

Ulrich Pape

Wertorientierte Unternehmensführung

4., überarbeitete Auflage

Verlag Wissenschaft & Praxis



Wertorientierte Unternehmensführung

Schriftenreihe Controlling

Herausgeber:

Professor Dr. Klaus Serfling

Band 6

Ulrich Pape

Wertorientierte Unternehmensführung

4., überarbeitete Auflage

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-458-7

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2010
Nußbaumweg 6, D-75447 Sternenfels
Tel. +49 7045 930093 Fax +49 7045 930094
verlagwp@t-online.de www.verlagwp.de

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

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 Vorauflagen 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 strategischen 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	124
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

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Primäre finanzielle Zielsetzung der DAX 100-Unternehmen.....	2
Abb. 2:	Aufbau der Arbeit.....	5
Abb. 3:	Entwicklungstendenzen der unternehmensexternen und -internen Rahmenbedingungen	9
Abb. 4:	Von der finanziellen Planung zum strategischen Management	10
Abb. 5:	Phasen und Gegenstände des strategischen Managements	15
Abb. 6:	Koalitionstheoretische Interpretation eines Unternehmens	20
Abb. 7:	Kanalisierungswirkung von Strategien	22
Abb. 8:	Prinzip der dualen Organisation.....	24
Abb. 9:	Bestandteile der strategischen Kontrolle.....	26
Abb. 10:	Einordnung der strategischen Ziele in das Zielsystem.....	30
Abb. 11:	Einwendungen gegen gewinnorientierte Zielgrößen	32
Abb. 12:	Bilanz- versus Kapitalmarktperspektive	35
Abb. 13:	Anlagegrundsätze des Investmentfonds „Top 50 Europa“	40
Abb. 14:	Anlässe für Unternehmensbewertungen.....	44
Abb. 15:	Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung	49
Abb. 16:	Grundsätze entscheidungsorientierter Unternehmensbewertung....	51
Abb. 17:	Wertbegriffe in der Unternehmensbewertung.....	55
Abb. 18:	Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente	68
Abb. 19:	Ertragswertverfahren in Theorie und Praxis	71
Abb. 20:	Systematisierung der Finanzierungstheorie	76
Abb. 21:	Kapitalkostenverlauf im traditionellen Ansatz bzw. bei Modigliani/ Miller	79
Abb. 22:	Kapitalkostenverlauf mit Bereich effizienter Kapitalstrukturen.....	83
Abb. 23:	Wertpapierlinie (Security Market Line) im CAPM	88
Abb. 24:	Kapitalmarkt- und unternehmensbezogene Risikobetrachtung	89
Abb. 25:	Equity- versus Entity-Ansatz	95

Abb. 26: Varianten der Discounted-Cashflow-Methode.....	96
Abb. 27: Ermittlung des Unternehmenswertes nach der DCF-Methode	99
Abb. 28: Bewertungskonzeptionen und ihre Erfolgsgrößen	100
Abb. 29: Differenzierung des Cashflows	103
Abb. 30: Ermittlung des freien Cashflows	105
Abb. 31: Verwendung des freien Cashflows.....	106
Abb. 32: Ermittlung des gewichteten Gesamtkapitalkostensatzes.....	109
Abb. 33: Alternativen zur Bestimmung des Restwertes	117
Abb. 34: Zusammenhang zwischen EVA und MVA	135
Abb. 35: Gegenüberstellung verschiedener Wertsteigerungskonzepte.....	139
Abb. 36: Bezugsrahmen wertorientierter Unternehmensführung	144
Abb. 37: Wettbewerbstheorie versus Finanzierungstheorie.....	146
Abb. 38: Wertorientierte Unternehmensführung versus Anspruchs- gruppenkonzept	149
Abb. 39: Phasen und Gegenstände wertorientierter Unternehmens- führung	153
Abb. 40: Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Methode	155
Abb. 41: Bewertungsverfahren der DAX 100-Unternehmen.....	157
Abb. 42: Shareholder-Value-Netzwerk	159
Abb. 43: Systematisierung der Wertsteigerungsstrategien	160
Abb. 44: Wertorientierte Steuerung der Erfolgsverwendung	164
Abb. 45: Gewinn- und Verlustpotenzial des wertorientierten Vergütungsmodells.....	174
Abb. 46: Wertorientiertes IR-Konzept	182
Abb. 47: Einordnung des unternehmenswertorientierten Controlling	187
Abb. 48: Integrierte Finanz- und Erfolgsplanung innerhalb der Unter- nehmensgesamtplanung.....	190
Abb. 49: Globalfinanzplan	195
Abb. 50: Direkte zahlungsorientierte Ermittlung des freien Cashflows	196
Abb. 51: Ermittlung differenzierter Kapitalwerte	199

Abb. 52: Spartenspezifische Eigenkapitalkostensätze	200
Abb. 53: Implikationen realwirtschaftlicher Wertsteigerungsstrategien	215
Abb. 54: Werterzeugende und wertmindernde Unternehmensbereiche	219
Abb. 55: Matrix der unternehmenspolitischen und wertbezogenen Positionierung.....	220
Abb. 56: Matrix der relativen Personal- bzw. Kapitalintensität.....	229
Abb. 57: Evaluation von Wertsteigerungsstrategien.....	238
Abb. 58: Implikationen finanzwirtschaftlicher Wertsteigerungsstrategien .	242
Abb. 59: Koordination von Finanzierungsbedarf und -alternativen	244

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
APV	Adjusted Present Value
APT	Arbitrage Pricing Theory
Aufl.	Auflage
Ausg.	Ausgabe
BB	Betriebs-Berater
BBK	Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFROI	Cashflow Return on Investment
CVA	Cash Value Added
d. h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DBW	Die Betriebswirtschaft
DCF	Discounted Cashflow
Diss.	Dissertation
DStR	Deutsches Steuerrecht
dt.	deutsch(e)
DVFA/SG	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management/Schmalenbach-Gesellschaft
DWS.....	Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
et al.	et alii (und andere)
EVA	Economic Value Added
EW	Ertragswert
f.	folgende Seite
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung

FB	Finanz Betrieb
FCF	Freier Cashflow
ff.	folgende Seiten
FTE	Flow to Equity
gem.	gemäß
ggf.	gegebenenfalls
GUW	Gesamtunternehmenswert
HB	Handelsblatt
HFA	Hauptfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V.
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinne
i. w. S.	im weiteren Sinne
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V.
io	io-Management Zeitschrift
IR	Investor Relations
IRR	Internal Rate of Return (Interner Zinsfuß)
JfB	Journal für Betriebswirtschaft
Jg.	Jahrgang
Kap.	Kapitel
KGV	Kurs/Gewinn-Verhältnis
KWR	Kapitalwertrate
M&A	Mergers & Acquisitions
MVA	Market Value Added
NKW	Nettokapitalwert
No.	Number
NOA.....	Net Operating Assets
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
NOPLAT.....	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang

o. V.	ohne Verfasser
RoE	Return on Equity
RoI	Return on Investment
RoIC	Return on Investment Capital
S.	Seite(n)
SG	Schmalenbach-Gesellschaft - Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.
SGE	Strategische Geschäftseinheit
SolZG	Solidaritätszuschlagsgesetz
Sp.	Spalte(n)
SVA	Shareholder Value Added
TCF	Total Cashflow
UB	Unternehmensbereich
UW	Unternehmenswert
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
z. B.	zum Beispiel
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfO	Zeitschrift für Organisation
ZögU	Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen

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 Wertsteigerungspotenzials.⁴ Während die Heterogenität der Bewertungsverfahren in

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).

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

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

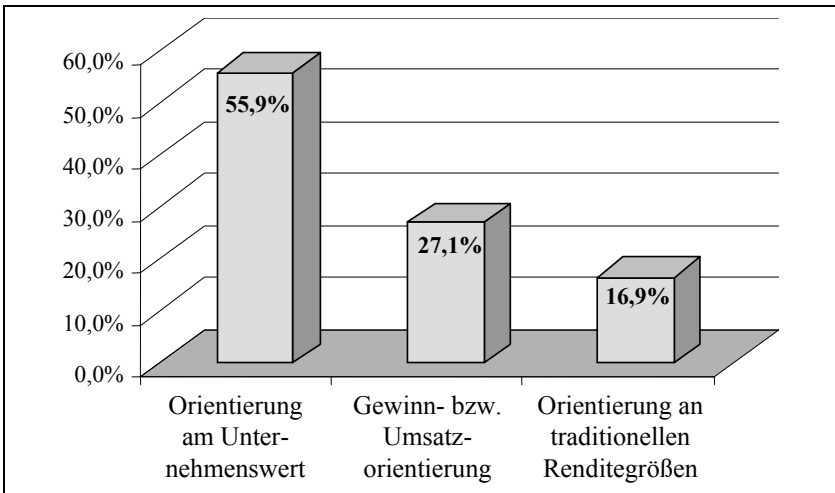


Abb. 1: Primäre finanzielle Zielsetzung der DAX 100-Unternehmen;
Quelle: Pellens/Tomaszewski/Weber (2000), S. 1825.

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 ausgeweitet.⁸ Eine Ursache dieser Krise liegt darin, dass an den internationalen Kapitalmärkten bis in das Jahr 2007 zu niedrige Risikoprämien verlangt wurden.⁹

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.

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

⁹ Vgl. Schlecker (2009), S. 2.

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 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.