes	107
4.2.3.2	Berücksichtigung von Steuern.....	109
4.2.3.3	Zirkularitätsproblem der Marktwertermittlung ...	111
4.2.3.4	Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes	112
4.2.3.5	Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes	113
4.2.4	Problematik des Restwertes.....	115
4.3	Kritische Diskussion der Discounted-Cashflow-Methode	118
4.3.1	Prognose der freien Cashflows.....	118
4.3.2	Bestimmung des Kapitalkostensatzes	119
4.3.2.1	Capital Asset Pricing Model.....	119
4.3.2.2	Arbitrage Pricing Theory.....	123
4.3.2.3	Schlussfolgerungen für die Kapitalkostenbestimmung	126
4.3.3	Zusammenfassende Beurteilung.....	127
4.4	Alternative Wertsteigerungskonzepte.....	128
4.4.1	Überblick	128
4.4.2	Shareholder Value Added	129
4.4.3	Economic Profit.....	132
4.4.4	Economic Value Added.....	133
4.4.5	Cashflow Return on Investment.....	136
4.4.6	Zusammenfassende Beurteilung.....	138
5	Wertorientiertes Führungskonzept.....	143
5.1	Theoretischer Bezugsrahmen.....	143
5.1.1	Konkretisierung des strategischen Managements	143
5.1.2	Wettbewerbstheorie versus Finanzierungstheorie.....	145
5.1.3	Wertorientierung versus Anspruchsgruppenorientierung ..	147
5.1.4	Wertorientierte Unternehmenspolitik.....	150
5.2	Aufgabenkomplexe wertorientierter Unternehmensführung	154
5.2.1	Steuerung der Erfolgserwirtschaftung.....	154
5.2.1.1	Entscheidungsorientierte Bewertungsmethodik ...	154
5.2.1.2	Strategische Planung.....	158
5.2.1.3	Strategische Steuerung und Kontrolle	161

5.2.2	Steuerung der Erfolgsverwendung	163
5.2.2.1	Ausschüttung von Erfolgen	163
5.2.2.2	Thesaurierung von Erfolgen	167
5.2.3	Erfolgsbeteiligung von Führungskräften.....	169
5.2.3.1	Rahmenbedingungen der Erfolgsbeteiligung	169
5.2.3.2	Wertorientiertes Vergütungsmodell	171
5.2.4	Investor Relations	176
5.2.4.1	Grundlagen	176
5.2.4.2	Zielgruppen und Handlungsparameter	180
5.2.4.3	Kommunikationsinstrumente und -inhalte	182
5.3	Aufgaben des unternehmenswertorientierten Controlling.....	186
5.3.1	Grundlagen	186
5.3.2	Finanzwirtschaftliche Planungsrechnung.....	189
5.3.2.1	Integrierte Finanz- und Erfolgsplanung	189
5.3.2.2	Kapitalflussrechnungen	192
5.3.2.3	Vollständige Finanzpläne	193
5.3.3	Strategische Vorteilhaftigkeitsbeurteilung.....	198
5.3.3.1	Ermittlung differenzierter Kapitalwerte	198
5.3.3.2	Absolute Vorteilhaftigkeitsbeurteilung	204
5.3.3.3	Relative Vorteilhaftigkeitsbeurteilung	205
5.3.3.4	Finanzwirtschaftliche Risikobeurteilung.....	209
5.4	Zusammenfassende Beurteilung.....	210
6	Planung und Bewertung von Wertsteigerungsstrategien	213
6.1	Grundlagen.....	213
6.2	Realwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien	214
6.2.1	Wertsteigerungspotenziale realwirtschaftlicher Strategien.....	214
6.2.2	Positionierung des Gesamtunternehmens.....	216
6.2.2.1	Überprüfung der unternehmenspolitischen Sachziele	216
6.2.2.2	Steuerung des Portfolios dezentraler Unternehmensbereiche	217
6.2.2.3	Akquisition neuer Unternehmensbereiche	221
6.2.2.4	Verkauf von Unternehmensbereichen	225

6.2.3	Effizienz der gesamtunternehmensbezogenen Prozesse	228
6.2.3.1	Ressourcenallokation.....	228
6.2.3.2	Strategische Allianzen	230
6.2.3.3	Restrukturierungskonzepte	232
6.2.3.4	Konzentration auf Kernkompetenzen.....	234
6.2.4	Effizienz des dezentralen Ressourceneinsatzes.....	236
6.2.4.1	Planung und Evaluation dezentraler Wettbewerbsstrategien.....	236
6.2.4.2	Optimierung des dezentralen Kapitaleinsatzes.....	239
6.3	Finanzwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien	241
6.3.1	Wertsteigerungspotenziale finanzwirtschaftlicher Strategien.....	241
6.3.2	Generierung finanzieller Wettbewerbsvorteile	243
6.3.2.1	Corporate Finance.....	243
6.3.2.2	Corporate Banking.....	245
6.3.2.3	Optimierung der Finanzierungsstruktur	246
6.3.2.4	Nutzung von Finanzinnovationen	248
6.3.3	Finanzwirtschaftliches Risikomanagement.....	250
6.3.3.1	Portfoliopolitik	250
6.3.3.2	Ausschüttungspolitik	251
6.3.3.3	Kapitalstrukturpolitik	254
6.4	Zusammenfassende Beurteilung.....	256
7	Schlussbetrachtung.....	259
	Literaturverzeichnis	263
	Stichwortverzeichnis	309

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Die für den Shareholder-Value-Ansatz grundlegende Veröffentlichung von Rappaport¹ bildet den Ausgangspunkt der betriebswirtschaftlichen Diskussion über wertsteigerungsorientierte Managementansätze². Wertsteigerungsansätze richten die gesamte Unternehmenstätigkeit an der Erhöhung des Unternehmenswertes (Shareholder Value) aus, so dass sie sich primär an den Interessen der Eigentümer bzw. Aktionäre orientieren. Die Aktionärsorientierung wird durch die Vielzahl alternativer Kapitalanlagemöglichkeiten begründet, die den Anteilseignern an den internationalen Kapitalmärkten zur Verfügung stehen. Infolge der intensiven Konkurrenz um Beteiligungskapital unterliegen kapitalmarktorientierte Unternehmen der Notwendigkeit, die Anforderungen der Kapitalgeber durch eine Steigerung des Unternehmenswertes zu erfüllen.

Aus koalitionstheoretischer Sicht wird kritisiert, dass Shareholder-Value-Ansätze infolge der einseitigen Orientierung an den Zielen der Aktionäre die Interessen anderer Unternehmensbeteiligter ignorieren. Insofern haben die Wertsteigerungsansätze eine Kontroverse hinsichtlich der grundlegenden unternehmenspolitischen Zielsetzung ausgelöst. Hierbei konkurrieren die eigentümerorientierten Shareholder-Value-Ansätze mit Stakeholder-Ansätzen, die die Unternehmenspolitik an den Interessen sämtlicher bzw. ausgewählter Anspruchsgruppen des Unternehmens ausrichten.³

Die Diskussion um die Unternehmenswertsteigerung als zentrale unternehmenspolitische Zielsetzung wird durch die Notwendigkeit zur Auswahl eines geeigneten Bewertungsverfahrens verstärkt. Zwischen kapitalmarktorientierten und traditionellen Bewertungsverfahren bestehen sowohl methodische als auch inhaltliche Differenzen und es existieren unterschiedliche Auffassungen über das geeignete Verfahren zur Quantifizierung des realisierbaren Wertstei-

¹ Vgl. Rappaport (1986).

² Siehe bspw. die Monographien von Velthuis (2005), Lorson (2004), Duss (2003), Laux (2003), Nowak (2003), Schaeffer (2002), Wortmann (2001), Hachmeister (2000), Richter (1999), Günther (1997), Hardtmann (1996), Raster (1996), Breid (1994), Bischoff (1994) und Herter (1994) sowie die primär anwendungsorientierten Veröffentlichungen von Langguth (2008), Coenenberg/Salfeld (2007), Stiefl/Westerholt (2007), Koller/Goedhart/Wessels (2005), Velthuis/Wesner (2005), Weber et al. (2004), Rappaport (1999), Brunner (1999), Unzeitig/Köthner (1995), Höfner/Pohl (1994), Lewis (1994) und Stewart (1991).

³ Zur Orientierung an sämtlichen Anspruchsgruppen siehe bspw. Janisch (1992) und Freeman (1984); zur primären Orientierung an den Interessen der Eigenkapitalgeber sowie der Führungskräfte bzw. sämtlicher Mitarbeiter des Unternehmens siehe Hahn/Hungenberg (2001).

gerungspotenzials.⁴ Während die Heterogenität der Bewertungsverfahren in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts die Akzeptanz wertorientierter Managementkonzepte erschwert haben mag, gelten diese Gegensätze heute als weitgehend überwunden.⁵ In den ersten Auflagen dieser Monographie hieß es noch, dass die Wertsteigerungsorientierung nicht explizit in die Philosophie des strategischen Managements einbezogen wird. Heute lässt sich festhalten, dass die Wertorientierung der Unternehmenspolitik integraler Bestandteil von strategischen Managementkonzepten ist.⁶ Auch in der Unternehmenspraxis zeigt sich die herausragende Bedeutung wertorientierter Zielgrößen (siehe Abb. 1).⁷

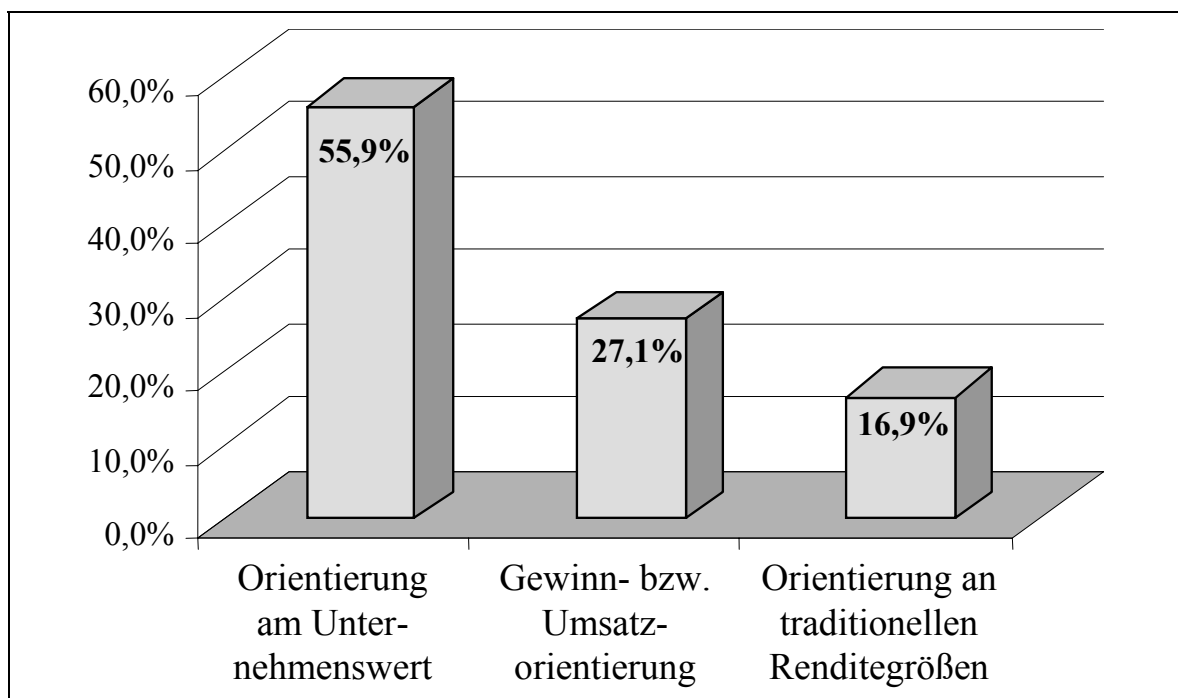


Abb. 1: Primäre finanzielle Zielsetzung der DAX 100-Unternehmen;
Quelle: Pellens/Tomaszewski/Weber (2000), S. 1825.

Die Bedeutung wertorientierter Unternehmensführung zeigt sich nicht zuletzt in Krisenzeiten. Seit Herbst 2008 hat sich die Krise des amerikanischen Immobilienmarktes zu einer weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise ausge-

⁴ Vgl. z. B. Hachmeister (2000); Jonas (1995); Schmidt (1995); Ballwieser (1994); Börsig (1993); Helbling (1993b) und Schmidt (1993a).

⁵ Vgl. *pars pro toto* IdW (2000), S. 826 ff.

⁶ Vgl. z. B. Hungenberg (2008), S. 29 ff.; Welge/Al-Laham (2008), S. 220 ff.; Bamberger/Wrona (2004), S. 100 ff. und Hahn/Hungenberg (2001).

⁷ Vgl. z. B. Langguth (2008), S. 131 ff.; Achleitner/Bassen (2002), S. 611 ff.; Pellens/Tomaszewski/Weber (2000), S. 1825 ff., Pellens/ Rockholtz/Stienemann (1997), S. 1933 ff. sowie Peemöller/Bömelburg/Denkman (1994), S. 741 ff.

weitete.⁸ Eine Ursache dieser Krise liegt darin, dass an den internationalen Kapitalmärkten bis in das Jahr 2007 zu niedrige Risikoprämien verlangt wurden.⁹ Unternehmen können den Wert des ihnen anvertrauten Kapitals nur steigern, wenn sie mindestens ihre risikoadjustierten Kapitalkosten verdienen. Aufgrund der niedrigen Risikoprämien konnten Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit Kapital aufnehmen, für das sie vergleichsweise geringe Finanzierungskosten zu zahlen hatten. Infolge der günstigen Finanzierungsbedingungen erhalten Unternehmen jedoch Fehlanreize hinsichtlich der Kapitalverwendung. In diesem Fall besteht der Anreiz, riskante Investitionen zu tätigen, obwohl die Renditeerwartung in Bezug auf das Investitionsrisiko zu niedrig ist. Angesichts des Missverhältnisses von Risiko und Rendite vermindern diese Investitionen den Wert des Unternehmens oder gefährden sogar die Unternehmensexistenz. Insofern bestätigt die Finanz- und Wirtschaftskrise noch einmal nachdrücklich die Bedeutung der Wertorientierung für die langfristige Existenz- und Erfolgssicherung von Unternehmen.

1.2 Zielsetzung

Vor dem Hintergrund der skizzierten Problemstellung besteht die grundlegende Zielsetzung der vorliegenden Arbeit darin, die Bedeutung des Unternehmenswertes als Ziel- und Steuerungsgröße des strategischen Managements zu untersuchen. Angesichts der veränderten Rahmenbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten wird hierzu als erstes Untersuchungsziel die Notwendigkeit zur Orientierung am Unternehmenswert hergeleitet. Kapitalgeber haben an den internationalen Kapitalmärkten eine Vielzahl alternativer Anlagemöglichkeiten, so dass die Berücksichtigung ihrer monetären Interessen zur *conditio sine qua non* des strategischen Managements wird. Daher soll die Frage beantwortet werden, inwieweit die Anforderungen der Kapitalgeber durch die Integration des Unternehmenswertes in das unternehmenspolitische Zielsystem berücksichtigt werden können.

Angesichts der Differenzen zwischen den verschiedenen Bewertungsverfahren besteht das zweite Untersuchungsziel der Arbeit darin, die zur Ermittlung des Unternehmenswertes geeignete Bewertungsmethodik zu identifizieren. Da der Unternehmenswert als strategische Zielgröße in den Entscheidungsprozess des strategischen Managements integriert werden soll, sind zunächst grundsätzliche Anforderungen an die entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung zu formulieren. Die geeignete Wertermittlungsmethodik wird

⁸ Siehe den Überblick bei Pape/Schlecker (2009), S. 38-45.

⁹ Vgl. Schlecker (2009), S. 2.

anschließend vor dem Hintergrund der entscheidungsorientierten Bewertungsgrundsätze ausgewählt. Indem verfahrenstechnische Ähnlichkeiten zwischen den kapitalmarktbezogenen Wertsteigerungsansätzen und den aus der Unternehmensbewertungslehre bekannten Verfahren aufgezeigt werden, soll schließlich die Akzeptanz wertorientierter Unternehmensführung erhöht werden.

Das dritte Untersuchungsziel der Arbeit liegt in der Entwicklung eines wertorientierten Führungskonzeptes, das durch die Synthese von strategischem Management und entscheidungsorientierter Unternehmensbewertungslehre theoretisch fundiert wird. Dabei zielt das Konzept wertorientierter Unternehmensführung auf die Überwindung der Kontroverse zwischen Shareholder-Value- und Stakeholder-Orientierung, indem sowohl finanzierungstheoretische als auch koalitionstheoretische Erkenntnisse berücksichtigt werden.

Im wertorientierten Führungskonzept wird der Unternehmenswert als monetäre Zielgröße verstanden, die das finanzielle Potenzial abbildet, das grundsätzlich zur Erfüllung der Ansprüche sämtlicher Unternehmensbeteiligter verfügbar ist. Vor diesem Hintergrund liegt die abschließende Zielsetzung der Arbeit darin, Implikationen der wertorientierten Unternehmensführung für die Ableitung von Strategien aufzuzeigen, die den Unternehmenswert im Interesse sämtlicher Unternehmensbeteiligter steigern. Die Wertsteigerungspotenziale des Unternehmens werden innerhalb eines theoretisch fundierten Bezugsrahmens analysiert, der die systematische Planung und Implementierung von Wertsteigerungsstrategien ermöglicht. Damit erweitert das wertorientierte Führungskonzept bisherige Konzepte der strategischen Planung und bietet gleichzeitig Anknüpfungspunkte für die Generierung neuer Wertsteigerungsstrategien.

1.3 Vorgehensweise

Den theoretischen Bezugsrahmen der vorliegenden Untersuchung bildet die entscheidungsorientierte Sicht des strategischen Managements, die die einzelnen Managementfunktionen innerhalb des unternehmerischen Entscheidungsprozesses analysiert. Einführend wird in Kap. 2 das zugrundeliegende Verständnis des strategischen Managements dargelegt (siehe auch Abb. 2). Dem strategischen Management obliegt es, das unternehmenspolitische Zielsystem festzulegen. Nachdem die wesentlichen Funktionen des strategischen Managements erläutert worden sind, erfolgt anschließend die Ableitung und Systematisierung der strategischen Unternehmensziele. Da die Aussagefähigkeit traditioneller Ziel- und Steuerungsgrößen bei der finanziellen Strategie-

beurteilung begrenzt ist, wird der Unternehmenswert als ergänzendes Finanzziel in das Zielsystem des strategischen Managements integriert.

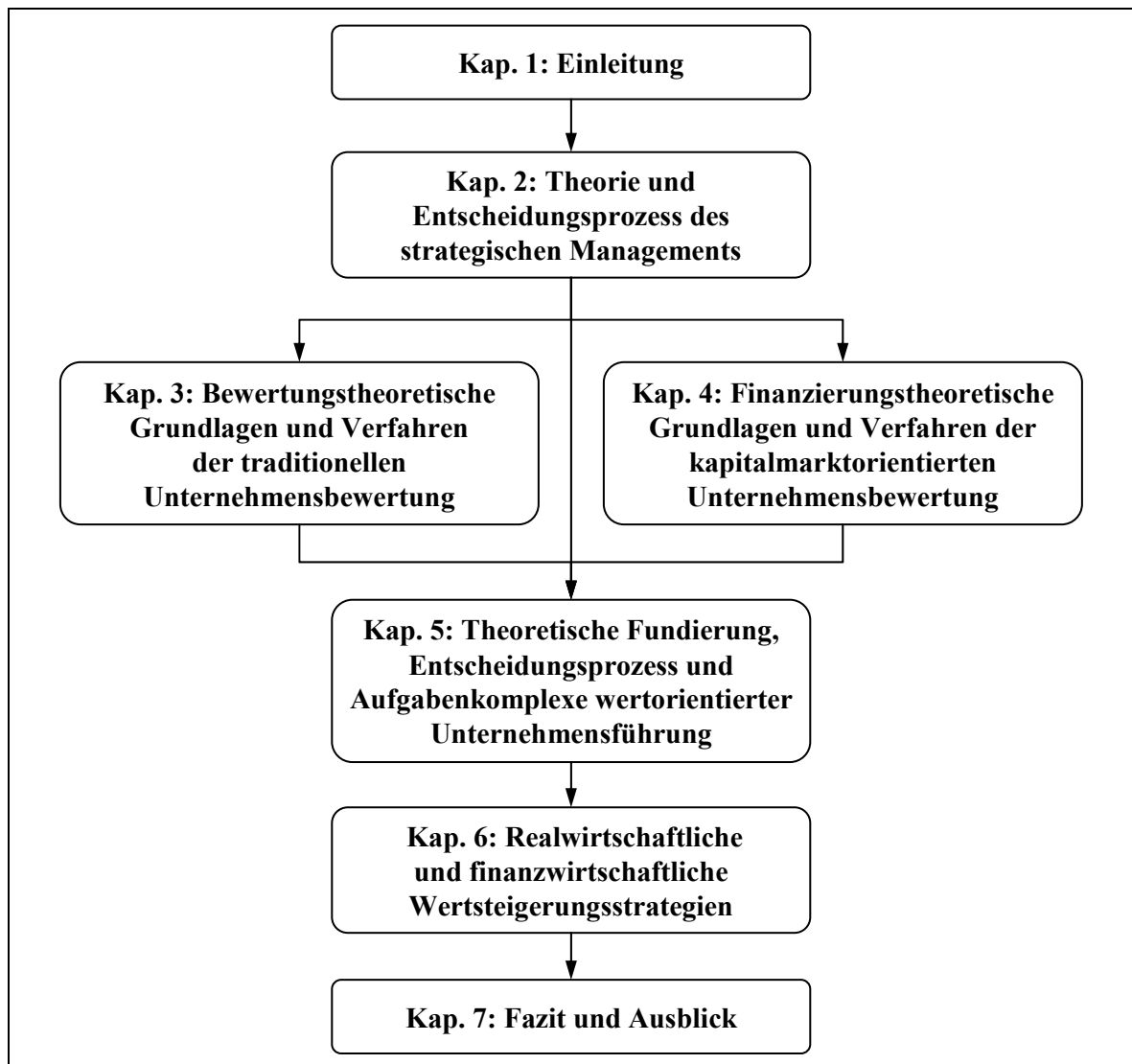


Abb. 2: Aufbau der Arbeit.

Als Voraussetzung für die Integration des Unternehmenswertes in das Zielsystem des strategischen Managements werden in Kap. 3 zunächst die theoretischen Grundlagen der funktionalen Unternehmensbewertungslehre herausgearbeitet. Die bewertungstheoretischen Erkenntnisse bestimmen die grundsätzlichen Anforderungen an die entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung. Vor dem Hintergrund dieser Bewertungsgrundsätze werden die traditionellen Verfahren zur Bestimmung des Unternehmensgesamtwertes erläutert und hinsichtlich ihrer Eignung zur Ermittlung entscheidungsorientierter Unternehmenswerte für das strategische Management diskutiert.

Den traditionellen Bewertungsverfahren wird in Kap. 4 die kapitalmarkt-orientierte Bewertungsmethodik nach der Discounted-Cashflow-Methode gegenübergestellt. Das Kapitel beginnt mit der Erläuterung der für die Bewertungsmethodik relevanten investitions- und kapitalmarkttheoretischen Erkenntnisse. Basierend auf den finanzierungstheoretischen Grundlagen wird anschließend die Ermittlung des Unternehmenswertes nach der Discounted-Cashflow-Methode erörtert. Schwerpunkte sind die Festlegung der Erfolgsgröße sowie die Ableitung des Kalkulationszinssatzes, da diese beiden Bestimmungsfaktoren entscheidend für die Höhe des Unternehmenswertes sind. Als Erfolgsgröße verwendet die Discounted-Cashflow-Methode freie Cashflows, während der unternehmensspezifische Kapitalkostensatz als Kalkulationszinssatz dient. Die Alternativen zur Ermittlung der freien Cashflows sowie des Kapitalkostensatzes werden dargelegt und hinsichtlich ihrer Aussagefähigkeit für die Ermittlung entscheidungsorientierter Unternehmenswerte diskutiert. Den Abschluss des vierten Kapitels bildet die vergleichende Gegenüberstellung alternativer Wertsteigerungskonzepte, die von Unternehmensberatungsgesellschaften auf Basis der theoretischen Bewertungsmethodik entwickelt worden sind.

Auf den Grundlagen der vorhergehenden Kapitel basiert das in Kap. 5 erläuterte wertorientierte Führungskonzept. Einleitend wird der theoretische Bezugsrahmen wertorientierter Unternehmensführung dargelegt, der Erkenntnisse aus der Unternehmensbewertungslehre sowie aus der Finanzierungstheorie in den Entscheidungsprozess des strategischen Managements einbezieht. Des Weiteren integriert der Bezugsrahmen die Implikationen konkurrierender Managementansätze. Anschließend werden die Funktionen wertorientierter Unternehmensführung in entscheidungsprozessorientierter Sichtweise erläutert. Die beiden zentralen Aufgabenkomplexe betreffen die Erwirtschaftung monetärer Unternehmenserfolge sowie die Erfolgsverwendung. Darüber hinaus obliegt dem wertorientierten Führungskonzept die Koordination der unternehmenspolitischen Zielsetzungen mit den Interessen der wesentlichen Träger des Unternehmens. Die Informationsversorgungsfunktion ist Aufgabe des Controllings, das die erforderlichen zahlungs- und risikoorientierten Informationen zur Verfügung stellt. Schwerpunkte des unternehmenswertorientierten Controllings sind die zahlungsorientierte Planung der freien Cashflows im Rahmen der integrierten Finanz- und Erfolgsplanung sowie die Ermittlung von Kapitalwerten zur Vorteilhaftigkeitsbeurteilung von gesamtunternehmensbezogenen und dezentralen Wertsteigerungsstrategien. Infolge der Kapitalmarktorientierung beziehen sich die Aussagen des wertorientierten Führungskonzeptes vor allem auf börsennotierte Aktiengesellschaften.

Grundlegende Schlussfolgerungen der Arbeit sind jedoch auf nicht börsennotierte Unternehmen übertragbar.

Das wertorientierte Führungskonzept bildet den theoretischen Rahmen, innerhalb dessen die systematische Ableitung von Strategien zur Steigerung des Unternehmenswertes erfolgt. Basierend auf der Systematisierung der unternehmerischen Wertsteigerungspotenziale leitet Kap. 6 real- und finanzwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien ab. Differenziert nach ihrer Bezugsebene können realwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien sowohl für das Gesamtunternehmen als auch für dezentrale Unternehmenseinheiten generiert werden. Demgegenüber beziehen sich finanzwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien ausschließlich auf die Gesamtunternehmensebene, da das strategische Finanzmanagement eine originäre Funktion der Unternehmenszentrale ist. Die Realisation der Wertsteigerungsstrategien soll einen positiven Beitrag zur Höhe des Unternehmensgesamtwertes leisten und dadurch die langfristige Existenz- und Erfolgssicherung des Unternehmens gewährleisten.

Kap. 7 fasst die Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit zusammen und zeigt Ansatzpunkte zur theoretischen und praktischen Weiterentwicklung wertorientierter Unternehmensführung auf.