

3	Traditionelle Unternehmensbewertung	41
3.1	Theoretische Grundlagen	41
3.1.1	Anlässe von Unternehmensbewertungen	41
3.1.2	Objektive versus subjektive Unternehmensbewertung	43
3.1.3	Funktionale Unternehmensbewertung	44
3.1.4	Grundsätze entscheidungsorientierter Unternehmensbewertung	48
3.2	Traditionelle Bewertungsverfahren	51
3.2.1	Wertbegriffe	51
3.2.2	Substanzorientierte Bewertungsverfahren	54
3.2.3	Ertragswertverfahren	56
3.2.3.1	Grundlagen	56
3.2.3.2	Auswahl der Erfolgsgröße	59
3.2.3.3	Ableitung des Kalkulationszinssatzes	61
3.2.3.4	Erfassung des Risikos	63
3.2.4	Zusammenfassende Beurteilung	67
4	Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung	73
4.1	Theoretischer Bezugsrahmen	73
4.1.1	Finanzierungstheoretische Grundlagen	73
4.1.2	Investitionstheoretische Grundlagen	75
4.1.3	Theorie der optimalen Kapitalstruktur	77
4.1.3.1	Unterschiedliche Positionen zur Relevanz der Kapitalstruktur	77
4.1.3.2	Vergleich der Ansätze zur Kapitalstrukturproblematik	79
4.1.4	Theorie der optimalen Dividendenpolitik	82
4.1.5	Kapitalmarkttheoretische Grundlagen von Rendite und Risiko	83
4.1.5.1	Kapitalmarktbezogenes Risiko im Capital Asset Pricing-Modell	83
4.1.5.2	Interdependenzen zwischen kapitalmarkt- und unternehmensbezogenen Risiken	85
4.1.6	Informationseffizienz organisierter Kapitalmärkte	88
4.1.7	Informationsasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern	90

4.2	Discounted Cash Flow-Methode	92
4.2.1	Grundlagen.....	92
4.2.2	Ableitung der Erfolgsgröße.....	92
4.2.2.1	Differenzierung möglicher Erfolgsgrößen.....	92
4.2.2.2	Begriff und Ermittlung des Cash Flow.....	94
4.2.2.3	Begriff und Ermittlung des freien Cash Flow.....	97
4.2.2.3.1	Vom betrieblichen zum freien Cash Flow.....	97
4.2.2.3.2	Unterschiedliche Abgrenzungen des freien Cash Flow.....	99
4.2.3	Bewertungsmethodik.....	102
4.2.4	Problematik des Kalkulationszinssatzes.....	105
4.2.4.1	Ermittlung der gewichteten Gesamtkapitalkosten.....	105
4.2.4.2	Berücksichtigung von Steuern.....	107
4.2.4.3	Zirkularitätsproblem der Marktwertermittlung.....	108
4.2.4.4	Bestimmung der Fremdkapitalkosten.....	109
4.2.4.5	Bestimmung der Eigenkapitalkosten.....	111
4.2.5	Problematik des Restwertes.....	113
4.3	Kritische Diskussion der Discounted Cash Flow-Methode	115
4.3.1	Prognose der freien Cash Flows.....	115
4.3.2	Bestimmung der Kapitalkosten.....	116
4.3.2.1	Capital Asset Pricing-Modell.....	116
4.3.2.2	Empirische Überprüfungen des Modells.....	118
4.3.2.3	Arbitrage Pricing-Theorie.....	120
4.3.2.4	Zur Relevanz des Capital Asset Pricing-Modells.....	122
4.3.3	Zusammenfassende Beurteilung.....	124
4.4	Alternative Wertsteigerungskonzepte	125
4.4.1	Überblick.....	125
4.4.2	Shareholder Value-Ansatz von Rappaport.....	126
4.4.3	Wertsteigerungsansatz von Copeland/Koller/Murrin.....	127
4.4.4	Economic Value Added-Ansatz von Stewart.....	129
4.4.5	CFROI-Ansatz von Lewis.....	130
4.4.6	Zusammenfassende Beurteilung.....	132

5 Wertorientiertes Führungskonzept.....	137
5.1 Theoretischer Bezugsrahmen	137
5.1.1 Konkretisierung des strategischen Managements.....	137
5.1.2 Wettbewerbstheorie versus Finanzierungstheorie.....	139
5.1.3 Wertorientierung versus Anspruchsgruppenorientierung....	141
5.1.4 Wertorientierte Unternehmenspolitik	144
5.2 Aufgabenkomplexe wertorientierter Unternehmensführung..	148
5.2.1 Steuerung der Erfolgserwirtschaftung.....	148
5.2.1.1 Entscheidungsorientierte Bewertungsmethodik	148
5.2.1.2 Strategische Planung	151
5.2.1.3 Strategische Steuerung und Kontrolle	155
5.2.2 Steuerung der Erfolgsverwendung.....	157
5.2.2.1 Ausschüttung von Erfolgen.....	157
5.2.2.2 Thesaurierung von Erfolgen.....	161
5.2.3 Erfolgsbeteiligung von Führungskräften	163
5.2.3.1 Rahmenbedingungen der Erfolgsbeteiligung	163
5.2.3.2 Wertorientiertes Vergütungsmodell	165
5.2.4 Investor Relations-Politik.....	169
5.2.4.1 Theoretische Grundlagen.....	169
5.2.4.2 Begriffliche Abgrenzung.....	170
5.2.4.3 Zielgruppen und Handlungsparameter.....	173
5.2.4.4 Kommunikationsinstrumente	175
5.2.4.5 Kommunikationsinhalte	177
5.3 Aufgaben des unternehmenswertorientierten Controlling.....	179
5.3.1 Grundlagen	179
5.3.2 Finanz- und Erfolgsrechnung	182
5.3.2.1 Integrierte Finanz- und Erfolgsplanung.....	182
5.3.2.2 Kapitalflußrechnungen.....	185
5.3.2.3 Vollständige Finanzpläne	186
5.3.3 Strategische Vorteilhaftigkeitsbeurteilung	191
5.3.3.1 Ermittlung differenzierter Kapitalwerte.....	191
5.3.3.2 Absolute Vorteilhaftigkeitsbeurteilung.....	197
5.3.3.3 Relative Vorteilhaftigkeitsbeurteilung.....	198
5.3.3.4 Finanzwirtschaftliche Risikobeurteilung	201
5.4 Zusammenfassende Beurteilung.....	203

6	Planung und Bewertung von Wertsteigerungsstrategien	207
6.1	Grundlagen	207
6.2	Realwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien.....	208
6.2.1	Wertsteigerungspotentiale realwirtschaftlicher Strategien..	208
6.2.2	Positionierung des Gesamtunternehmens.....	210
6.2.2.1	Überprüfung der unternehmenspolitischen Sachziele.....	210
6.2.2.2	Steuerung des Portfolios dezentraler Unternehmensbereiche	211
6.2.2.3	Akquisition neuer Unternehmensbereiche	214
6.2.2.4	Desinvestition von Unternehmensbereichen.....	218
6.2.3	Effizienz der gesamtunternehmensbezogenen Prozesse	222
6.2.3.1	Ressourcenallokation an Unternehmensbereiche..	222
6.2.3.2	Bildung strategischer Allianzen	223
6.2.3.3	Restrukturierungskonzepte	226
6.2.3.4	Konzentration auf Kernkompetenzen	228
6.2.4	Effizienz des dezentralen Ressourceneinsatzes	229
6.2.4.1	Planung und Evaluation dezentraler Wettbewerbsstrategien.....	229
6.2.4.2	Optimierung des dezentralen Kapitaleinsatzes	232
6.3	Finanzwirtschaftliche Wertsteigerungsstrategien	234
6.3.1	Wertsteigerungspotentiale finanzwirtschaftlicher Strategien	234
6.3.2	Generierung finanzieller Wettbewerbsvorteile.....	236
6.3.2.1	Corporate Finance	236
6.3.2.2	Corporate Banking	238
6.3.2.3	Optimierung der Finanzierungsstruktur	239
6.3.2.4	Nutzung von Finanzinnovationen.....	241
6.3.3	Finanzwirtschaftliches Risikomanagement	243
6.3.3.1	Kapitalmarktorientierte Portfoliopolitik	243
6.3.3.2	Kapitalmarktorientierte Ausschüttungspolitik	244
6.3.3.3	Kapitalmarktorientierte Kapitalstrukturpolitik.....	247
6.4	Zusammenfassende Beurteilung.....	250
7	Schlußbetrachtung.....	253

Literaturverzeichnis	257
Stichwortverzeichnis.....	299

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Aufbau der Arbeit	4
Abb. 2:	Entwicklungstendenzen der unternehmensexternen und -internen Rahmenbedingungen	7
Abb. 3:	Von der finanziellen Planung zum strategischen Management	8
Abb. 4:	Phasen und Gegenstände des strategischen Managements	12
Abb. 5:	Kanalisierungswirkung von Strategien.....	20
Abb. 6:	Prinzip der dualen Organisation	21
Abb. 7:	Einordnung finanzieller Ziele in das strategische Zielsystem.....	27
Abb. 8:	Einwendungen gegen gewinnorientierte Zielgrößen	29
Abb. 9:	Anlagegrundsätze des Investmentfonds „Top 50 Europa“	37
Abb. 10:	Anlässe für Unternehmensbewertungen.....	41
Abb. 11:	Grundsätze entscheidungsorientierter Unternehmensbewertung	49
Abb. 12:	Wertbegriffe in der Unternehmensbewertung	53
Abb. 13:	Ertragswertermittlung in Theorie und Praxis.....	65
Abb. 14:	Ertragswertverfahren in Theorie und Praxis.....	69
Abb. 15:	Systematisierung der Finanzierungstheorie	74
Abb. 16:	Verlauf der Kapitalkosten im traditionellen Ansatz sowie im Modigliani/Miller-Ansatz.....	77
Abb. 17:	Kapitalkostenverlauf mit Bereich effizienter Kapitalstrukturen	81
Abb. 18:	Kapitalmarktbezogene und unternehmensbezogene Risikobetrachtung	86
Abb. 19:	Bewertungskonzeptionen und ihre Erfolgsgrößen.....	93
Abb. 20:	Systematik der Cash Flow-Begriffe.....	96
Abb. 21:	Grundsätzliche Ermittlung des freien Cash Flow	98
Abb. 22:	Unterschiedliche Abgrenzungen des freien Cash Flow	100
Abb. 23:	Ermittlung des Nettounternehmenswertes durch die DCF- Methode	104
Abb. 24:	Ermittlung der gewichteten Gesamtkapitalkosten	106
Abb. 25:	Alternativen zur Bestimmung des Restwertes.....	114
Abb. 26:	Gegenüberstellung verschiedener Wertsteigerungskonzepte	133

Abb. 27: Bezugsrahmen wertorientierter Unternehmensführung.....	138
Abb. 28: Wettbewerbstheorie versus Finanzierungstheorie	140
Abb. 29: Wertorientierte Unternehmensführung versus Anspruchsgruppenkonzept	143
Abb. 30: Phasen und Gegenstände wertorientierter Unternehmensführung.	147
Abb. 31: Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode	148
Abb. 32: Shareholder Value-Netzwerk	153
Abb. 33: Systematisierung der Wertsteigerungsstrategien	154
Abb. 34: Wertorientierte Steuerung der Erfolgsverwendung	158
Abb. 35: Gewinn- und Verlustpotential des wertorientierten Vergütungsmodells	167
Abb. 36: Wertorientiertes Investor Relations-Konzept	175
Abb. 37: Einordnung des unternehmenswertorientierten Controlling	180
Abb. 38: Integrierte Finanz- und Erfolgsplanung innerhalb der Unternehmensgesamtplanung.....	183
Abb. 39: Langfristiger Globalfinanzplan	188
Abb. 40: Direkte zahlungsorientierte Ermittlung des freien Cash Flow	189
Abb. 41: Ermittlung differenzierter Kapitalwerte	191
Abb. 42: Spartenspezifische Eigenkapitalkosten	193
Abb. 43: Implikationen realwirtschaftlicher Wertsteigerungsstrategien	209
Abb. 44: Werterzeugende und wertmindernde Unternehmensbereiche	212
Abb. 45: Matrix der unternehmenspolitischen und wertbezogenen Positionierung	214
Abb. 46: Matrix der relativen Personal- bzw. Kapitalintensität	223
Abb. 47: Transformation der Strategien in freie Cash Flows	231
Abb. 48: Implikationen finanzwirtschaftlicher Wertsteigerungsstrategien...	235
Abb. 49: Koordination von Finanzierungsbedarf und -alternativen	237