

BAMBERGER BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE BEITRÄGE
ISBN 3-931810-20-8

Nr. 125

Wertorientierte Unternehmensführung

Professor Dr. Wolfgang Becker

Bamberg, im Juni 2000

Copyright © 2000 by Professor Dr. Wolfgang Becker

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Unternehmensführung & Controlling,
Universität Bamberg, Feldkirchenstraße 21, D-96045 Bamberg,
Telefon 0951/863-2507, Telefax 0951/39705,
Email: wolfgang.becker@sowi.uni-bamberg.de
WWW: <http://www.uni-bamberg.de/sowi/ufc>

OTTO-FRIEDRICH-UNIVERSITÄT BAMBERG

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	3
Vorwort.....	4
1 Grundlagen und Bedeutung der wertorientierten Unternehmensführung.....	7
2 Methoden und Führungsgrößen der wertorientierten Unternehmensführung.....	10
2.1 Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswertes	10
2.1.1 Ertragswertverfahren	10
2.1.2 Discounted Cash Flow-Methode.....	13
2.2 Führungsgrößen zur wertorientierten Lenkung von Unternehmen.....	16
2.2.1 Cash Flow-orientierte Führungsgrößen	16
2.2.2 Übergewinnorientierte Führungsgrößen	19
2.2.3 Aktionärsorientierte Führungsgrößen	23
3 Aspekte der Implementierung.....	25
3.1 Gestaltungsaspekte einer wertorientierten Führung	25
3.2 Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit Hilfe von Werttreibermodellen	26
3.2.1 Überblick über Werttreibermodelle	26
3.2.2 Bewertung der vorgestellten Modelle.....	32
3.3 Wertorientierte Anreizgestaltung in börsennotierten Aktiengesellschaften	35
3.3.1 Modelle wertorientierter Anreizgestaltung.....	35
3.3.2 Implementierungsprobleme wertorientierter Anreizsysteme	36
4 Wertorientierte Unternehmensführung in nichtbörsennotierten Unternehmen	39
4.1 Wertorientierte Unternehmensführung in mittelständischen Unternehmen.....	39
4.2 Wertorientierte Unternehmensführung in öffentlichen Unternehmen	43
5 Fazit.....	46
6 Literatur.....	47

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ertragswertermittlung in Theorie und Praxis.....	12
Abbildung 2: Gegenüberstellung wertorientierter Führungsgrößen	24
Abbildung 3: Elemente des Führungssystems in der Unternehmenshierarchie	26
Abbildung 4: Das Shareholder Value-Netzwerk	28
Abbildung 5: Aufspaltung des Wertfaktors Kapitalrendite in einem Wert- faktorenbaum	30
Abbildung 6: Operative Werttreiber-Hierarchie (Beispiel)	32
Abbildung 7: Fokussierte operative Werttreiber-Matrix.....	34

Vorwort

Als Zielsetzung unternehmerischen Handelns kommt der Schaffung ökonomischer Werte oberste Priorität zu. Darüber besteht in der betriebswirtschaftlichen Literatur weitgehende Einigkeit. Unternehmen müssen im Wege einer wertorientierten Unternehmensführung in die Lage versetzt werden, aktiv und zielgerichtet auf die Schaffung, Erhaltung und Entwicklung von Werten hinzuwirken.

Jedoch zeigt der Versuch einer Konkretisierung der genannten Zielsetzung ein Spektrum zahlreicher Sichtweisen darüber auf, was im Einzelnen unter einer wertorientierten Unternehmensführung zu verstehen ist. Die häufig mit wertorientierter Unternehmensführung verbundene Auffassung, unternehmerisches Handeln müsse sich allein an der Steigerung des Unternehmenswertes aus Sicht der Anteilseigner des Unternehmens orientieren (Shareholder Value), wird an dieser Stelle als eher enge Perspektive interpretiert.

Die wertorientierte Unternehmensführung sollte aus einer weiteren, die Instrumentalfunktion von Unternehmen¹ explizit berücksichtigenden Perspektive betrachtet werden. So sind neben den Anteilseignern zahlreiche weitere Interessenträger, insbesondere Fremdkapitalgeber, Lieferanten, Manager, Mitarbeiter, Kunden, Konkurrenten sowie vielfältige Regulatoren einzubeziehen, die Unternehmen als Instrumente wirtschaftlichen Handelns nutzen.² Ihre unterschiedlichen Interessenlagen lassen sich unter Bedürfnisbefriedigungs-, Eigen- und Fremdbedarfsdeckungs- sowie Entgelterzielungsinteressen als besonders bedeutsame und letztlich kaum in einer Rangfolge abbildbare Zwecke unternehmerischen Handelns einordnen.

Die Verfolgung dieser Zwecke setzt gezielte Aktivitäten durch die Unternehmensführung voraus. Nur im Schaffen von "Mehrwert, den ein Betrieb aufgrund seiner betrieblichen Leistungserstellung den Vorleistungswerten hinzufügt"³ (Wertschöpfung) können die an das Unternehmen herangetragenen Zwecksetzungen erfüllt werden. Deutlich zeigt sich an dieser Stelle, daß die Steigerung des Unternehmenswertes aus Sicht der Anteilseigner nur einen, wenn auch besonders bedeutsamen Ausschnitt des Interessenbündels unterschiedlicher Interessenträger abbildet. Unternehmen dienen also als Instrument zahlreicher Interessenträger dem Zweck der Wertschöpfung.

In diesem Zusammenhang ist auf das Controlling als Wertschöpfungspromotor hinzuweisen. Controlling hat durch den initialisierenden Anstoß der Erfolgspotentiale

¹ Vgl. Becker, W. (1996), S. 24, sowie die dort zitierten Literaturquellen.

² Vgl. Becker, W. (1995), S. 11.

³ Vgl. Becker, W. (1999), S. 6.

zunächst zu bewirken, daß wertschöpfende Aktivitäten stattfinden. Durch die anschließend einsetzende und ebenfalls zweckorientierte Ausrichtung des gesamten unternehmerischen Führungs- und Ausführungshandelns hat das Controlling darüber hinaus vor allem die dauerhafte Geschlossenheit des Kreislaufprozesses aus Erfolgsrealisierung, Liquiditätssicherung und Erfolgspotentialerneuerung zu gewährleisten (Lokomotionsfunktion).⁴

Die Umsetzung der wert(schöpfungs)orientierten Unternehmensführung hängt von unternehmensspezifisch festzulegenden betrieblichen Zielsetzungen ab. Die Operationalisierung der Wertschöpfung, ihre Abbildung in meßbaren Zielvorgaben, Kenngrößen und Maßnahmen erfordert die Zugrundelegung einer Detailsicht, in der insbesondere eine Abgrenzung von finanz- und erfolgswirtschaftlicher Sphäre sowie der jeweils heranzuziehenden Führungsgrößen zu erfolgen hat. Denkbar sind weitere Konkretisierungen hinsichtlich der Nutzung von Führungsinformationen des internen oder externen Rechnungswesens.

Diese und weitere wichtige Fragestellungen zur Konzeption und praktischen Umsetzung der wertorientierten Unternehmensführung wurden im Rahmen eines Hauptseminars des Lehrstuhls für Unternehmensführung und Controlling behandelt. Die Ergebnisse des Seminars werden im folgenden unter Herausstellung bedeutsamer Diskussionspunkte zusammengefaßt dargestellt.

Das einleitende Kapitel dient dem Verständnis wesentlicher Grundlagen und Entstehungsursachen der wertorientierten Unternehmensführung. Anschließend beschäftigt sich das zweite Kapitel mit Instrumenten und Führungsgrößen im Rahmen einer Wertsteigerungskonzeption. Es werden Fragen der Methodik zur Bestimmung des Unternehmenswertes und zum Vergleich von Cash Flow- und übergewinnorientierten Führungsgrößen diskutiert. Die weiteren Ausführungen widmen sich im Rahmen von Wertgeneratorenmodellen den Möglichkeiten einer Unternehmenswertsteigerung durch die Analyse bedeutsamer Einflußfaktoren auf die Höhe des Unternehmenswertes. Der Orientierung am Unternehmenswert und dessen Steigerung kommt eine bedeutsame verhaltenssteuernde Wirkung zu. Die Delegation der Geschäftsführungsbefugnis von den Anteilseignern an ein professionelles Management führt zu potentiellen Verhaltensproblemen einer Prinzipal-Agenten-Beziehung. Um das Handeln des Managements im Sinne der Anteilseignern sicherzustellen, werden abschließend Gestaltungsempfehlungen für geeignete Anreizsysteme abgeleitet.

Das dritte Kapitel behandelt die Thematik der Übertragbarkeit der wertorientierten Unternehmensführung auf nichtbörsennotierte Unternehmen. Für diese Unternehmen

⁴ Vgl. Becker, W. (1999), S. 7.

ergeben sich vor allem Probleme im Zuge der praktischen Umsetzung des Shareholder Value Konzeptes. Zur Ermittlung der Kapitalkosten sind Informationen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen heranzuziehen. Außerdem werden Fragen nach dem Nutzen einer wertorientierten Unternehmensführung für mittelständische Unternehmen und öffentliche Betriebe aufgeworfen sowie denkbare Alternativen diskutiert, die solchen Unternehmen Möglichkeiten für eine auf die Steigerung des Unternehmenswertes abzielende Unternehmensführung bieten.

Der vorliegende Beitrag entstand in Zusammenarbeit mit den wissenschaftlichen Mitarbeitern meines Lehrstuhls:

Dipl.-Kfm. Rainer Fuchs,
Dipl.-Kfm. Christian Kunz,
Dipl.-Kffr. Sibylle Seedorf und
Dipl.-Kffr. Petra Stephan,

denen ich für die Betreuung und Zusammenstellung der Seminararbeiten danken möchte. Darüber hinaus gilt mein Dank den Studierenden

Benjamin Gehrke,
Jochen Haas,
Felix Haug,
Stefanie Hatz,
Günther Hollfelder,
Christoph Lein,
Klaus Ulrich Theinl,
Christian Weiß und
Kathrin Volz

für die Erstellung der Seminararbeiten und ihre engagierte Mitwirkung im Seminar.

Bamberg, im Juni 2000

Prof. Dr. Wolfgang Becker

1 Grundlagen und Bedeutung der wertorientierten Unternehmensführung

Hinsichtlich der von einer Unternehmung verfolgten Zielsetzung lassen sich prinzipiell zwei Ansätze unterscheiden, die idealtypisch als „Shareholder-„ und als „Stakeholder Approach“ beschrieben werden.⁵ In Publikationen der Vertreter des Shareholder Values wird die Maximierung des Aktionärsnutzens als oberstes Unternehmungsziel angenommen.⁶ Dagegen gehen andere Autoren von einer pluralistisch-gesellschaftlichen Zielausrichtung aus, die neben ökonomischen Zielen gleichberechtigt auch Flexibilitäts- und Zufriedenheitsziele umfaßt.⁷

Wertsteigerung als Unternehmungsziel unterliegt einer kontroversen Diskussion. Grund hierfür ist zum einen die fehlende bzw. mißverständliche Trennung der Begriffe „Zweck“ und „Ziel“, zum zweiten die Ideologisierung von Zielen, die eigentlich Zwecke darstellen und zum dritten das mangelnde Verständnis der Zusammenhänge zwischen Zielen und Zwecken.⁸

Die Differenzierung zwischen Zweck- und Zielsetzung ist die Konsequenz eines systemtheoretischen Unternehmensverständnisses: „Die Unternehmung übt, in größerem Zusammenhang gesehen, Funktionen in ihrer Umwelt aus; sie hat, von dort her gesehen, einen Zweck oder mehrere Zwecke. Sie ist aber gleichzeitig ein relativ autonomes Gebilde, d.h. verfügt über einige Handlungsfreiheit, und diese kann sich auch auf die Setzung von Zielen beziehen.“⁹

Unternehmen als Institutionen wirtschaftenden Handelns sind auch als Instrumente zu verstehen, die von speziellen Interessenträgern (Kunden, Lieferanten, Kapitalgeber, Mitarbeiter, Manager, staatliche Organisationen) genutzt werden, um deren Interessen zu realisieren (Instrumentalthese).¹⁰ Diese Ansprüche begründen in ihrer Gesamtheit die von der Unternehmung zu erfüllenden Zwecke.¹¹

Die aus der Vielzahl von Zwecken resultierende Komplexität wird durch ein Zielsys-

⁵ Vgl. Bleicher, K. (1991), S. 97ff.

⁶ Vgl. Fruhan, W.E. (1979), S. 1ff; Rappaport, A. (1999), S. 1ff.; Knorren, N. (1998) sowie die dort verzeichnete Literatur.

⁷ Vgl. Bleicher, K. (1991), S. 96; Janisch, M. (1993); Hahn, D.(1996), S. 11ff. sowie die dort verzeichnete Literatur.

⁸ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 12.

⁹ Vgl. Ulrich, H. (1968), S. 161.

¹⁰ Die Ansprüche lassen sich im wesentlichen der Bedarfsdeckung, Bedürfnisbefriedigung oder der Entgelterzielung zuordnen, vgl. Becker, W. (1995), S. 15.

¹¹ Vgl. Becker, W. (1995), S. 83.

tem auf ein verarbeitbares Maß reduziert.¹² Im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung gilt die Steigerung des Unternehmenswertes als eines der obersten Unternehmensziele.

Eine weitere bedeutsame Differenzierung ist zwischen der Wertschaffung und der Wertverteilung vorzunehmen. Der Wertschaffung kommt insofern eine größere Bedeutung zu, als sie zunächst logisch der Verteilung vorgelagert ist und bei der Entscheidung, wie Wert generiert werden soll, der Verteilungsvorgang noch nicht relevant ist.¹³ Der Wert einer Unternehmung, als ökonomische Wertgröße, in Unterscheidung zu ethischen Werten, stellt ein Maßstab für die erzielte Wertschaffung dar.¹⁴ Als formale Zielgröße bildet der Unternehmungswert die monetär bewertbaren Konsequenzen des unternehmerischen Handelns ab. Die Erfüllung der Zwecksetzungen unternehmerischen Handelns erfolgt wesentlich über Transaktions- und Tauschbeziehungen zwischen Markt und Unternehmen im Wege der Übertragung von Gütern und Leistungen.¹⁵ Das Funktionieren dieser Transaktions- und Tauschvorgänge setzt eine Vergleich- und damit die monetäre Bewertbarkeit der Güter und Leistungen voraus. Individuelle Nutzengrößen eignen sich deshalb nur eingeschränkt als Vergleichsgröße. Dies bedeutet nicht, daß alle Vorgänge, die im Unternehmen zur Wertschaffung beitragen, in monetären Größen gemessen werden können und sollen und nicht ökonomisch bewertbare Zusammenhänge grundsätzlich auszuklammern sind.¹⁶ Wirtschaftendes Handeln in einer Unternehmung als soziales System erfolgt durch Menschen, deren persönliche Ziele im Zielsystem der Unternehmung zu berücksichtigen sind. Die Formal- und Sachziele des Unternehmens sind deshalb eng mit Sozialzielen verwoben.¹⁷

Die Art und Weise der Bestimmung des Unternehmungswertes hängt von der Zwecksetzung der Bewertung ab.¹⁸ So können je nach Anlaß der Bewertung Buch-, Wiederbeschaffungs-, Liquidations-, Fortführungs- oder Marktwerte bzw. ein Mittelwert aus diesen herangezogen werden.¹⁹

¹² Vgl. Zettel, W. (1994), S. 21.

¹³ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 19; zur Entstehung und Verteilung der betrieblichen Wertschöpfung siehe auch Becker, W. (1998), S. 3-08ff.

¹⁴ Insbesondere im Rahmen der Wertschöpfungsorientierten Controllingkonzeption stellt die Wertschöpfung das Ergebnis der Wertschaffung dar. Die Wertschöpfung ist der Mehrwert, der aufgrund betrieblicher Leistungserstellung den Vorleistungswerten hinzugefügt wird. Vgl. dazu auch Becker, W. (1998), S. 3-07.

¹⁵ Vgl. Becker, W. (1995), S. 73ff.

¹⁶ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 19.

¹⁷ Vgl. Becker, (1999), S. 62; S. 232f.; Wild, J. (1982), S. 52.

¹⁸ Vgl. Fischer, H. (1992), S. 126.

¹⁹ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 34; Fischer, H. (1992), S. 170ff.

Als Basis für die Berechnung des Unternehmenswertes wird häufig auf Gewinngrößen zurückgegriffen, die jedoch folgende vier wichtige wertdeterminierte Zusammenhänge nicht berücksichtigen. Dazu gehört die Vernachlässigung des Zeitwertes des Geldes, des Risikos, des Investitionsbedarfs, der die tatsächlich zur Verfügung stehenden Mittel reduziert und der Einflüsse von Dividendenpolitik und Finanzierung.²⁰

Alternativ werden im englischen Sprachraum verbreitet Zahlungsgrößen zur Berechnung des Unternehmenswertes empfohlen. Damit wird dem Informationsbedürfnis des Investors entsprochen, dem es letztlich auf die Rückzahlungserwartungen ankommt.²¹ Mit der Discounted Cash Flow-Methode steht ein Verfahren zur Verfügung, daß der Komplexität der Anforderungen an die Ermittlung eines zukunftsbezogenen Unternehmenswertes Rechnung trägt.²²

Für größere börsennotierte Unternehmen liegt es nahe, den Marktwert der Unternehmung in Form der Börsenkapitalisierung als Bewertungsansatz heranzuziehen. Die Steigerung des Markt- und Börsenwertes ist das zentrale Anliegen und der Untersuchungsschwerpunkt des Shareholder Value-Ansatzes. Die verschiedenen Ausprägungen des Ansatzes reichen von Unternehmensbewertungen aus Anlaß von Akquisitionsvorhaben über Techniken rein finanzieller sowie rechtlicher und organisatorischer Restrukturierung bis hin zur Verknüpfung neuerer Elemente der Finanzmarkttheorie mit Praktiken des strategischen Managements.²³

²⁰ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 10ff.; Knorren, N./Weber, J. (1997), S. 5f.

²¹ Vgl. Knorren, N./Weber, J. (1997), S. 5f.; Bühner, R. (1994), S. 11.

²² Vgl. zur DCF-Methode u.a. Börsig, C. (1993); Helbling, C. (1990); Jonas, M. (1995).

²³ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 44; Breid, V. (1994), S. 17.

2 Methoden und Führungsgrößen der wertorientierten Unternehmensführung

Innerhalb der Konzepte zur wertorientierten Unternehmensführung nimmt die Wahl der Methodik zur Ermittlung des Unternehmenswertes eine zentrale Position ein. Im folgenden werden daher zunächst die zu den traditionellen Verfahren der Unternehmensbewertung zählende Ertragswertmethode, die bis zu Beginn der 90er Jahre im deutschsprachigen Raum in Theorie und Praxis vorherrschte, und die im angelsächsischen Raum dominierende, kapitalmarktorientierte Discounted Cash Flow-Methode erläutert. Anschließend zeigt ein Überblick über bedeutsame Führungsgrößen der wertorientierten Unternehmensführung Möglichkeiten auf, wie in der unternehmerischen Praxis die Zielsetzung der nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes fortlaufend verfolgt werden kann.

2.1 Methoden zur Bestimmung des Unternehmenswertes

Die verschiedenen Methoden zur Bestimmung des Unternehmenwertes lassen sich zunächst grundlegend systematisieren in Equity- und Entity-Ansätze der Unternehmensbewertung. Im Equity-Ansatz wird der Wert des Eigenkapitals direkt berechnet, indem die Ertragsüberschüsse beziehungsweise die den Eigentümern zur Verfügung stehenden Free Cash Flows (FCF) abdiskontiert werden. Dieser Methode entsprechen die Ertragswertmethode und das Flow to Equity-Verfahren. Im Entity-Ansatz erfolgt die Bestimmung des Unternehmenswertes indirekt durch die Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert. Diesem Vorgehen werden das Weighted Average Cost of Capital (WACC)-, das Adjusted Present Value (APV)- und das Total Cash Flow (TCF)-Verfahren zugerechnet.²⁴

2.1.1 Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren basiert auf der Analyse und Gegenüberstellung der nachhaltig erzielbaren Überschüsse der (modifizierten) Erträge über die damit in Verbindung stehenden Aufwendungen. Die Grundformel für die Berechnung des Ertragswertes lautet:

$$EK = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+i)^t}$$

wobei EK den Wert des Eigenkapitals, d.h. den Unternehmenswert, E_t den erwartete

²⁴ Vgl. zu Equity- und Entity-Ansatz im Detail u.a. Ballwieser, W. (1995), S. 121; Volkart, R. (1997), S. 106; Hachmeister, D. (1996a), S. 254; Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1998), S. 99f.

ten Erfolg der Periode t und i den Periodenzins darstellen.

a) Bestimmung der zu kapitalisierenden Überschüsse

Da im traditionellen Rechnungswesen periodisierte buchhalterische Erfolgsgrößen ermittelt werden, verwendet man in der Ertragswertmethode in der Regel modifizierte Gewinngrößen als Näherungslösung. Die notwendige Überführung in eine zahlungsstromorientierte Rechnung erfolgt vor allem durch eine Berücksichtigung der Abschreibungen und Nettozuführungen zu den Rückstellungen in einer Finanzbedarfsrechnung.²⁵ Weil bedingt durch die Zugrundelegung von Gewinngrößen das Risiko einer Doppelberücksichtigung von Gewinnen entsteht, indem sowohl thesaurierte Gewinne als auch die auf selbige zukünftig entfallenden Gewinnanteile als Unternehmenserfolg berücksichtigt werden, wird die Prämisse einer Vollausschüttung der erzielten Gewinne unterstellt.²⁶

Aus theoretischer Sicht sollten die künftigen Gewinne nach dem Prinzip der Zukunftsbezogenheit aus der langfristigen Unternehmensplanung abgeleitet werden. Dadurch kann die Unsicherheit mittels mehrwertiger Planungswerte, die auf verschiedenen Szenarien beruhen, zweckmäßig abgebildet werden. In der Unternehmenspraxis geht man hingegen im allgemeinen aus Vereinfachungsgründen von den Vergangenheitswerten aus, wobei betriebsfremde, außerordentliche und periodenfremde Werte eliminiert werden.

b) Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Im Rahmen des Ertragswertverfahrens werden die aus einem Unternehmen nachhaltig zu erzielenden Überschüsse denen einer alternativen Investition gegenübergestellt. Hierbei wird aus sämtlichen Handlungsalternativen des Investors die optimale Anlageform selektiert und als Referenzmaßstab angewandt.²⁷ In der Regel reduziert man die Komplexität des Auswahlvorganges durch die Eingrenzung der Handlungsalternativen und die Ignoranz von Interdependenzen zwischen Investitions- und Finanzierungsentscheidungen. Die Bewertungspraxis legt als Alternativinvestition oftmals eine Finanzanlage in risikolose öffentliche Anleihen zugrunde.²⁸ In diesem Fall fungiert der landesübliche Zinssatz dieser Papiere als Basiszinssatz.²⁹ Da eine Investition in ein Unternehmen ein höheres Risiko umfaßt als eine Kapitalanlage in risiko-

²⁵ Vgl. Jonas, M. (1995), S. 86f. Der Finanzbedarf ist definiert als die Summe der für die Durchführung der verschiedenen unternehmerischen Teilpläne erforderlichen finanziellen Mittel einer Periode.

²⁶ Vgl. Löhr, D. (1992), S. 525f.

²⁷ Vgl. Moxter, A. (1983), S. 122-129.

²⁸ Vgl. IdW (1983), S. 472; Moxter, A. (1983), S. 146.

²⁹ Vgl. IdW (1992), S. 94.

lose öffentliche Anleihen, entsteht eine Situation der Risikoäquivalanz der betrachteten Alternativen, deren in Bewertungstheorie und -praxis unterschiedliche Berücksichtigung in nachfolgender Abbildung dargestellt ist.

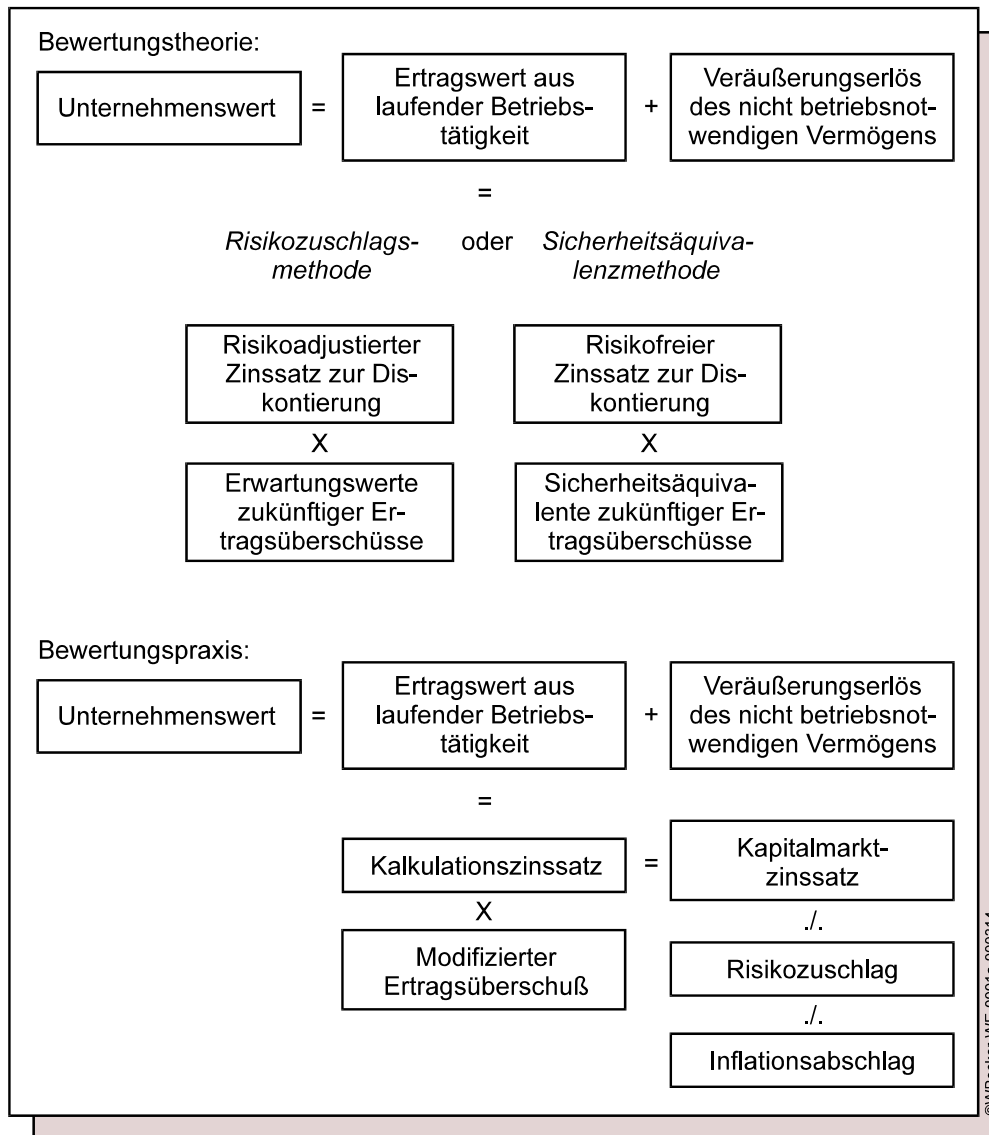


Abbildung 1: Ertragswertermittlung in Theorie und Praxis³⁰

Gemäß dem Risikozuschlagsverfahren der Bewertungstheorie werden die nicht risikoadjustierten Erwartungswerte der zukünftigen Erfolge mit dem erwarteten internen Zinssatz einer risikoadäquaten Alternativenanlage abgezinst. Die Korrektur des Zinsfußes berücksichtigt dabei das allgemeine Unternehmerrisiko, während spezielle Chancen und Risiken, die aus der konkreten Unternehmenstätigkeit resultieren, bei

³⁰ In Anlehnung an Pape, U. (1997), S. 69.

der Planung der zukünftigen Gewinne einbezogen werden.³¹ Die Bestimmung der Risikoprämie stellt sich jedoch theoretisch und vor allem praktisch problematisch dar, da hierfür prinzipiell die subjektiven Risikoerwartungen des individuellen Investors relevant sind, so daß kaum allgemeingültige Aussagen getroffen werden können.

Wegen dieser Schwierigkeiten zieht die Bewertungstheorie den Gebrauch von Sicherheitsäquivalenten vor³², die mit dem risikofreien Zinssatz diskontiert werden. Das Sicherheitsäquivalent entspricht dem Betrag, der aufgrund der individuellen Risikonutzenfunktion des Investors in einem indifferenten Verhalten dessen gegenüber der unsicheren Verteilung der Zukunftsgewinne einerseits und dem gegebenen Sicherheitsäquivalent andererseits resultiert.³³ Die Schätzung der benötigten Wahrscheinlichkeitsverteilung der Gewinne und die Quantifizierung des Sicherheitsäquivalents bereiten jedoch ebenfalls Probleme in der praktischen Umsetzung.

c) Berechnung des Barwertes der nachhaltig ausschüttbaren Ergebnisse

Da ein Fortbestand des Unternehmens und damit eine unendliche Lebensdauer des Bewertungsobjektes unterstellt wird, ist es unmöglich, detaillierte Planungen für den ganzen Betrachtungszeitraum vorzunehmen. Das Phasenmodell des IdW teilt den Prognosezeitraum in drei Phasen ein³⁴, wie in nachstehender Formel gezeigt wird.

$$EK = \sum_{t=1}^m \frac{E_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E}{i \cdot (1+i)^{m+n}}$$

Die erste Phase (m), in der relative Prognosesicherheit herrscht, wird in der Regel auf 3 Jahre festgelegt. Für diese werden periodenspezifische Detailplanungen aufgestellt und entsprechende Ertragsüberschüsse abgeleitet. In der fünf Jahre umfassenden Phase zwei (n) wird der Erfolgstrend des ersten Abschnitts extrapoliert. Für die letzte Zeitspanne verwendet das Modell konstante Durchschnittsgewinne als eher grobe Schätzwerte.

2.1.2 Discounted Cash Flow-Methode

Die DCF-Methode bestimmt den Unternehmenswert auf Basis der durch das Unternehmen in der Zukunft generierten und den Kapitalgebern zur Verfügung stehenden Cash Flows. Allen DCF-Verfahren liegen als gemeinsame Prämissen die Aussagen des Modigliani/Miller-Theorems zugrunde. Die Annahmen, auf denen dieses Theo-

³¹ Vgl. IdW (1983), S. 472.

³² Vgl. Siegel, T. (1992), S. 26.

³³ Vgl. Moxter, A. (1983), S. 146.

³⁴ Vgl. IdW (1983), S. 471.

rem beruht, sind wegen mangelnden Realitätsbezugs jedoch stark umstritten.³⁵

a) Bestimmung der zu kapitalisierenden Überschüsse

Im Falle der Unternehmensbewertung müssen die Cash Flows verwendet werden, die zur Befriedigung der Ansprüche der Kapitalgeber nach der Sicherung des zukünftigen Unternehmenswachstums genutzt werden können.³⁶ Diese werden als Free Cash Flows bezeichnet und können wie in folgender Übersicht gezeigt, direkt oder indirekt ermittelt werden:³⁷

Direkte Cash Flow-Berechnung	Indirekte Cash Flow-Berechnung
Betriebliche Einzahlungen aus laufender Unternehmenstätigkeit	Bilanzieller Jahresüberschuß + Abschreibungen (-Zuschreibungen)
– Betriebliche Auszahlungen aus laufender Unternehmenstätigkeit	+ Nettozuführungen zu langfristigen Rückstellungen
= Betrieblicher bzw. Operating Cash Flow (vor Zinsen und Steuern)	
– (fiktive) Ertragssteuerzahlungen	
= Betrieblicher bzw. Operating Cash Flow (vor Zinsen und nach Steuern)	
– Ersatz-, Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen	
– Erhöhung des Working Capitals	
= Free Cash Flow (aus laufender Unternehmenstätigkeit)	

b) Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Die DCF-Methode stellt nicht, wie das Ertragswertverfahren, auf die Kapitalerträge einer Alternativinvestition, sondern auf die von der Investition zu tragenden Kapitalkosten ab. Die Höhe der Kapitalkosten ist von den Finanzierungsquellen abhängig. Obwohl die Verfahren der DCF-Methode die Fremdfinanzierung verschieden abbilden³⁸, kann das WACC-Verfahren aufgrund seiner vergleichsweise geringeren Komplexität als praktikabelste Lösung angesehen werden.³⁹

Im WACC-Kalkül werden die Free Cash Flows (FCF) mit einem Gesamtkapitalkostensatz diskontiert, der das auf der Grundlage der jeweiligen Anteile des Eigen- und Fremdkapitals am Unternehmenswert gewichtete geometrische Mittel der Eigen- und

³⁵ Vgl. Süchting, J. (1995), S. 478, 480f.

³⁶ Vgl. Pape, U. (1997), S. 104.

³⁷ Vgl. Pape, U. (1997), S. 103. Für unterschiedliche Abgrenzungen des FCF's siehe Günther, T. (1997), S. 113-116.

³⁸ Hachmeister weist nach, daß alle Verfahren unter den Prämissen der Bruttogewinn-Hypothese und der unternehmenswertorientierten Fremdfinanzierung ineinander überführt werden können. Vgl. Hachmeister, D. (1996b), S. 362.

³⁹ Vgl. Ross, S./Westerfield, R./Jaffe, J. (1990), S. 476f.

Fremdkapitalkosten darstellt:⁴⁰

$$i^{\text{GK}} = (EK/V) * i^{\text{EK}} + (FK/V) * i^{\text{FK}}$$

mit:

i^{EK} = Eigenkapitalkostensatz

i^{FK} = Fremdkapitalkostensatz

EK bzw. FK = Eigen- bzw. Fremdkapitalwert

V = Unternehmenswert (Gesamtkapitalwert)

Im Zuge der Ermittlung der Kapitalkosten jedoch tritt ein Zirkularitätsproblem auf. Der Marktwert des Eigenkapitals muß bekannt sein, um die Kapitalkosten zu berechnen, die ihrerseits wiederum in den Gesamtunternehmenswert eingehen, aus dem dann der Eigenkapitalwert abgeleitet wird.⁴¹ Um diese Problematik zu umgehen, kann man entweder iterativ vorgehen oder aus Gründen der Praktikabilität eine Zielkapitalstruktur vorgeben.⁴²

Die Fremdkapitalkosten können aus Anleiherenditen oder Bankverbindlichkeiten ähnlicher Unternehmen geschätzt werden, wobei diese Finanzierungsmaßnahmen in Laufzeit, Bonität des Emittenten und Währung vergleichbar sein müssen. Zusätzlich sollten aktuelle Finanzierungsbedingungen am Bewertungsstichtag berücksichtigt werden.⁴³ Als Eigenkapitalkostensatz wird zumeist die aus dem Capital Asset Pricing Models (CAPM) abgeleitete Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber verwendet. Diesem Vorgehen liegt die Überlegung zugrunde, daß die durch das CAPM erklärte, von den Eigenkapitalgebern hinsichtlich einer Anlage in ein unternehmensspezifisches Wertpapier erwartete Rendite seitens dieses Unternehmens als Eigenkapitalkostensatz angesehen werden muß, da die Eigenkapitalgeber bei einer (dauerhaften) Nichterfüllung ihrer Ansprüche dem Unternehmen die Unterstützung entziehen würden.⁴⁴

Hinsichtlich der Eignung der beiden beschriebenen Methoden im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung ist aus theoretischer Sicht anzumerken, daß die in der Bewertungspraxis an die notwendige Einfachheit der Anwendung angepaßte Version der Ertragswertmethode nur eingeschränkt empfohlen werden kann. Es bestehen jedoch Möglichkeiten, das Ertragswertverfahren für eine wertorientierte Un-

⁴⁰ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 54.

⁴¹ Vgl. Hachmeister, D. (1996a), S. 266.

⁴² Vgl. Ballwieser, W. (1993), S. 165.

⁴³ Zur Berücksichtigung der Unternehmensbesteuerung in der Ermittlung des Fremdkapitalkostensatzes siehe Knorren, N. (1998), S. 58ff.

⁴⁴ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 54. Zu Methodik und Annahmen des CAPM siehe Knorren, N. (1998), S. 54ff. sowie die dort aufgeführten Literaturquellen.

Unternehmensführung in zweckmäßiger Form zu modifizieren. So könnten bspw. anstelle der ertragsorientierten zahlungsorientierte Erfolgsgrößen verwendet und eine kapitalmarktorientierte differenzierte Risikoberücksichtigung z. B. durch das CAPM vorgenommen werden. Dennoch erscheint die Erfolgsgröße der DCF-Methode aus theoretischer Sicht geeigneter, da sie eher den Einnahmenüberschüssen des Investors entspricht. Ferner führt die Verwendung des Entity-Ansatzes zu mehr Transparenz. Die differenzierte Berücksichtigung des finanziellen und leistungswirtschaftlichen Risikos sind weitere zu nennende Vorteile. Somit kann konstatiert werden, daß aus Sicht der wertorientierten Unternehmensführung die DCF-Methode die zweckmäßigere Näherungslösung darstellt, wobei stets die verfahrensspezifischen Probleme und Besonderheiten zu berücksichtigen sind.

2.2 Führungsgrößen zur wertorientierten Lenkung von Unternehmen

Ein wertorientiertes Management erfordert aussagekräftige Führungsgrößen, welche eine adäquate Abbildung der Wertsteigerungswirkungen des unternehmerischen Handelns ermöglichen.⁴⁵ Führungsgrößen dienen der Bewertung von Unternehmen und der Lenkung von Unternehmenseinheiten.⁴⁶ In Theorie und Praxis existieren mittlerweile zahlreiche Ansätze zur Leistungsmessung. Nachfolgend werden einige bedeutende Ansätze herausgegriffen und die jeweils zugehörigen Führungsgrößen vorgestellt. In Abhängigkeit von den zur Berechnung verwendeten Basisgrößen werden in diesem Beitrag Cash Flow-orientierte, übergewinnorientierte und aktionärsorientierte Führungsgrößen charakterisiert.

2.2.1 Cash Flow-orientierte Führungsgrößen

Cash Flow-orientierte Führungsgrößen basieren auf betrieblichen Cash Flows, d.h. den aus der betrieblichen Tätigkeit erwirtschafteten Zahlungsmittelüberschüssen der jeweiligen Perioden.⁴⁷ Im folgenden werden zwei Cash Flow-orientierte Führungsgrößen vorgestellt. Zum einen der CFROI, der sich auf den Brutto Cash Flow stützt und der DCF, welcher auf dem Freien Cash Flow basiert.

Der Cash Flow Return On Investment (CFROI)

Der CFROI⁴⁸ ist definiert als der Brutto Cash Flow, den ein Geschäft relativ zu dem

⁴⁵ Vgl. Roos, A./Stelter, D. (1999), S. 303.

⁴⁶ Vgl. Günther, T. (1997), S. 209.

⁴⁷ Vgl. Horváth, P. (1998), S. 443.

⁴⁸ Diese Erfolgsgröße wurde von dem Finanzberatungsunternehmen HOLT in Kooperation mit The Boston Consulting Group entwickelt. Sie basiert auf einer Übertragung von bekannten Methoden der Investitionsrechnung auf die Messung der Performance von Geschäften. (vgl. Lewis, T. G./ Stel-

darin investierten Kapital innerhalb eines Jahres erwirtschaftet. Die heutigen Cash Flows dienen dazu, die in der Vergangenheit getätigten Investitionen zu verzinsen.⁴⁹ Der CFROI stellt denjenigen internen Zinsfuß dar, bei dem der Investitionsbetrag (Bruttoinvestitionsbasis) der Summe der diskontierten zufließenden Mittel während der Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens entspricht.

$$\text{CFROI} = (\text{BCF} - \text{Abschreibungen}) / \text{Investiertes Kapital}$$

Für die Berechnung des CFROI sind folgende Ausgangswerte erforderlich:

- der Brutto-Cash Flow, d.h. der Cash Flow vor Zinsen und nach Steuern, welcher aus dem Jahresabschluß ermittelbar ist,
- die Bruttoinvestitionsbasis (inflationbereinigt), welche die fiktiven Wiederbeschaffungswerte der betrieblichen Aktiva darstellt,
- die Nutzungsdauer des Anlagevermögens, d.h. durchschnittliche Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens als Zeitraum, in dem Brutto Cash Flows erzielt werden können und
- der Restwert, d.h. nicht abschreibbare Aktiva am Ende der Betrachtungsperiode⁵⁰.

Die genannten Komponenten werden zur Ermittlung des CFROI jährlich neu berechnet. Im Gegensatz zur Investitionsrechnung wird der BCF über die Nutzungsdauer als konstant angesetzt, um zu ermitteln, welche durchschnittliche Rendite unter dem Einfluß der Werttreiber eines Jahres erreichbar wäre.⁵¹

Ein Vorteil des CFROI gegenüber traditionellen Führungsgrößen ist, daß buchhalterische Verzerrungen bspw. durch Abschreibungen teilweise bereinigt werden, wodurch der Rentabilitätsvergleich von Geschäftseinheiten verbessert wird. Empirischen Studien zufolge besitzt der CFROI eine deutlich höhere Korrelation mit dem Unternehmenswert als herkömmliche buchhalterische Größen.⁵² Inflationseinflüsse werden bei der CFROI Bewertungsmethode ausgeschaltet, so daß eine bessere Vergleichbarkeit mit den Vorjahren möglich wird. Des weiteren orientiert sich der CFROI am Grundsatz des Going-concern, d.h. ob die erwirtschafteten Cash Flows zur Fortführung der Geschäfte ausreichen. Durch den CFROI werden Bilanzspezifika einzelner Geschäfte neutralisiert. Die genannten Vorteile des CFROI ermöglichen eine höhere Trans-

ter, D. (1994), S. 40).

⁴⁹ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 40.

⁵⁰ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S.40ff., vgl. Knorren, N. (1998), S. 74ff., vgl. Günther, T. (1997), S. 213ff. Eine detaillierte Darstellung der Berechnung der Ausgangswerte findet sich bei Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S.40ff. und Günther, T. (1997), S. 214f.

⁵¹ Vgl. Günther, T. (1997), S. 219.

⁵² Der CFROI erklärt zusammen mit den Wachstumsraten des Unternehmens bis zu 82% der Unterschiede in den Aktienkursentwicklungen. Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 46ff, vgl. auch

parenz und Vergleichbarkeit der Geschäfte und bilden bspw. eine konsistente Grundlage für den Aufbau eines Managementvergütungssystems.⁵³

Kritisch anzumerken ist, daß der CFROI den durchschnittlichen Return auf das insgesamt in einem Geschäft investierte Kapital zu einem bestimmten Zeitpunkt wiedergibt und somit Stichtagscharakter besitzt.⁵⁴ Er ermöglicht keine überperiodische zukunftsorientierte Betrachtung. Dynamische Aspekte wie z.B. eine Veränderung der Rentabilität oder der Kapitalbasis werden aufgrund der Stichtagsbezogenheit nicht erfaßt. Der CFROI ist daher in erster Linie für eine Ex post-Kontrolle und als erster Erfolgsindikator geeignet.⁵⁵ Durch den CFROI kann die Ist-Rentabilität von organisatorischen Einheiten durch einen Vergleich mit dem Kapitalkostensatz abgeschätzt werden, d.h. der Kapitalkostensatz dient als erwartete Mindestrendite, die durch den CFROI mindestens erreicht werden sollte.⁵⁶ Neben der genannten Stichtagsbezogenheit beziehen sich weitere Kritikpunkte des CFROI auf Schwierigkeiten bei der Ermittlung der Ausgangsdaten bei praktischer Umsetzung, welche zu Verzerrungen führen können. Der interne Zinsfuß überschätzt die tatsächliche Rendite der Bruttoinvestitionsbasis, da nach dem Verfahren Wiederanlagen zum internen Zinsfuß und nicht zu realistischeren Kapitalmarktzinssätzen erfolgen.⁵⁷

Discounted Cash Flow (DCF)

Der DCF gibt den zukünftigen Unternehmenswert an und setzt sich aus den erwarteten zukünftigen Free Cash Flows, die mit einem Zinssatz abdiskontiert werden, der das Risiko berücksichtigt, zusammen.⁵⁸ Grundlage der Berechnung ist die Ermittlung des Free Cash Flows (FCF), welcher sich als Ergebnis vor Zinsen, Abschreibungen und Rückstellungsbildung bzw. -auflösung vermindert um Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen in das Anlagevermögen und Erhöhung des Working Capital ergibt. Dadurch werden Verzerrungen durch buchhalterische Maßnahmen und kalkulatorische Ansätze der Rechnungslegung, wie sie bspw. beim CFROI auftreten können, ver-

Günther, T. (1998), S. 219.

⁵³ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 46-62.

⁵⁴ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 44.

⁵⁵ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 78f.

⁵⁶ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 77f.

⁵⁷ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 220f.

⁵⁸ Vgl. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1998), S. 101. In Abschnitt 2.2.3 wurde bereits die DCF-Methode erläutert. Darauf aufbauend wird im folgenden von den Einzelheiten der Berechnung des DCF abstrahiert, um diesen hinsichtlich seiner Aussagefähigkeit als wertorientierte Führungsgröße zu analysieren. Die folgenden Ausführungen basieren auf dem Komponentenmodell nach Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1998), S. 157ff.

mieden.⁵⁹

Der DCF errechnet den Zukunftserfolgswert eines Unternehmens, der sich aus der Abdiskontierung der zukünftigen FCFs ergibt. Das Konzept des ökonomischen Gewinns ermöglicht eine Verbindung der internen Perspektive der Unternehmensführung mit der Perspektive des Kapitalmarktes. Das Unternehmen hat sicherzustellen, daß der erwartete ökonomische Gewinn erzielt werden kann.⁶⁰ Der DCF ist durch hohe Transparenz und Wirtschaftlichkeit der Ermittlung gekennzeichnet, d.h. die Herleitung der Cash Flows und die einzelnen Investitionen sind einfach nachzuvollziehen. Die Einflußnahme auf den Wert durch das Management ist durch das Hinterfragen von Planmaßnahmen und eine Kalkulierbarkeit der Wertwirkung einzelner Maßnahmen möglich. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß der DCF zu einem großen Teil auf zukünftigen Größen beruht, die eine gewisse Planungsunsicherheit aufweisen. Die Länge der Planungsperiode hat einen bedeutenden Einfluß auf den Anteil der Werte der Planungs- und Restperiode am Gesamtwert des Unternehmens.⁶¹ Beim DCF werden die Kapitalstruktur, die Finanzierungskosten und das Risiko berücksichtigt. Des weiteren schafft der DCF einen objektiven Maßstab für den Vergleich von strategischen Optionen.

2.2.2 Übergewinnorientierte Führungsgrößen

„Der betriebliche Übergewinn entspricht der periodischen Saldogröße von betrieblichen Erträgen, betrieblichen Aufwendungen und den Eigen- und Fremdkapitalkosten des betrieblich gebundenen Vermögens.“⁶² Der Grundgedanke des sogenannten betrieblichen Übergewinns wurde von verschiedenen Forschungsgruppen und Beratungsgesellschaften in unterschiedlichen Konzepten und entsprechenden Führungsgrößen entwickelt wie z. B. der Economic Value Added (EVA) und der Cash Value Added (CVA)⁶³ Diese Erfolgsgrößen werden nachfolgend genauer betrachtet.

Der Economic Value Added (EVA)

Das EVA Konzept wurde von der New Yorker Unternehmensberatungsgesellschaft Stern Stewart & Co. als Konzept zur Führung und Bewertung von Unternehmen beschrieben. Nach Stewart ist der EVA als „operating profits less the costs of all capital

⁵⁹ Vgl. Bühner, R. (1994), S. 15, Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 254 u. Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1998), S. 12.

⁶⁰ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 67.

⁶¹ Bei einem Kapitalkostensatz von 10% beträgt der Anteil des Restwertes am Unternehmenswert bei einem Planungszeitraum von 5 Jahren 62%. (vgl. Knorren, N. (1998), S. 48ff.), vgl. auch Lewis, T. G./ Stelter, D. (1994), S. 104f.

⁶² Hostettler, S. (1997), S. 38.

employed to produce those earnings“⁶⁴ definiert.

Der EVA berechnet sich aus der Differenz zwischen dem betrieblichen Gewinn und den Kapitalkosten für das betrieblich gebundene Vermögen. Der über den Kapitalkosten liegende Gewinn wird dabei als Übergewinn bezeichnet.⁶⁵ Die Basisformel für die Ermittlung des EVA lautet⁶⁶:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Investiertes Kapital} * \text{Gewichteter Gesamtkapitalkostensatz}$$

Der NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) ist vergleichbar mit dem operativen Gewinn nach Steuern. Der EVA orientiert sich an einer streng betriebswirtschaftlich- und aktionärsorientierten Sichtweise. Das vorhandene Datenmaterial aus der Buchhaltung muß über vier Stufen konvertiert werden, um finanzielle, steuerliche und bewertungstechnische Verzerrungen zu beseitigen.⁶⁷

Der NOPAT läßt sich vor allem durch operative Entscheidungen beeinflussen, das investierte Kapital wird primär durch Investitionsentscheidungen und der Gesamtkapitalkostensatz durch Finanzentscheidungen beeinflusst. D.h. beim EVA handelt es sich um eine übergewinnorientierte Führungsgröße, die drei wesentliche Entscheidungskategorien zur Beeinflussung des Shareholder Values in einer Kennzahl ausdrückt.⁶⁸ Der EVA integriert die Erfolgsrechnung, die Aktiv- und Passivseite der Bilanz in eine Kennzahl und stellt dadurch gegenüber anderen Buchhaltungsgrößen wie Gewinn, Umsatz oder investiertes Vermögen eine aussagestärkere Kennzahl dar.⁶⁹

Ein positiver EVA und die damit verbundene Marktwertsteigerung kann nur erreicht werden, wenn die Rendite des investierten Kapitals die gewogenen Kapitalkosten übersteigt, d.h. wenn der NOPAT die Kosten für das überlassene Eigen- und Fremdkapital übersteigt. Erzielt ein Unternehmen einen operativen Gewinn, der niedriger ausfällt als die Gesamtkapitalkosten, wird trotz eines Gewinns Aktionärsvermögen vernichtet.⁷⁰

⁶³ Vgl. hierzu die Ausführungen von Lewis, T. G./ Stelter, D. (1994).

⁶⁴ Vgl. Stewart, G. B. (1991), S.2.

⁶⁵ Vgl. Hostettler, S. (1997), S. 38.

⁶⁶ Vgl. Günther, T. (1997), S. 234f.

⁶⁷ Vgl. Hostettler, St. (1995) S. 309.

⁶⁸ Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 26-31, vgl. Hostettler, St. (1995), S. 308f.

⁶⁹ Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 31.

⁷⁰ Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 19f. und S. 251.

Der Market Value Added (MVA)

Der MVA stellt den Geschäftsmehrwert einer betrieblichen Tätigkeit dar. Er kann zum einem ex post als Differenz zwischen Marktwert eines Unternehmens und dem investierten Kapital im Betrachtungszeitpunkt berechnet werden und basiert somit auf historischen Daten. Zum anderen kann der MVA ex ante als Barwert aller zukünftigen EVAs berechnet werden, d.h. er ergibt sich aus der Diskontierung von prognostizierten Daten. Ein Vergleich beider Werte ermöglicht Rückschlüsse auf marktseitige Fehlbewertungen bzw. Fehleinschätzungen von zukünftigen EVAs.⁷¹

Im Gegensatz zum EVA, welcher den Erfolg eines Zeitraumes wie z.B. eines Jahres ermittelt, mißt der MVA den Erfolg zu einem bestimmten Zeitpunkt.⁷² Der MVA erweitert den EVA um eine Zukunftsorientierung, so daß wichtige Aussagen über die zukünftige Entwicklung geliefert werden können.⁷³

Veränderungen des EVA gehen mit Veränderungen des MVA einher. Unter der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes stimmt die Sicht des Managements mit der Sicht des Kapitalmarktes überein, d.h. der Marktwert des Unternehmens ist identisch mit dem auf der Basis der EVA-Methode berechneten Unternehmenswert.⁷⁴

Eine häufig geäußerte Kritik des EVA liegt darin, daß die aus dem Markt abgeleiteten Kapitalkosten mit einer auf Basis von Buchwerten ermittelten Kapitalbasisgröße kombiniert werden. In der Regel ist die Kapitalbasis jedoch nicht identisch mit dem Unternehmenswert, so daß positive periodische EVA als Übergewinne auf Buchwertbasis zu verstehen sind. Durch eine Modifikation des EVA zum sog. „Refined Value Added“ (REVA), der das investierte Kapital auf Marktwertbasis ansetzt, wird diese Kritik hinfällig.

$$\begin{aligned} \text{REVA} &= (\text{Rendite auf das investierte Kapital zu Marktpreisen} \\ &\quad - \text{Gesamtkapitalkostensatz}) \\ &\quad * \text{Unternehmenswert (Gesamtkapitalwert)} \end{aligned}$$

Liegt der Buchwert der Kapitalbasis unter dem Marktwert des betrachteten Objekts, dann werden bei der REVA-Methode die Perioden mit höheren Kapitalkosten als bei der EVA-Methode belastet, was der kapitalmarktorientierten Sichtweise in stärkerem

⁷¹ Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 183-185.

⁷² Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 183f. und die dort angegebene Literatur.

⁷³ Gegenüber der DCF-Methode fällt hier die Berechnung eines Restwerts weg und damit entfällt ein großes Fehlerpotential, da die erwarteten EVAs lediglich mit dem gewogenen Kapitalkostensatz diskontiert werden.

⁷⁴ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 70f.

Maße entspricht. Der bei der REVA-Methode ausgewiesene Übergewinn ist ein über die auf Basis von Marktwerten abgeleiteten Kapitalkosten hinausgehender (Netto-) Gewinn.⁷⁵

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß der EVA und der REVA den periodischen Übergewinn darstellen, welcher die Inanspruchnahme der Ressource Kapital einbezieht. Der EVA eines Jahres besitzt einen starken Fokus auf eine isolierte Periode, so daß die Gefahr der Maximierung des kurzfristig erzielbaren Erfolges besteht und Zukunftsaspekte nicht miteinbezogen werden. Die Verwendung des EVA ermöglicht jedoch eine Verbindung zwischen extrem kurzfristigen Erfolgsgrößen (Deckungsbeiträgen) und langfristigen Erfolgsgrößen (ökonomischer Gewinn), d.h. es erfolgt eine Verknüpfung zwischen kurz- und langfristiger Planung.⁷⁶

Cash Value Added (CVA)

Der CVA mißt den betrieblichen Übergewinn einer Periode auf Basis des oben beschriebenen CFROI und berechnet sich auf folgende Weise⁷⁷:

$$\text{CVA} = \text{CFROI} - \text{Kapitalkosten} * \text{Bruttoinvestitionsbasis}$$

Das tragende Element des CVA ist der CFROI, bei dem insbesondere die Ermittlung von Wiederbeschaffungskosten sowie die Annahme konstanter Cash Flows während der Laufzeit als problematisch anzusehen sind. Des weiteren besteht eine große Abhängigkeit des Wertes von der Einschätzung der Nutzungsdauer von Betriebsanlagen, so daß der CVA wie der CFROI ein weniger objektives Instrument zur Unternehmensbeurteilung darstellt.⁷⁸ Ein weiterer Schwachpunkt des CVA ist, daß die Werttreiber der Aktienrendite nicht vollständig berücksichtigt werden. Das zukünftige Wachstum und somit der Kapitalbedarf bei Investitionen findet wie beim EVA keine Berücksichtigung. Beim Free Cash Flow werden diese Werte jedoch miteinbezogen.⁷⁹ Im Vergleich zum EVA, welcher leichter zu ermitteln ist als der CVA, zeichnet sich der CVA durch höhere Genauigkeit aus. Ebenso wie der CFROI besitzt der CVA keine Zukunftsorientierung und die Ermittlung des CVA ist durch die Ermittlung der Daten für den CFROI relativ aufwendig.⁸⁰

⁷⁵ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 71-73.

⁷⁶ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 73.

⁷⁷ Vgl. Lewis, T.G./ Stelter, D. (1994), S. 125.

⁷⁸ Vgl. Hostettler, St. (1997), S. 75.

⁷⁹ Vgl. Lewis, T. G./ Stelter, D. (1994), S. 126.

⁸⁰ Vgl. BCG Report (1999), S. 60.

2.2.3 Aktionärsorientierte Führungsgrößen

Eine der neuesten Entwicklungen sind aktionärsorientierte Führungsgrößen, welche sich aus der Summe des Wertzuwachses des Aktienkurses und der Dividendenzahlung ergeben. Eine Größe ist der von der Boston Consulting Group stammende Total Shareholder Return (TSR). Dieser ist definiert als die Summe aus Kapitalgewinn (Aktienkurssteigerungen) und Dividendenzahlungen im Verhältnis zum Anteilspreis am Beginn der betrachteten Periode. Diese Führungsgröße basiert auf der Annahme, daß eine sofortige Reinvestition der Dividenden in das Unternehmen erfolgt.⁸¹ Der TSR ist eine auf externen Werten beruhende Führungsgröße, die sich aus historischen Aktienmarktbeobachtungen ergibt.⁸² Eine Annäherung an den TSR aus unternehmensinterner Sicht ist der sogenannte TBR (Total Business Return). Der TBR berechnet sich analog zum TSR aus dem geschätzten Equity Value und dem Equity Free Cash Flow. Der TBR beruht entweder auf historischen Werten oder auf zukünftig geschätzten Werten. Der TBR ermöglicht den Vergleich des heutigen Equity Value mit dessen zukünftigen Wert.⁸³ McKinsey&Company propagiert den sogenannten TRS (Total Return to Shareholders), der sich wie der TSR aus der Summe der Dividendenzahlungen und dem Wertzuwachs des Aktienkurses zusammensetzt. Der TRS ermöglicht Aussagen über den zukünftigen Erfolg des Unternehmens über die Ableitung der vom Markt erwarteten Rückflüsse.⁸⁴

Abbildung 2 zeigt zusammenfassend eine Gegenüberstellung der vorgestellten Führungsgrößen hinsichtlich einiger Merkmale. Dies sind zum einen Manipulationsmöglichkeiten der Führungsgrößen durch unterschiedliche Abschreibungsverfahren, Bewertungsregeln von Lagerbeständen und Verbuchungsmethoden bei Währungstransaktionen. Weitere Merkmale sind die Berücksichtigung von Aussagen über das zur Gewinnerzielung eingegangene Risiko, der Grad der Zukunftsorientierung und der Aufwand der Ermittlung. Der Aufwand der Ermittlung sollte mit dem erzielten Nutzen in vertretbarem Verhältnis stehen, d.h. wirtschaftlich sein. Ein weiteres Kriterium ist die Kommunizierbarkeit der Führungsgrößen. Insbesondere für den Aufwand und die Wirtschaftlichkeit der Ermittlung sowie den Grad der Kommunizierbarkeit lassen sich nur schwer allgemeingültige Aussagen treffen. Beide Ausprägungen sind unter anderem stark davon abhängig, auf welchen Ebenen die Führungsgrößen im Unternehmen eingesetzt werden und an wen sie kommuniziert werden sollen.⁸⁵

⁸¹ Vgl. BCG Report (1999), S. 2. Diese Führungsgröße wurde von der Boston Consulting Group entwickelt.

⁸² Vgl. BCG Report (1999), S. 59f.

⁸³ Vgl. BCG Report (1999), S. 59. Diese Führungsgröße stammt von McKinsey&Company.

⁸⁴ Vgl. Bruckner, K./Leithner, S./McLean, R. u.a. (1999), S. 98-109.

⁸⁵ In Anlehnung an Günther, T. (1997), S.203-261.

wertorientierte Führungsgrößen	Cash Flow- orientiert		übergewinnorientiert			aktionärs- orientiert
	CFROI	DCF	EVA	MVA	CVA	TSR/TRS
Manipulations- möglichkeiten	hoch	gering	hoch	hoch	hoch	gering
Berücksichti- gung von Risiko	nein	ja	nein	nein	nein	nein
Zukunftsorientie- rung	nein	ja	nein	ja	nein	ja
Aufwand der Er- mittlung	hoch	relativ hoch	gering	gering	hoch, da CFROI Ermittlung	gering

Abbildung 2: Gegenüberstellung wertorientierter Führungsgrößen

Zusammenfassend lassen sich einige idealtypische Anforderungen an wertorientierte Führungsgrößen ableiten:

- leichte Kommunizierbarkeit
- Zukunftsorientierung
- Transparenz
- Wirtschaftlichkeit der Ermittlung
- geringe Manipulationsspielräume

Die verschiedenen Führungsgrößen genügen diesen Anforderungen in unterschiedlichem Ausmaß. Grundsätzlich wird ersichtlich, daß übergewinnorientierte Führungsgrößen diese Anforderungen weitgehend erfüllen. Stärken der Cash Flow-orientierten Führungsgrößen liegen hingegen in einer anscheinend exakteren Bestimmung der erzielten Performance und der Zukunftsorientierung. Die Auswahl der geeigneten Führungsgrößen sollte unternehmensspezifisch unter Berücksichtigung der beabsichtigten Einsatzfelder erfolgen, wobei sich die genannten Kriterien als Orientierungspunkte heranziehen lassen.

3 Aspekte der Implementierung

Nachdem in den vorausgegangenen Abschnitten die grundlegende Denkhaltung des Wertorientierten Managements in zumeist theoretischer Sichtweise dargelegt wurde, sollen in diesem 3. Kapitel allgemeine Aspekte der Implementierung eines wertorientierten Führungssystems erörtert werden. Dazu werden im Abschnitt 3.1 die Gestaltungsaspekte einer wertorientierten Unternehmensführung dargestellt; es soll gezeigt werden, wie die zuvor diskutierten Denkmodelle der Wertorientierung in der Unternehmenspraxis implementiert werden können. Daran anschließend soll die Frage geklärt werden, anhand welcher Größen die wertorientierte Unternehmensführung Einfluss auf die operativen Entscheidungsprozesse nehmen kann. Im abschließenden Abschnitt 3.3 werden Möglichkeiten angesprochen, wie eine nachhaltige Wertorientierung des Unternehmens durch die Anwendung von Anreizsystemen gewährleistet werden kann.

3.1 Gestaltungsaspekte einer wertorientierten Führung

Grundsätzlich hat eine wertorientierte Gestaltung der Unternehmensführung die Aufgabe, alle Führungsteilsysteme struktur- und ablaufbezogen so zu gestalten, daß die Ziele der Unternehmenswertsteigerung erreicht werden können.⁸⁶ Dabei kann die Gestaltung in vielen Bereichen auf bekannte und bewährte Struktur- und Ablaufmechanismen der Führungsfunktionen aufbauen, die jedoch einer – je nach Führungsfunktion in unterschiedlichem Maße – Veränderung (Umgestaltung) bedürfen. Die Objekte dieser Veränderungsprozesse sind demnach sämtliche Elemente der Unternehmensführung auf allen hierarchischen Ebenen, wie sie in Abbildung 3 dargestellt sind.

⁸⁶ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 29.

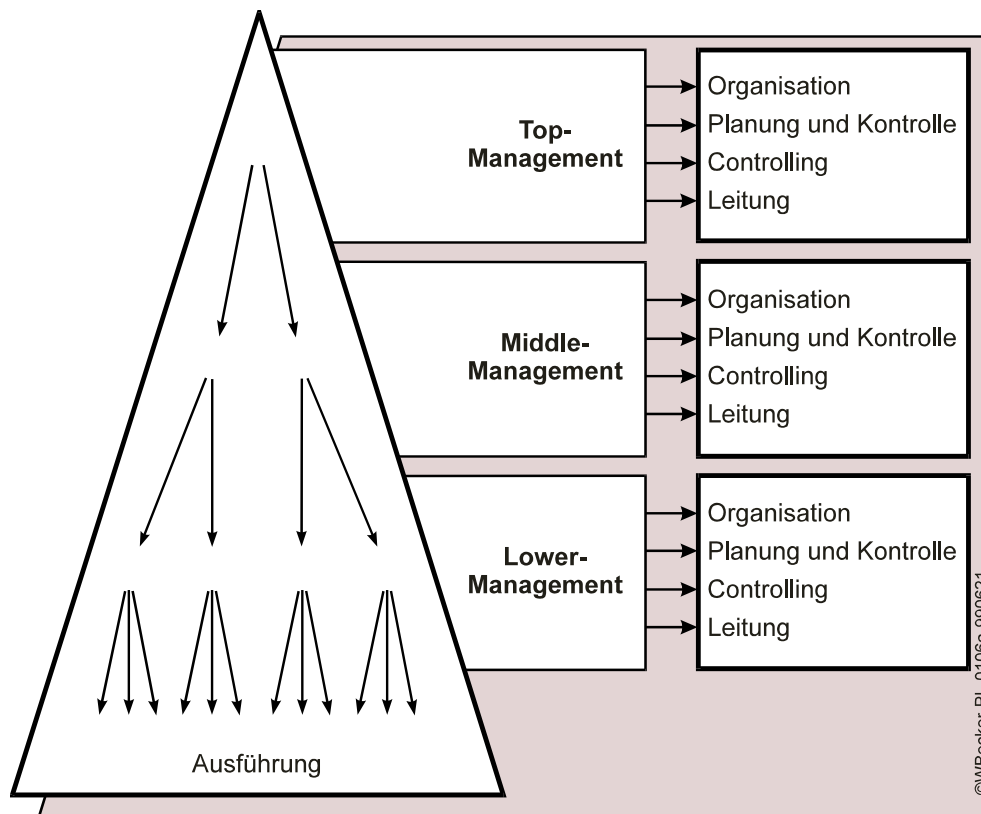


Abbildung 3: Elemente des Führungssystems in der Unternehmenshierarchie

Im Folgenden wird auf zwei Gestaltungsaspekte gesondert eingegangen, da sie zum einen für den Erfolg der Einführung einer wertorientierten Unternehmensführung von herausragender Bedeutung und zum anderen in den klassischen Konzepten der Unternehmensführung noch nicht enthalten sind, demnach also den eigentlich neuen Kern der wertorientierten Unternehmensführung ausmachen.

3.2 Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit Hilfe von Werttreibermodellen

Im folgenden Abschnitt wird zunächst die Zielsetzung von Werttreibermodellen aus Sicht einer wertorientierten Unternehmensführung dargelegt. Daran anschließend erfolgt eine überblicksartige Beschreibung der bekanntesten Werttreibermodelle. Im nächsten Abschnitt werden diese Modelle auf ihre Geeignetheit hinsichtlich der in 3.2.1 beschriebenen Zwecksetzungen untersucht.

3.2.1 Überblick über Werttreibermodelle

Um die Zielsetzung der Steigerung des Unternehmenswertes erreichen zu können, müssen die strategische und die operative Planungsebene miteinander verknüpft werden. Auf der strategischen Ebene werden die für das Unternehmen grundlegenden Entscheidungen getroffen und somit auch die im Planungshorizont zu erreichen-

den Zielsetzungen, beispielsweise in Form von Mindestausprägungen des Cash Flow oder anderer wertorientierter Kennzahlen festgelegt. Daraus folgend müssen auf der operativen Ebene Kenngrößen gefunden werden, an denen sich die Linienmanager bei ihren Entscheidungen orientieren können. Die Kenngrößen der operativen Ebene müssen dabei einen direkten Bezug zu dem Oberziel der Steigerung des Unternehmenswertes im Sinne einer Einflußgröße aufweisen, d.h. bei der Ableitung dieser operativen Kenngrößen muß ein kausales Modell hinterlegt sein, das den Bezug zwischen strategischer Zielsetzung und operativer Kenngröße herstellt.

Die gängigsten Modelle dieser Art, im weiteren als Werttreibermodelle bezeichnet, sollen im Folgenden beschrieben werden. Im Abschnitt 3.2.2 werden diese Modelle dann dahingehend untersucht, inwieweit sie geeignet sind, den unter 3.2.1 beschriebenen Zwecksetzungen entsprechen zu können.

Der Ansatz der Werttreiber nach Rappaport

Rappaport ermittelt die „wesentlichen Bewertungsparameter“⁸⁷ des Cash Flows direkt aus dem betrieblichen Cash Flow, der sich aus der Differenz zwischen betrieblichen Einzahlungen und Auszahlungen ergibt. Dabei werden die Ein- und Auszahlungen in sogenannte Werttreiber zerlegt⁸⁸.

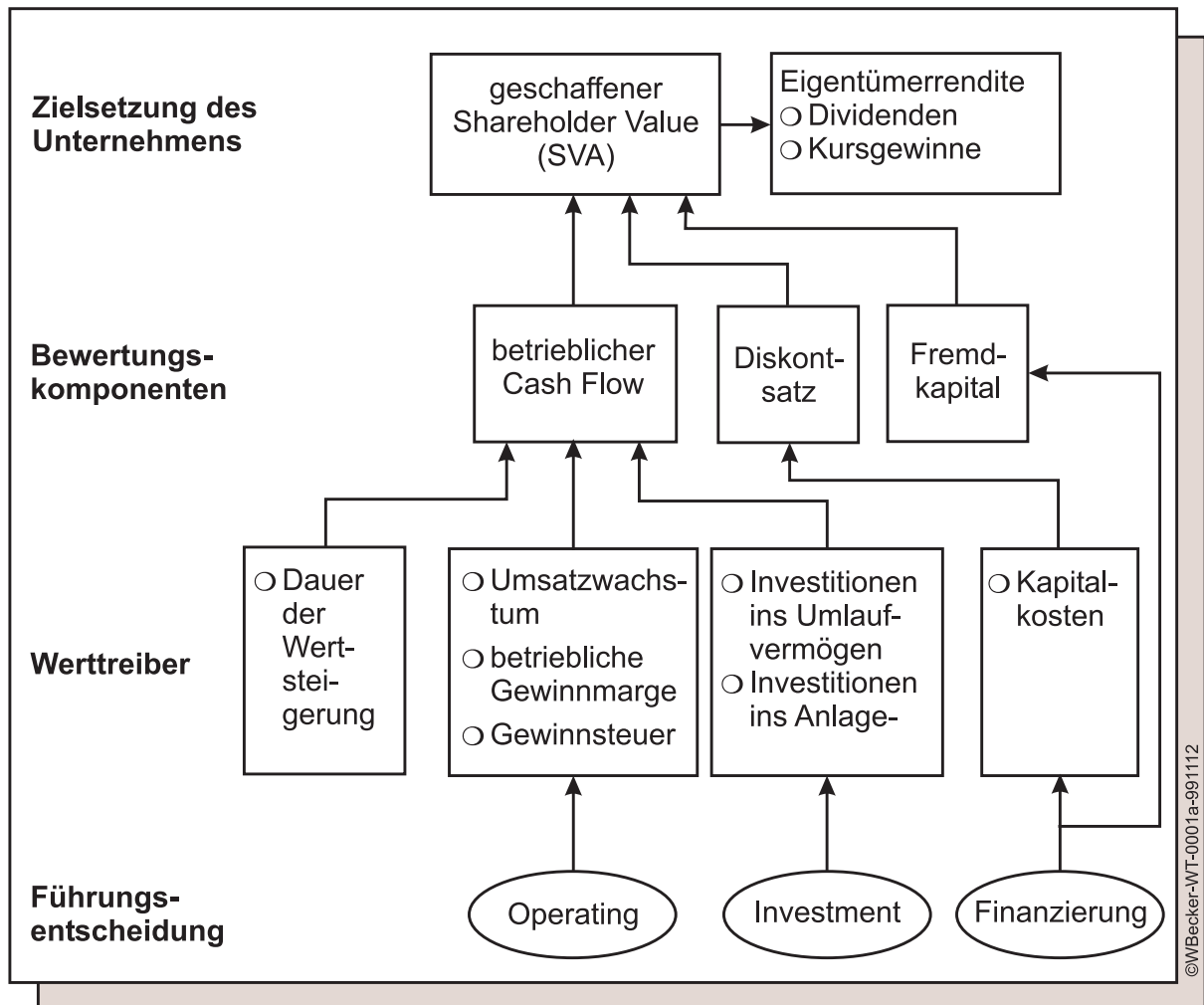
$$\begin{aligned}\text{Cash-Flow} &= \text{Einzahlungen} - \text{Auszahlungen} \\ &= [(\text{Umsatz des Vorjahres}) \times (1 + \text{Wachstumsrate des Umsatzes}) \times \\ &\quad (\text{betriebliche Gewinnmarge}) \times (1 - \text{Cash-Gewinnsteuersatz})] - (\text{Zu-} \\ &\quad \text{satzinvestitionen ins Anlagevermögen und ins Umlaufvermögen})\end{aligned}$$

Diese fünf Werttreiber – Wachstumsrate der Umsätze, betriebliche Gewinnmarge, Zusatzinvestitionen in Anlage- und Umlaufvermögen und Cash-Gewinnsteuersatz – sind nach Rappaport die wesentlichen Bewertungsparameter für den betrieblichen Cash Flow, die der Eigentümerrendite aus Dividenden und Kurswertsteigerungen unterliegen.

Zusammenfassend läßt sich der Ansatz nach Rappaport in seiner Gesamtheit am besten in Form des Shareholder Value-Netzwerkes darstellen. Das Netzwerk zeigt nochmals den Zusammenhang zwischen dem Unternehmensziel, Werte zu schaffen und den zentralen Einflußgrößen auf diese Werte.

⁸⁷ Rappaport, A. (1999), S.39.

⁸⁸ Zur näheren Erläuterung vgl. Rappaport, A. (1999), S.41f.

Abbildung 4: Das Shareholder Value-Netzwerk⁸⁹

Nach Rappaport gibt es, wie oben dargestellt, drei Führungsentscheidungen: Operating-Entscheidungen, Investitionsentscheidungen und Finanzierungsentscheidungen. Während die Operating-Entscheidungen das laufende Geschäft betreffen, beziehen sich die Investitionsentscheidungen auf die Bereiche des Anlage- und Umlaufvermögens. Die Finanzierungsentscheidungen schließlich betreffen die Kapitalkosten und befassen sich mit der Wahl der Finanzierungsinstrumente und dem Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital. Die Führungsentscheidungen haben über die Werttreiber Einfluß auf die Bewertungskomponenten des Shareholder Values. Der betriebliche Cash Flow wird durch die Führungsentscheidungen in den Bereichen Operating und Investition sowie durch die Dauer der Wertsteigerung beeinflusst.

Ansatz der wertbestimmenden Faktoren nach Copeland et al.

Der Ansatz der wertbestimmenden Faktoren ist dem Konzept der Werttreiber von

Rappaport im grundsätzlichen Aufbau ähnlich. Dennoch unterscheiden sich die beiden Ansätze zum einen in den wertbestimmenden Faktoren. Zum anderen leiten Copeland et al. den relevanten Cash Flow nicht aus den zentralen Werttreibern ab, sondern sie legen eine (Plan)Bilanz und (Plan)Gewinn- und Verlustrechnung der Bestimmung des Cash Flows zugrunde. Der ermittelte Cash Flow stimmt im wesentlichen mit der Cash Flow-Definition von Rappaport überein.⁹⁰

Nach Copeland et al. wird der Cash Flow und daraus resultierend der Unternehmenswert durch zwei Schlüsselfaktoren bestimmt. Diese Schlüsselfaktoren - Copeland et al. bezeichnen sie als wertbestimmende Faktoren – sind zum einen die Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Kapitalbasis. Zum anderen stellt die Kapitalrendite eine Einflußgröße für den Unternehmenswert dar.⁹¹ Der Einfluß der Kapitalrendite auf den Unternehmenswert kann anhand einer vereinfachten Berechnung der Wachstumsrate eines Unternehmens erläutert werden.⁹²

Wachstumsrate = Rendite auf Neuinvestition x Investitionsrate

Wertfaktoren wie Umsatzwachstum, Gewinnspanne und Kapitalumschlag sind zwar auf allen Unternehmensebenen anwendbar, eignen sich aber nicht als Entscheidungshilfe und Leitlinie für operative Tätigkeiten.⁹³ Vielmehr müssen wertbestimmende Faktoren so genau ermittelt werden, daß sie in Einklang stehen mit den Entscheidungsvariablen, die in den Zuständigkeitsbereich des Linienmanagers fallen. Daher werden in Wertfaktorenbäumen die Wertfaktoren über mehrere Ebenen hinweg in operative Einzelheiten aufgespalten. Dadurch ist es möglich, sie an spezifische Entscheidungen im Verantwortungsbereich von Linienmanagern zu binden. Abbildung 5 zeigt die Aufspaltung des Wertfaktors Kapitalrendite in einem Wertfaktorenbaum.

⁸⁹ In Anlehnung an Rappaport, A. (1999), S.68.

⁹⁰ Vgl. Bühner, R. (1994), S.38f

⁹¹ Vgl. Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (1998), S.163.

⁹² Vgl. Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (1998), S.164-166.

⁹³ Vergleiche hierzu und im folgenden: Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (1998), S.130-136.

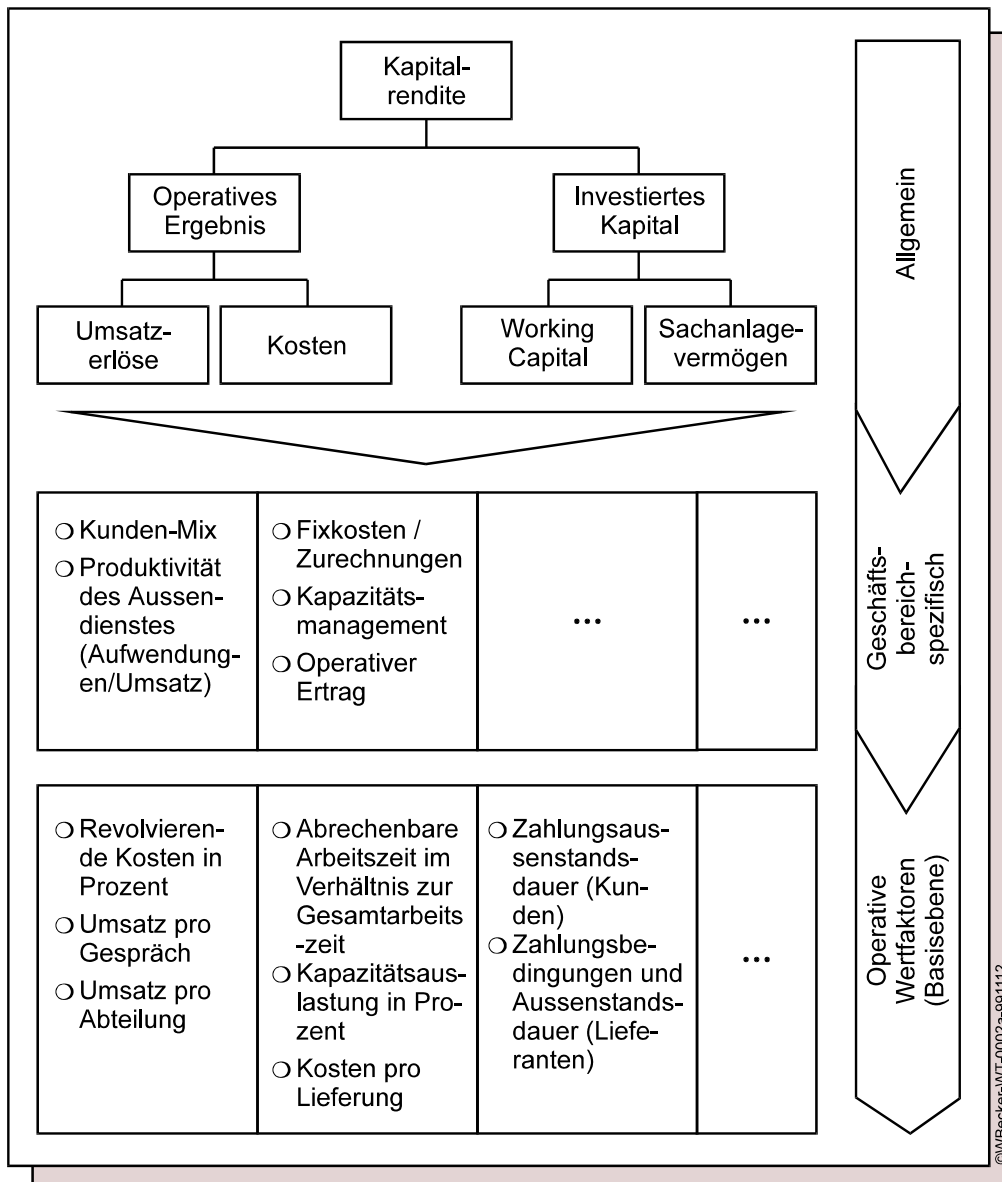


Abbildung 5: Aufspaltung des Wertfaktors Kapitalrendite in einem Wertfaktorenbaum⁹⁴

Die allgemeine Ebene zeigt die Aufspaltung der Kapitalrendite, die sich aus operativem Ergebnis und investiertem Kapital errechnen lässt. Auf der geschäftsbereichsspezifischen Ebene spielen vor allem Variablen wie Kunden-Mix oder Produktivität eine entscheidende Rolle. Auf der Basisebene werden die Wertfaktoren letztendlich in operative Einzelheiten aufgespalten. Diese Ebene ermöglicht es, die Wertfaktoren an die Entscheidungsvariablen der Linienmanager zu binden. Die Aufschlüsselung kann auch über mehr als drei Ebenen erfolgen. Die Aufdeckung der Wertfaktoren stellt einen kreativen Prozeß dar, der sich nur an der Abstimmung der Wertfaktoren auf die Entscheidungen orientiert. Grundsätzlich gilt, daß Wertfaktoren nicht isoliert

⁹⁴ In Anlehnung an Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (1998), S.132.

voneinander betrachtet werden dürfen. Änderungen eines Wertfaktors können den Unternehmenswert positiv beeinflussen, sofern die Wirkungen nicht durch einen anderen Werttreiber neutralisiert oder sogar konterkariert werden. Daher sind Szenarioanalysen hilfreich, die Interdependenzen zwischen mehreren Werttreibern aufdecken und die Wirkungsweise der wertbestimmenden Faktoren verdeutlichen.

Ansatz der finanziellen Werttreiber nach Lewis

Der CFROI, der die Rentabilität der existierenden Aktiva mißt, läßt sich in drei Hauptkomponenten zerlegen, die Lewis/Stelter als finanzielle Werttreiber bezeichnen: Kapitalumschlag, Cash Flow-Marge und Nutzungsdauer der Aktiva. Der Kapitalumschlag wird wiederum bestimmt durch Umsatz und Höhe des investierten Kapitals. Lewis/Stelter leiten aus diesen finanziellen Werttreibern „einfache Spielregeln zur Steigerung des CFROI“⁹⁵ ab: „Erhöhe die Cash Flow-Marge“ und „optimiere die Aktiva!“⁹⁶

Aus diesen finanziellen Werttreibern können operative Werttreiber abgeleitet werden, die (ähnlich dem Konzept von Copeland et al.) auf eine wesentlich tiefere Aggregatzebene zielen. „Es handelt sich um jene Einflußgrößen des Unternehmenswertes, die Größen des operativen Geschäftes sind und sich durch operative Maßnahmen steuern lassen.“⁹⁷ Diese operativen Werttreiber dienen als Ansatzpunkte für eine Steigerung des CFROI und bewirken so eine Erhöhung des Unternehmenswertes. Operative Werttreiber lassen sich unterteilen in allgemeingültige und geschäftsspezifische operative Werttreiber. Dabei ist der Nutzen, den operative Werttreiber für Planungs- und Steuerungszwecke schaffen, um so höher, je spezifischer die Größen auf das jeweilige Geschäft abgestimmt sind. Aufgabe des Managements ist es, in einer operativen Werttreiberanalyse die für das Geschäft relevanten operativen Werttreiber zu identifizieren und anschließend eine Priorisierung vorzunehmen.⁹⁸

Die so identifizierten Werttreiber schlagen eine Brücke von dem abstrakten Ziel der Wertschaffung über finanzielle Werttreiber hin zu steuerbaren Zielen im Tagesgeschäft. Diese Werttreiber eignen sich für eine operative Steuerung, da es „sich um konkrete und handhabbare Größen des täglichen Geschäfts“⁹⁹ handelt. Durch den Bezug der finanziellen Werttreiber zum Unternehmenswert und dem Zusammenhang zwischen finanziellen und operativen Werttreibern wird eine Verknüpfung zwischen

⁹⁵ Lewis, T.G. / Stelter, D. (1994), S.63.

⁹⁶ Lewis, T.G. / Stelter, D. (1994), S.63.

⁹⁷ Knorren, N. (1998), S.117.

⁹⁸ Vgl. Knorren, N. (1998), S.119.

⁹⁹ Knorren, N. (1997), S.206.

strategischer und operativer Planung möglich. Als Beispiel sei an dieser Stelle eine operative Werttreiber-Hierarchie eines Konsumgüterherstellers dargestellt.

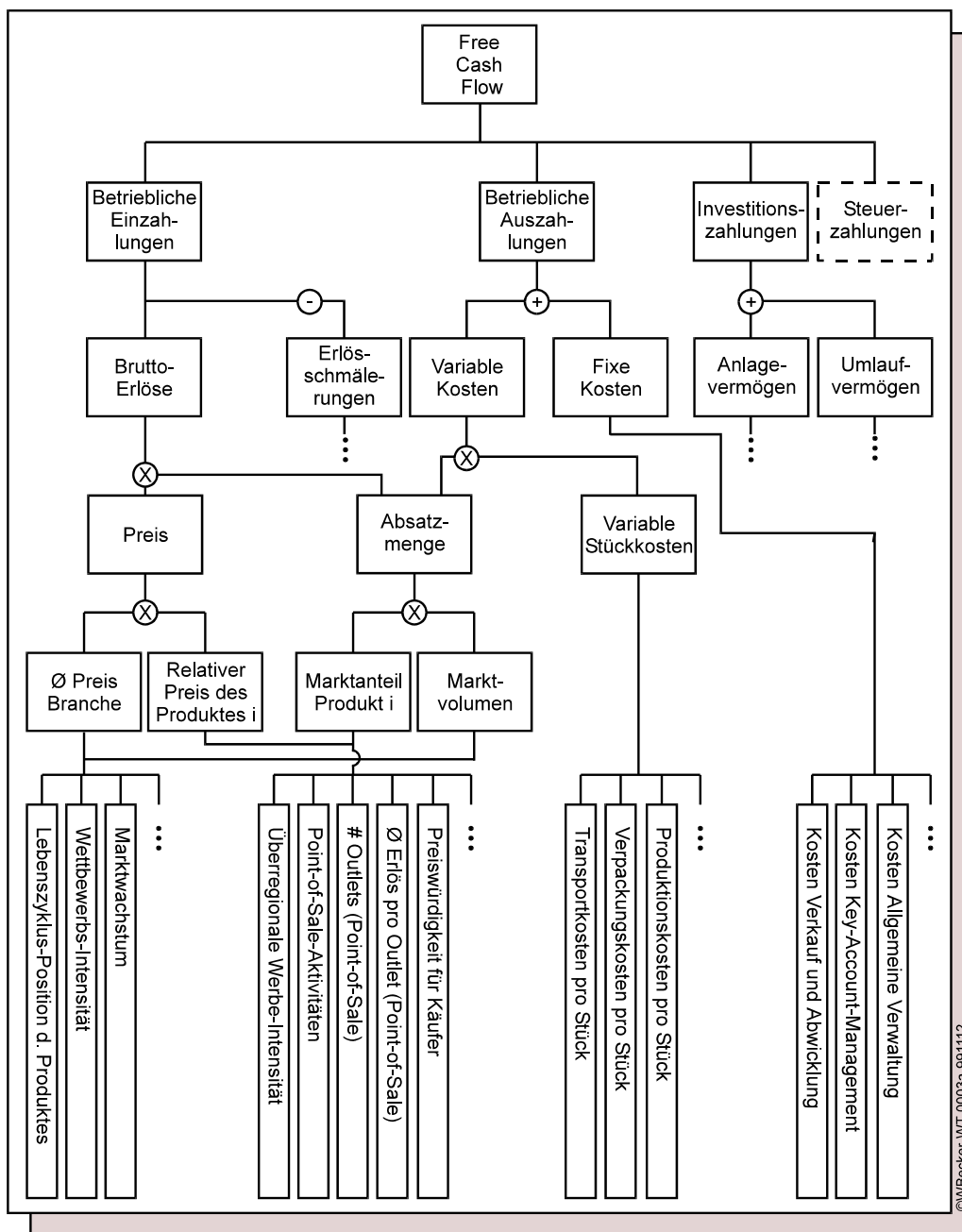


Abbildung 6: Operative Werttreiber-Hierarchie (Beispiel)¹⁰⁰

3.2.2 Bewertung der vorgestellten Modelle

Inwieweit die im vorausgehenden Abschnitt dargestellten Modelle auch den im einleitenden Teil dargelegten Zwecken der Operationalisierung von Wertsteigerungsstrategien dienen können, soll in diesem Abschnitt in gebotener Kürze dargelegt werden.

Betrachtet man die Eignung der Modelle, die operative und die strategische Planungsebenen miteinander verknüpfen zu können, so weisen insbesondere die Modelle von *Rappaport* sowie *Copeland et al.* deutliche Mängel auf.

Die Werttreiber nach *Rappaport* dienen als Grundlage der Planung sowie als Basisgröße eines Benchmarking bzw. einer Werttreiber-Analyse und fließen auch in Sensitivitätsanalysen ein.¹⁰¹ Werttreiber dieser Art setzen sich jedoch aus einer komplexen Aggregation weiterer Größen zusammen und verdecken somit vielfältige Wirkungsmechanismen. Zusätzlich sind sie nur wenig operationalisierbar und stellen somit keine operativen Steuerungsgrößen dar.¹⁰²

In gleicher Weise muß das Konzept von Copeland et. al. bewertet werden: Zwar läßt sich auf Basis der Analyse wertsteigernder Faktoren die mögliche Entwicklung des Free Cash Flows und daraus folgend die künftige Wertentwicklung abschätzen,¹⁰³ für eine Verknüpfung der strategischen und der operativen Planung eignen sich diese Größen aufgrund des hohen Aggregationsniveaus ebenfalls nicht.

Als einziger Ansatzpunkt eines wertorientierten Steuerungskonzeptes mit ausreichender Detaillierungstiefe eignet sich demnach nur das Konzept von Lewis/Stelter. Zwar sind die finanziellen Treiber dieses Konzeptes ebenso hoch aggregiert wie die der anderen beiden Konzepte, jedoch zielen die operativen Werttreiber auf eine wesentlich tiefere Aggregationsbasis: Es handelt sich um jene Einflußgrößen des Unternehmenswertes, die Größen des operativen Geschäfts sind und sich durch operative Maßnahmen steuern lassen.¹⁰⁴ Wird dieses Instrument in der Praxis verwandt, ist es jedoch unumgänglich, eine in Abbildung 7 dargestellte Priorisierung der operativen Werttreiber vorzunehmen, um die Anzahl der zu betrachtenden Kenngrößen in einem angemessenen Ausmaß zu halten.

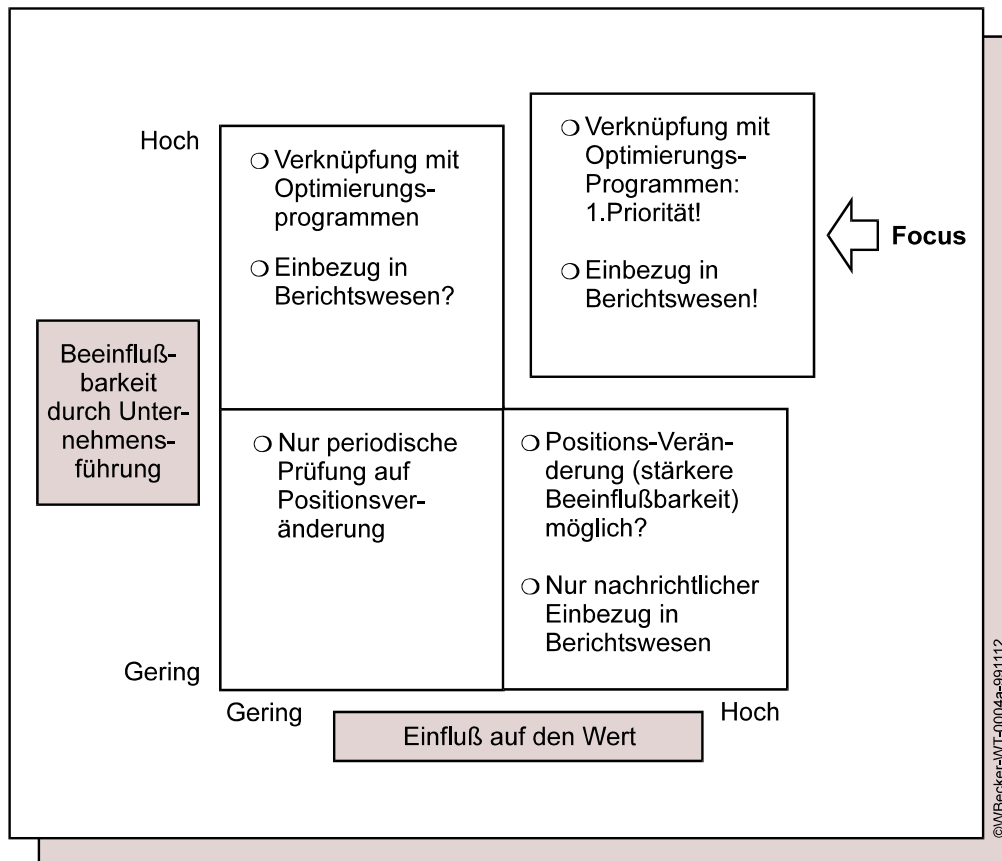
¹⁰⁰ In Anlehnung an Knorren, N./Weber, J. (1997), S.32.

¹⁰¹ Vgl. Rappaport, A. (1999), S.57, S. 68 und S. 119ff.

¹⁰² Vgl. Knorren, N. (1998), S. 116.

¹⁰³ Vgl. Copeland, T./ Koller, T./Murrin, J. (1998), S. 163.

¹⁰⁴ Vgl. Knorren, N. (1998), S. 117.

Abbildung 7: Fokussierte operative Werttreiber-Matrix¹⁰⁵

In diesem Zusammenhang ist die nahe Verwandtschaft dieses Werttreibermodelles mit dem Konzept der Balanced Scorecard¹⁰⁶ von Kaplan/Norton zu betrachten. Beide Konzepte setzen an „Leistungstreibern“ bzw. operativen Werttreibern an, die einen Einfluß auf die finanzwirtschaftlichen Ziele der strategischen Planung nehmen. Dennoch bestehen auch Unterschiede in folgender Hinsicht:¹⁰⁷

- Die operativen Werttreiber ordnen sich hierarchisch dem Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes unter, während die Balanced Scorecard auch herkömmliche finanzielle Ziele (z.B. ROI, ROCE, ...) maximieren kann.
- Die höhere Geschlossenheit der hierarchischen Struktur der operativen Werttreiber impliziert eine höhere Grundanzahl von Kennzahlen als in der Balanced Scorecard. Diese hohe Anzahl muß erst durch die bereits oben angesprochene Priorisierung minimiert werden.
- Im Rahmen der Implementierung der Kennzahlensysteme bietet die Balanced Scorecard den Vorteil, daß sie zunächst als strategisches Managementsystem entwickelt ist, also über ein reines Kennzahlensystem hinaus geht und intuitiv

¹⁰⁵ Knorren, N. (1997), S. 120.

¹⁰⁶ Zum Konzept der Balanced Scorecard siehe Kaplan, R./Norton, D. (1997).

eingängig ist.

Um das operative Steuerungssystem anhand von Werttreibern bzw. von Größen der Balanced Scorecard in den betrieblichen Entscheidungsprozeß einzubinden, bedarf es eines wertorientierten Anreizsystems, das auf die übergeordnete Zielsetzung der Unternehmenswertsteigerung abzielt. Wie derartige Systeme ausgestaltet sein können, ist Thema des folgenden Abschnitts.

3.3 Wertorientierte Anreizgestaltung in börsennotierten Aktiengesellschaften

Die Rolle, die dem Unternehmenswert für die Unternehmenssteuerung zugeschrieben wird, läßt sich auch auf verhaltenssteuernde Wirkungen zurückführen.¹⁰⁸ Die Ausrichtung am Unternehmenswert eröffnet neue Möglichkeiten für die Gestaltung von Anreizsystemen für Führungskräfte. Die Übertragung der Geschäftsführungsbefugnis von den Anteilseignern an ein professionelles Management führt zu einer durch Interessengegensätze zwischen Auftragnehmer und Auftraggeber gekennzeichneten Prinzipal-Agenten-Beziehung.¹⁰⁹

3.3.1 Modelle wertorientierter Anreizgestaltung

In der Aktiengesellschaft kann trotz der Überwachung des Vorstandes durch den Aufsichtsrat nicht ausgeschlossen werden, daß die mit der Führung des Unternehmens beauftragten Manager die Ressourcen der Aktiengesellschaft nicht vollständig im Sinne der Aktionäre nutzen, sondern divergierende eigene Ziele verfolgen. Aus dem möglichen opportunistischen Verhalten der Manager können suboptimale Dividenden und Aktienkurssteigerungen folgen, d.h. ein niedrigerer Grad der Zielerreichung verglichen mit dem theoretischen Fall, daß die Manager vollständig im Sinne der Aktionäre handeln würden. Diese Differenz wird auch als Agency-Kosten bezeichnet. Der Prinzipal ist daran interessiert, durch geeignete Maßnahmen die Agency-Kosten möglichst niedrig zu halten.¹¹⁰

Da externe Marktmechanismen, wie der Markt für Unternehmenskontrolle¹¹¹ und der Manager-Arbeitsmarkt¹¹², wegen Kapitalmarktineffizienzen¹¹³ nur unzureichend in der

¹⁰⁷ Vgl. zum Folgenden: Weber, J./Schäffer, U. (1999), S. 284f.

¹⁰⁸ Vgl. Günther, T. (1999), S. 362.

¹⁰⁹ Vgl. zu Grundlagen der Prinzipal-Agenten-Theorie und detaillierter Darstellung möglicher Interessenkonflikte Bühler, W./Siegert, T. (1999); Franke, G./Hax, H. (1999); Gedenk, K. (1998); Winter, S. (1998); Breid, V. (1995); Decker, R. (1994); Spremann, K. (1991); Petersen, T. (1989).

¹¹⁰ Vgl. Menichetti, M. (1996), S. 1689.

¹¹¹ Vgl. Breid, V. (1995), S. 828.

¹¹² Vgl. Decker, R. (1994), S. 123; Breid, V. (1995), S. 828.

Lage sind, zur Beseitigung und Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen Anteilseignern und Managern beizutragen, finden interne Kontrollmechanismen, wie die Vorgabe von Verhaltensvorschriften verbunden mit der Kontrolle des Verhaltens des Agenten sowie auf wertorientierter Entlohnung basierende Anreizsysteme verstärkt Anwendung.¹¹⁴ Indem die Manager durch die Koppelung ihres Gehaltes an den Wert des von ihnen geführten Unternehmens selbst von wertsteigernden Maßnahmen profitieren, kann der Interessenkonflikt zwischen Anteilseignern und Managern reduziert werden. Die gewünschte Wirkung soll u.a. durch die folgenden Modelle erreicht werden

- Restricted Stock Awards¹¹⁵
- Aktienoptionen¹¹⁶
- Phantom Stocks¹¹⁷
- Stock Appreciation Rights¹¹⁸

Der Einsatz dieser aktienkursbasierten Anreizinstrumente ist auf börsennotierte Aktiengesellschaften beschränkt. Als Maß für die Wertsteigerung können auch Führungsgrößen wie Economic Value Added (EVA), Cash Flow Return on Investment (CFROI), Cash Value Added (CVA) oder Return on Capital Employed (ROCE) herangezogen werden. Während der Aktienkurs die Entwicklung des gesamten Unternehmens abbildet, eröffnen diese aus dem Rechnungswesen abgeleiteten Kennzahlen die Möglichkeit einer Erfolgsmessung auf Geschäftsbereichsebene.¹¹⁹

3.3.2 Implementierungsprobleme wertorientierter Anreizsysteme

Eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg und die Akzeptanz wertorientierter Anreizsysteme ist die Widerspiegelung der Managementleistung in den zugrunde gelegten Kennzahlen. Hier erweist sich vor allem die Verwendung des Aktienkurses als problembehaftet, da nicht nur die Leistungen des Managements den Aktienkurs beeinflussen können, sondern auch unternehmensspezifische Faktoren, die sich einer Einflußnahme der Manager entziehen sowie externe Faktoren wie z.B. Zinsänderungen oder Konjunkturschwankungen. Wird bei Aktienoptionen als Bezugs-

¹¹³ Vgl. Breid, V. (1995), S. 827.

¹¹⁴ Vgl. Kohler, K. (1997), S. 250; Stelter, D. (1999), S. 221; Bea, F.X./Thissen, S. (1997), S. 788.

¹¹⁵ Siehe dazu im Detail Baums, T. (1997), S. 6.

¹¹⁶ Siehe dazu im Detail Winter, S. (1998), S. 1121; Weber, J./Weißberger, B. (1998), S. 41; Baums, T. (1997), S. 3; Feddersen, D. (1997), S. 269ff.; Kohler, K. (1997), S. 255; Becker, F. (1990), S. 37.

¹¹⁷ Siehe dazu im Detail Baums, T. (1997), S. 6; Feddersen, D. (1997), S. 285; Becker, F. (1990), S. 41f.

¹¹⁸ Siehe dazu im Detail Becker, F. (1990), S. 41.

¹¹⁹ Zu Aussagegehalt und Ableitung der Kennzahlen siehe Wagenhofer, A. (1999), S. 194ff.; Stelter, D. (1999), S. 230.

punkt allein die absolute Kursentwicklung herangezogen, kann es zu sogenannten „Windfall Profits“ oder „Windfall Losses“ kommen, d.h. aufgrund externer Einflüsse wird das Management einmal für nicht vorhandene Leistungen belohnt und das andere Mal werden Leistungen nicht entsprechend honoriert.¹²⁰ Durch die Relativierung des eigenen Aktienkurse an einem Branchen- oder Marktindex lassen sich diese Effekte weitgehend, aber nicht vollständig vermeiden.¹²¹

Problematisch ist neben der adäquaten Messung die Verhinderung bewußter Manipulation der Managementleistung. Wenn auch eine Manipulation des Börsenkurses durch die Manager ausgeschlossen werden kann, so muß doch dafür Sorge getragen werden, daß die Festlegung der Optionsbedingungen nicht zu ihren Gunsten beeinflußt wird.¹²²

Um dem Interesse der Aktionäre an einer langfristigen Wertsteigerung ihrer Aktien gerecht zu werden, müssen die wertorientierten Anreizinstrumente entsprechend langfristig angelegt sein.¹²³ Weiterhin ist die Risikoeinstellung der Manager zu berücksichtigen. Diese hat u.a. Einfluß auf die Höhe der zu gewährenden variablen Vergütung. Falls sie zumindest einen Teil des bisherigen Fixgehalts des Managers ersetzt, hat dieser ein zusätzliches Risiko zu tragen, das er sich als Risikoprämie vergüten lassen wird. Den Anteilseignern entsteht daher u. U. kein wirklicher Vorteil aus der Einführung eines wertorientierten Anreizsystems, da die Kosten für die Risikoprämie die Ersparnisse der Agency-Kosten kompensieren können.¹²⁴

Besonders interessant erscheint außerdem die Frage nach der Wirksamkeit wertorientierter monetärer Anreizsysteme vor dem Hintergrund der beabsichtigten Motivation der Manager. So zeigen Untersuchungen, daß Manager nach eigenen Angaben hauptsächlich durch Selbständigkeit und ein gutes Unternehmensklima und weniger durch die Höhe der Vergütung motiviert werden.¹²⁵ Die Motivation erfolgt also zu einem großen Teil aus der Arbeit selbst, ist also intrinsischer Art. Neben dem gewünschten Verstärkungseffekt durch die erfolgsabhängige variable Vergütung kann es u. U. auch zu einem Verdrängungseffekt kommen, d.h. die extrinsische Motivation in Form der Vergütung ersetzt die ursprünglich intrinsische, ohne das ein höheres

¹²⁰ Vgl. Baums, T. (1997), S. 12; Feddersen, D. (1997), S. 271; Kohler, K. (1997), S. 258.

¹²¹ Vgl. Baums, T. (1997), S. 13; Kohler, K. (1997), S. 258.

¹²² Zu Maßnahmen in diesem Zusammenhang siehe Seeberg, T. (1999), S. 273; Stelter, D. (1999), S. 225; Baums, T. (1997), S. 15ff.; Menichetti, M. (1996), S. 1691f.

¹²³ Vgl. Stelter, D. (1999), S. 223f.

¹²⁴ Vgl. Menichetti, M. (1996), S. 1689; Stelter, D. (1999), S. 215.

¹²⁵ Vgl. Gedenk, K. (1998), S. 26f.; Gedenk, K./Albers, S. (1994), S. 330f.

Anstrengungsniveau erreicht wird.¹²⁶

Es zeigt sich, daß für den Einsatz wertorientierter Anreizsysteme eine Reihe von Problemfeldern bedacht und gelöst werden müssen. Während die eher technischen Probleme lösbar erscheinen, ist besonders den motivationalen Fragestellungen weiterhin verstärkt Aufmerksamkeit zu widmen. So läßt sich die weite Verbreitung der wertorientierten Anreizsysteme in den USA eher durch steuerrechtliche und bilanztechnische Vorteile begründen, da die durch sie erhofften Wirkungen auf eine Erhöhung des Unternehmenswertes weitgehend ausblieben.¹²⁷

¹²⁶ Vgl. Frey, B. (1997), S. 15ff; von Rosenstiel, L. (1999), S. 74.

¹²⁷ Vgl. Winter, S. (1998), S. 1139.

4 Wertorientierte Unternehmensführung in nichtbörsennotierten Unternehmen

Das wachsende Interesse der Anteilseigner deutscher Unternehmen an der Steigerung des von ihnen eingesetzten Kapitals hat dazu geführt, daß bereits zahlreiche Gestaltungsempfehlungen der betriebswirtschaftlichen Theorie und erste Erfahrungsberichte über die praktische Anwendung in deutschen Unternehmen vorliegen.¹²⁸

Nicht börsennotierte Unternehmen und hier insbesondere der für die deutsche Wirtschaft bedeutungsvolle Mittelstand sowie öffentliche Unternehmen fanden bisher wenn überhaupt nur am Rande der Diskussion Beachtung.¹²⁹ Im folgenden soll deshalb der Frage nachgegangen werden, ob und in welcher Form eine wertorientierte Unternehmensführung in mittelständischen Unternehmen eine Alternative zu etablierten Führungskonzepten bieten kann. Anschließend wird diese Frage für öffentliche Unternehmen untersucht.

4.1 Wertorientierte Unternehmensführung in mittelständischen Unternehmen

Vor dem Hintergrund der Ursachen, die zu einer verstärkten Beachtung der Eigenkapitalgeberinteressen geführt haben, liegt es zunächst nahe, die Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes ausschließlich auf große Publikumsaktiengesellschaften zu beziehen. Diese weisen aufgrund der Trennung von unternehmerischer Leitung und Eigentum die bereits angesprochenen Principal-Agenten-Probleme auf. Zudem kann der Börsenkurs als ein Indiz für die Schaffung bzw. Vernichtung von Shareholder Value genutzt werden.¹³⁰ Mittelständische Unternehmen hingegen treten häufig in der Rechtsform der Personengesellschaft oder der GmbH auf. Wegen fehlender Fungibilität sind die Anteile dieser Rechtsformen für den Handel an organisierten Kapitalmärkten ungeeignet.¹³¹ Aufgrund der engen personellen Verknüpfung von Eigentum und Leitung treten Interessenkonflikte über die verfolgte Unternehmenspolitik in den Hintergrund.¹³²

¹²⁸ Vgl. dazu Höfner, K. (Hrsg.) (1994); Bischoff, J. (1994), Bronner, T. (1995), Günther, T. (1997), Knorren, N./Weber, J. (1997), Pape, U. (1997), Knorren, N. (1998), Donlan, J.J./Weber, A. (1999), Michel, U. (1999).

¹²⁹ Von den 3.900 AG in Deutschland sind nur etwa 730 an der Börse notiert. Diesen stehen allein 570.000 GmbH's gegenüber. Hinzukommen die zahlreichen mittelständischen Personengesellschaften. Vgl. dazu und zur Bedeutung der mittelständischen Unternehmen für die deutsche Wirtschaft Koch, W./Wegmann, J. (1998), S. 289f.

¹³⁰ Vgl. Bea, F.X./Thissen, S.M.A. (1997), S. 787.

¹³¹ Vgl. Wossidlo, P.R. (1997), S. 325.

¹³² Vgl. Picot, A. (1981), S. 164f.; zur Charakterisierung mittelständischer Unternehmen siehe Pfohl, Hans-Christian (Hrsg.) (1997) sowie die dort verzeichnete Literatur.

Bei undifferenzierter Betrachtung aller mittelständischen Unternehmen wird sich die Übertragung einer Shareholder Value-Konzeption in der für große börsennotierte Aktiengesellschaften entwickelten Form als weder für die vielgestaltigen Zielsetzungen des unternehmerischen Handelns mittelständischer Unternehmen geeignet noch als praktisch durchführbar erweisen. Im folgenden werden deshalb einige Ansätze für die Klärung folgenden Fragenkomplexe dargestellt:

Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung im Mittelstand

Warum sollte die Steigerung des Unternehmenswertes für mittelständische Unternehmen als eine Zielgröße der Unternehmensführung genutzt werden? Wie lassen sich Eigenkapitalgeber mittelständischer Unternehmen charakterisieren? Welche Zielsetzungen verfolgen sie mit der Investition ihres Kapitals in ein mittelständisches Unternehmen?

Die latente Eigenkapitalschwäche zwingt mittelständische Unternehmen dazu, Investitionsvorhaben mit Fremdkapital zu finanzieren, was die Investitionstätigkeit hemmt und die Unternehmen für Krisen und Übernahmen anfälliger macht.¹³³ Für die Bewältigung der momentan zu verzeichnenden Krise in fast allen mittelstandsbezogenen Wirtschaftsbranchen, gekennzeichnet durch erhebliche Rückgänge des Marktvolumens, ist die auf eine Maximierung von Sicherheiten ausgerichtete Fremdfinanzierung weitgehend ungeeignet.¹³⁴ Die wachsende Unsicherheit der Zukunftsentwicklung, erheblicher Innovationsdruck und nicht zuletzt die in vielen mittelständischen Unternehmen noch weitgehend ungelöste Nachfolgeproblematik werden zu einer spürbaren Zunahme der Eigenfinanzierung mittelständischer Unternehmen führen müssen.¹³⁵ Die Erschließung von Eigenkapitalquellen kann als entscheidende Voraussetzung für die dauerhafte Überlebensfähigkeit mittelständischer Unternehmen in Deutschland bezeichnet werden. Dazu müssen diese Unternehmen jedoch in die Lage versetzt werden, eine angemessene Verzinsung des investierten Eigenkapitals sicherzustellen.¹³⁶

¹³³ Vgl. Schawilye, R. (1996), S. 322.

¹³⁴ Vgl. Kück, Marlene (1998) Meinungsspiegel zu Koch/Wegmann (1998), S. 303.

¹³⁵ Vgl. zu Möglichkeiten der Eigenkapitalfinanzierung Leopold, G. (1993), S. 347ff.

¹³⁶ Hierzu ist jedoch die Zielheterogenität möglicher Eigenkapitalgeber-Konstellationen zu beachten. Dabei stellen zum einen das Einzelunternehmen mit einem Eigentümer-Unternehmer, der sowohl als Kapitalgeber als auch als Unternehmer fungiert und zum anderen die börsennotierte mittelständische Aktiengesellschaft mit einer typischen Trennung von Eigentum und Geschäftsführung die Eckpunkte des Kontinuums möglicher EK-Geber-Interessen dar. Die letztgenannte Gruppe börsennotierter mittelständischer Aktiengesellschaften mit hohem Anteil Stammaktien läßt am ehesten eine Übertragung der in geeigneter Form modifizierten ursprünglich für große börsennotierte Aktiengesellschaften konzipierten wertorientierten Unternehmensführung zu. Das Ziel einer Steigerung des Unternehmenswertes für einen Eigentümer-Unternehmer ist jedoch detailliert vor dem Hinter-

Messung der Unternehmenswertsteigerung

Welche Probleme ergeben sich bei der Bestimmung des Eigentümerwertes sowie der Wertsteigerung?

Die Übertragung des Shareholder Value-Konzeptes auf nichtbörsennotierte mittelständische Unternehmen bereitet insofern Probleme, als die für die Berechnung des Eigentümerwertes erforderlichen Daten nicht aus Marktdaten abgeleitet werden können und somit hinsichtlich ihrer intersubjektiven Überprüfbarkeit kritisch zu beurteilen sind. Problematisch im Rahmen der Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode ist insbesondere die Ermittlung der in den Diskontierungsfaktor eingehenden Eigenkapitalkosten. Während für börsennotierte Unternehmen Beta-Faktoren als Ausdruck der Renditeschwankung im Vergleich zu den Marktportefeuilles publiziert werden und auch für die Marktrisikoprämie als Differenz der Marktrendite und der risikolosen Sockelrate Berechnungen existieren, muß im Fall nicht börsennotierter Unternehmen auf entsprechende Informationen verzichtet werden.¹³⁷ Alternativ lassen sich Daten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen heranziehen.¹³⁸ Die notwendigen Informationen können außerdem im Wege einer Fundamentalanalyse¹³⁹ sowie einer persönlichen Befragung der Investoren über ihre Risikoeinschätzung und Renditeerwartungen gewonnen werden.¹⁴⁰

Wegen der Schwierigkeiten in der Anwendung der DCF-Methode kommt dem Ertragswertverfahren für die Ermittlung des Wertes nichtbörsennotierter Unternehmen eine dominierende Rolle zu.¹⁴¹

Implementierung einer wertorientierten Unternehmensführung

Auf welche Voraussetzungen und Besonderheiten mittelständischer Unternehmen ist im Rahmen der Umsetzung einer Wertsteigerungskonzeption zu achten?

Die Umsetzung einer wertorientierten Unternehmensführung stößt in mittelständischen Unternehmen schnell an die Grenzen sehr unterschiedlich weit entwickelter

grund des gesamten personengebunden Zielsystems des Unternehmers zu prüfen. Vgl. dazu Fröhlich /Pichler (1988)165ff.; Gabele, E. (1989), S.626ff.

¹³⁷ Vgl. Bea, F.X./Thissen, S.M.A. (1997), S. 788f.

¹³⁸ Vgl. zu Anwendung von Analogieschlüssen: Arbeitskreis "Finanzierung" (1996), S. 552ff.; Wagner, W. (1996), S. 345f.

¹³⁹ Vgl. Herter, R.N. (1994), S. 104ff.; Arbeitskreis "Finanzierung" (1996), S. 552ff.

¹⁴⁰ Dieses Vorgehen bietet sich besonders in mittelständischen Unternehmen mit einer überschaubaren Gesellschafterzahl an. Vgl. Knorren, N. (1998), S. 173 (Wertorientierte Gestaltung der Unternehmensführung); Bühner, R. (1990), S. 42.

¹⁴¹ Vgl. Zettel, W. (1994), S. 36. Zu DCF-Methode und Ertragswertverfahren siehe Kapitel 2.1.

Planungs- und Kontroll- sowie Informationsversorgungssysteme.¹⁴² Für die Informationsversorgung mit Cash Flow-Größen steht beispielsweise häufig lediglich eine Jahresabschlußrechnung zur Verfügung. Die Kosten- und Erlösrechnung erfüllt nur Abbildungs- und Dokumentationsfunktionen, eine Finanz- und Investitionsrechnung erfolgt oft nur für einzelne Projekte.¹⁴³ Der insgesamt geringe Stand der Formalisierung sowie die Kurzfristigkeit der Planung lassen kaum eine verlässliche Prognose zu erwartender Cash Flows für die nächsten 5 - 10 Jahre zu.¹⁴⁴

Weitere Besonderheiten in der Unternehmensführung mittelständischer Unternehmen, wie die Personenbezogenheit der Führung, die Koordination durch persönliche Weisungen, die mangelnde betriebswirtschaftliche Qualifikation der Führungskräfte sowie ein hohes Maß an Traditionsbewußtsein verlangen eine weitreichende Anpassung der Instrumente einer wertorientierten Unternehmensführung.¹⁴⁵ So sind insbesondere im Rahmen der Identifizierung von den Unternehmenswert beeinflussenden Faktoren die Ergebnisse der Erfolgsfaktorenforschung in mittelständischen Unternehmen zu berücksichtigen.¹⁴⁶ Maßnahmen zur Qualifikation und Motivation der Mitarbeiter sowie zur Entlastung der Geschäftsleitung von operativen Tätigkeiten im Wege der Einstellung von Fremdmanagern lassen danach erhebliche wertsteigernde Wirkungen erwarten,¹⁴⁷ obgleich deren quantitative Meßbarkeit kaum möglich erscheint.

Neben einer konzeptionellen und instrumentellen Anpassung der wertorientierten Unternehmensführung sind Veränderungen der Einstellungen und Verhaltensweisen mittelständischer Unternehmer erforderlich.¹⁴⁸ Die Erschließung von Eigenkapitalquellen setzt voraus, daß allen effektiven und potentiellen Kapitalgebern eine zutreffende Bewertung des Unternehmens ermöglicht wird. Werden die Ertragskraft und die Zukunftschancen des Unternehmens verständlich und überzeugend vermittelt, kann letztlich die Beschaffung von Eigenkapital zu günstigen Konditionen und damit eine Minimierung der Eigenkapitalkosten erreicht werden. In vielen mittelständischen Unternehmen fehlt neben der Möglichkeit jedoch vor allem die Bereitschaft zu einer

¹⁴² Vgl. Lanz, R. (1992), S. 71ff.

¹⁴³ Vgl. zum Stand des Einsatzes betriebswirtschaftlicher Instrumente: Kellerwessel, P. (1984), Scharpe, J. (1992), S. 22ff.; Gottschlich, W. (1989), S. 159ff. Kosmider, A. (1993), S. 44ff.

¹⁴⁴ Vgl. Kosmider, A. (1993), S. 45.

¹⁴⁵ Zu Besonderheiten in der Unternehmensführung mittelständischer Unternehmen siehe Hamer, E. (1990), S. 85ff. Kosmider, A. (1993), S. 38ff.; zu Kennzeichnung der mittelständischen Unternehmen im Vergleich zu Großunternehmen siehe Pfohl, H.-Ch. (1997), S. 19ff.

¹⁴⁶ Ein umfassenden Überblick über die empirische Erfolgsfaktorenforschung im Mittelstand gibt Daschmann, H.A. (1993), S. 202ff.

¹⁴⁷ Vgl. Daschmann, H.-A. (1993), S. 173.

¹⁴⁸ Vgl. Scharpe, J. (1992), S. S. 2.

kontinuierlichen, zeitnahen, umfassenden und zukunftsbezogenen Informationsversorgung.¹⁴⁹

4.2 Wertorientierte Unternehmensführung in öffentlichen Unternehmen

Öffentliche Unternehmen stellen Wirtschaftseinheiten dar, deren Träger vollständig oder mehrheitlich die öffentliche Hand (Bund, Land, Gemeinden) ist.¹⁵⁰ Sie nehmen meist öffentliche Aufgaben wahr, die von Märkten nicht oder nicht in gewünschter Weise erfüllt werden.¹⁵¹ Im folgenden werden sowohl öffentliche Unternehmen in öffentlich-rechtlicher als auch in privater Rechtsform hinsichtlich der Möglichkeiten einer wertorientierten Unternehmensführung untersucht.

Die Finanzierung öffentlicher Unternehmen erfolgt ganz oder teilweise aus öffentlichen Kassen und in der Regel nicht kostendeckenden Leistungsvergütungen. Die Aufgabenstellung beschränkt sich auf die Erfüllung eines extern vom Träger vorgegebenen Sachziels, das sich aus der konkreten öffentlichen Aufgabe ableitet.¹⁵² Die Notwendigkeit einer zunehmenden betriebswirtschaftlichen und marktorientierten Ausrichtung dieser Institutionen kann vor dem Hintergrund einer zunehmenden Ressourcenverknappung öffentlicher Träger, wachsende Konkurrenz zwischen öffentlichen und privaten Anbietern und dem steigenden Anspruchsniveau der Verbraucher nicht bestritten werden.¹⁵³ Es stellt sich jedoch die Frage nach der Eignung einer wertorientierten Unternehmensführung im Sinne der Ausrichtung der Managemententscheidung nach den Renditeforderungen der Eigentümer.

In öffentlich-rechtlichen Unternehmen übertragen Bund, Länder und Gemeinden als Eigentümer Aufgaben zum Zweck der Gemeinwohlförderung an öffentliche Unternehmen.¹⁵⁴ Die dabei zugrundeliegende Hauswirtschaft ist sparsam und wirtschaftlich zu führen. Gemeinwohl und Wirtschaftlichkeit stellen somit formaljuristisch definierte und rechtlich bindende Grundsätze für diese Unternehmen dar.¹⁵⁵ Dieser Zwecksetzung muß auch eine Wertsteigerungskonzeption für diese Unternehmen Rechnung tragen. Der Begriff Gemeinwohl ist zunächst im Rahmen komplexer, politischer Willenbildungsprozesse durch ein konkretes Zielsystem und Zielmaßstäbe zu

¹⁴⁹ Vgl. Schürmann, W. (1997), S. 98f.

¹⁵⁰ Vgl. zu Begriff, Rechtsformen, Arten und Tätigkeitsfeldern öffentlicher Unternehmen Budäus, D. (1997), S. 2826ff.

¹⁵¹ Vgl. Ernst, E./Galla, J./Weber, J. (1995), S. 934.

¹⁵² Vgl. Heyd, R. (1997), S. 557.

¹⁵³ Vgl. Heyd, R. (1997), S. 560.

¹⁵⁴ Der Begriff „Gemeinwohl“ stellt aus juristischer Perspektive einen unbestimmten, wertausfüllenden Rechtsbegriff dar, der einer Auslegung bedarf. Vgl. Budäus, D./Buchholtz, K. (1997), S. 324.

¹⁵⁵ Vgl. Budäus, D./Buchholtz, K. (1997), S. 323.

operationalisieren. Politische Ziele zeichnen sich jedoch durch hohes Konfliktpotential, Vielschichtigkeit und eingeschränkte direkte Meßbarkeit aus.¹⁵⁶

Wirtschaftlichkeit wird in öffentlichen Unternehmen in Form von zwei Prinzipien konkretisiert. Unter Zugrundelegung des Maximumprinzips sollen auf Basis der prognostizierten Einnahmen maximale bzw. bestmögliche Ergebnisse erreichen werden, um auf diese Weise zur Erreichung der politischen Ziele beizutragen. Diese Ergebnisse gilt es dann mit minimalem bzw. möglichst geringem Mitteleinsatz zu realisieren (Minimumprinzip).¹⁵⁷ Ob nun die realisierten Ergebnisse wie geplant einen Beitrag zur Erreichung der politischen Ziele leisten, wird aus einer Betrachtung der Wirtschaftlichkeit nicht deutlich. Dazu ist es im Rahmen einer Wirksamkeitsbetrachtung zusätzlich notwendig, die Wirkungen von Maßnahmen zu erfassen und mit den angestrebten Zielen zu vergleichen. Zusätzlich zu den zielbezogenen Wirkungen können jedoch auch positive und negative Nebenwirkungen aufgrund externer Effekte auftreten, die keinen Bezug zum angestrebten Ziel haben, sich aber dennoch auf das Gemeinwohl auswirken können.¹⁵⁸

Ein Ansatzpunkt zur Übertragung einer wertorientierten Unternehmensführung könnte die Konkretisierung des Gemeinwohls in Form eines analog zum Shareholder Value als Citizen Value bezeichneten Barwertes aller entnehmbaren Bürgernutzens darstellen.¹⁵⁹ Während die Bewertung des Aktionärsnutzens als Free Cash Flow aufgrund des Marktmechanismus ohne größere Probleme möglich ist, stellt sich beim Citizen Value-Ansatz die Frage, wie Bürgernutzen bewertet werden kann. Da Marktpreise zur Bewertung der Leistungen öffentlich-rechtlicher Unternehmen in der Regel fehlen, kann die Bewertung in Höhe

- der Zahlungsbereitschaft (Conjoint Measurement),
- der Kosten für alternative Handlungsmöglichkeiten (Opportunitätskosten) oder
- der Schadenskosten (Schaden für die Gesellschaft, wenn die öffentliche Leistung nicht bereitgestellt wird)

erfolgen. Die konkrete Anwendung dieser Alternativen zeigt jedoch schnell die Grenzen der monetären Bewertung öffentlicher Güter und Dienstleistungen.¹⁶⁰

Trotzdem stellt sich die Frage, ob über strategische und operative Hebel der Wertgenerierung die Zielsetzung einer Wertsteigerung in öffentlichen Unternehmen verfolgt

¹⁵⁶ Vgl. Budäus, D./Buchholtz, K. (1997), S. 324.

¹⁵⁷ Vgl. Heyd, R. (1997), S. 561.

¹⁵⁸ Vgl. Budäus, D./Buchholtz, K. (1997), S. 326.

¹⁵⁹ Vgl. Günther, T. (1998), S. 95.

¹⁶⁰ Vgl. Günther, T. (1998), S. 97f.

werden kann.¹⁶¹ Hinsichtlich einer konkreten Ausgestaltung einer wertorientierten Unternehmensführung in öffentlich-rechtlichen Unternehmen besteht jedoch noch erheblicher Forschungsbedarf.

Ähnlich problematisch stellt sich die Übertragbarkeit der wertorientierten Unternehmensführung auf öffentliche Unternehmen in privater Rechtsform dar.¹⁶² In diesen Unternehmen halten öffentliche Träger die Mehrheit der Anteile und prägen damit die Unternehmenspolitik entscheidend. Im Zuge der Privatisierung der vergangenen Jahre sind viele ehemalige Monopolbetriebe in die private Marktwirtschaft entlassen worden, wie z.B. die Deutsche Telekom AG und die Deutsche Bahn AG. Dem Bund kommt nun als Hauptanteilseigner die Rolle eines privaten Investors zu. Jedoch verfolgt er neben dem Ziel einer angemessenen Verzinsung des eingesetzten Kapitals zusätzlich Gemeinwohlinteressen, die sich aus dem Charakter ehemaliger Monopolmärkte ergeben.¹⁶³

Die Herausforderungen des freien Marktes, insbesondere der wachsende Preisdruck privater Anbieter sowie der erfolgte und geplante Börsengang der Deutsche Telekom AG bzw. Deutsche Post AG erfordern eine verstärkte Wertorientierung in der Unternehmensführung. Der damit verbundene Übergang von einer bürokratischen Führung durch Regeln (Gesetz, Verordnungen, Verfügungen) zu einer unternehmerischen Führung durch ergebnisorientierte Pläne greift tief in das Selbstverständnis und die Kultur dieser Unternehmen ein.¹⁶⁴ Die erfolgreiche Umsetzung einer wertorientierten Unternehmensführung verlangt deshalb ein auf die spezifischen Bedingungen ehemaliger Monopolunternehmen abgestimmtes Vorgehen.

¹⁶¹ Zu Beispielen für wertsteigernde Maßnahmen auf kommunaler Ebene vgl. Günther, T. (1998), S. 99f.

¹⁶² Von Bedeutung sind hier vor allem die AG und die GmbH, vgl. dazu im Detail Budäus, D. (1997), S. 2828.

¹⁶³ So gilt beispielsweise für den Bereich Post und Telekommunikation, daß die Erzielung von Gewinnen unter der Beachtung des Infrastrukturauftrages zu erfolgen hat. So sind die unternehmerischen Freiheitsgrade durch das PostStruktG deutlich eingeschränkt, insbesondere hinsichtlich der Preis- und Produkt sowie der Strukturpolitik; vgl. dazu Ernst, E./Galla, J./Weber, J. (1995), S. 934.

¹⁶⁴ Vgl. Ernst, E./Galla, J./Weber, J. (1995), S. 933.

5 Fazit

Mit dem vorliegenden Beitrag wurde das Ziel verfolgt, dem Leser ein grundlegendes Verständnis für wesentliche Inhalte der wertorientierten Unternehmensführung zu vermitteln. Darüber hinaus wurden in diesem Zusammenhang bedeutsame Schwerpunkte herausgegriffen und diskutiert. Im Mittelpunkt standen dabei vor allem Fragen zur Methodik der Unternehmenswertbestimmung sowie zu Führungsgrößen und Gestaltungsaspekten der wertorientierten Unternehmensführung. Abschließend wurden Probleme der Implementierung der wertorientierten Unternehmensführung in mittelständischen und in öffentlichen Unternehmen untersucht. An dieser Stelle wird bereits deutlich, daß besonders für spezifische Anwendungsfelder der wertorientierten Unternehmensführung noch erheblicher Forschungsbedarf besteht. Beispielhaft sei hier auf die Frage verwiesen, inwieweit die derzeit existierenden Führungsgrößen und Bewertungskonzepte für Internet-Unternehmen Gültigkeit besitzen und in welcher Weise diese modifiziert bzw. neu entwickelt werden können.

6 Literatur

Arbeitskreis "Finanzierung" (1996)

Wertorientierte Unternehmenssteuerung mit differenzierten Kapitalkosten, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg., H. 6, 1996, S. 543-578

Baetge, Jörg (Hrsg.) (1996)

Rechnungslegung und Prüfung, Schriften des Instituts für Revisionswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Düsseldorf 1996

Ballwieser, Wolfgang (1995)

Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, 48. Jg. (1995), Nr. 4-5, S. 119-129

Ballwieser, Wolfgang (1993)

Methoden der Unternehmensbewertung, in Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang / Steiner, Manfred (Hrsg.) Handbuch des Finanzmanagements Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993 S. 151-176

Baums, Theodor (1997)

Aktioptionen für Vorstandsmitglieder, in: Martens, K.-P. et al. (Hrsg., 1997), S. 3-20

Bea, Franz Xaver/Thissen, Susanne M.A. (1997)

Institutionalisierung des Shareholder Value Konzeptes bei der GmbH, in: Der Betrieb, 57. Jg., H. 16, 1997, S. 787-792

Becker, Fred G. (1990)

Anreizsysteme für Führungskräfte: Möglichkeiten zur strategisch-orientierten Steuerung des Managements, Stuttgart 1990

Becker, Wolfgang (2000)

Strategisches Management, 5. Auflage, Bamberg 2000

Becker, Wolfgang (1999)

Begriff und Funktionen des Controlling, in: Bamberger Betriebswirtschaftliche Beiträge, Nr. 106, Bamberg 1999

Becker, Wolfgang (1996)

Stabilitätspolitik für Unternehmen, Zukunftssicherung durch integrierte Kosten- und Leistungsführerschaft, Wiesbaden 1996

Becker, Wolfgang (1995)

Planung, Entscheidung und Kontrolle, Bamberg 1995

Bischoff, Jörg (1994)

Shareholder Value-Konzept, Darstellung - Probleme - Handhabungsmöglichkeiten, Leverkusen, 1994

Bleicher, Knut (1991)

Das Konzept integriertes Management, Frankfurt, New York 1991

Blum, U. u.a. (Hrsg.) (1998)

Soziale Marktwirtschaft im nächsten Jahrtausend, 3. Dresdner Kolloquium der Otto-Beisheim-Stiftung an der TU Dresden, Stuttgart 1998

Börsig, Clemens (1993)

Unternehmenswert und Unternehmensbewertung In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 45. Jg. (1993), H. 1, S. 79-91.

Bohr, Kurt/Drukarczyk, Jochen/ Drumm, Hans-Jürgen/Scherrer, Gerhard (Hrsg.) (1981)

Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1981

Breid, Volker (1995)

Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern, in: zfbf, 47. Jg. (1995), Nr. 9, S. 821-853

Breid, Volker (1994)

Erfolgspotentialrechnung: Konzeption im System einer finanztheoretisch fundierten, strategischen Erfolgsrechnung, Stuttgart, 1994

Bronner, Tillmann (1995)

Wertsteigerung durch strategische Entscheidungen, Analyse anhand eines strategischen Unternehmensmodells, Stuttgart 1995

Bruckner, Kris/Leithner, Stephan/McLean, Robert (1999)

What is the market telling you about your strategy?, in: The McKinsey Quarterly, 1999, Nr. 3, S. 98-110

Bruhn, Manfred (Hrsg.) (1998)

Wertorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden 1998

Budäus, Dietrich (1997)

Öffentliche Unternehmen, in: Gabler Verlag (Hrsg.): Gabler Wirtschafts-Lexikon, 14. Aufl., Wiesbaden 1997, S. 2826-2831

Budäus, Dietrich/Buchholtz, Klaus (1997)

Konzeptionelle Grundlagen des Controlling in öffentlichen Verwaltungen, in: Die Betriebswirtschaft, 57. Jg., H. 3, 1997, S. 322-337

Bühler, Wolfgang/Siegert, Theo (1999)

Unternehmenssteuerung und Anreizsysteme, Stuttgart 1999

Bühner, Rolf (1994)

Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: Bühner, R. (1994)

Bühner, Rolf (1994)

Der Shareholder Value Report, Landsberg/Lech 1994

Bühner, Rolf (1990)

Das Management-Wert Konzept - Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen, Stuttgart 1990

Copeland, Tom/ Koller, Tim/ Murrin, Jack (1998)

Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Frankfurt/ Main 1998

Daschmann, Hans-Achim (1993)

Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen - Ein Beitrag zur Erfolgsfaktorenforschung, Stuttgart 1993

Decker, Rolf O.A. (1994)

Eine Prinzipal-Agenten-theoretische Betrachtung von Eigner-Manager-Konflikten in der Kommanditgesellschaft auf Aktien und in der Aktiengesellschaft, Bergisch Gladbach, Köln 1994

Donlan, James J. / Weber, Axel (1999)

Wertorientierte Unternehmensführung im DaimlerCrysler Konzern, in: Controlling, (1999), H. 9, S. 381-388

Ernst, Edgar / Galla, Jürgen / Weber, Jürgen (1995)

Controlling als Mittel des Turnarounds öffentlich gebundener Unternehmen, Das Beispiel von Postdienst und Telekom, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 65. Jg., Heft: 9, 1995, S. 933-954

Feddersen, Dieter (1997)

Aktionsoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 161.Jahrgang (1997), S. 269-299

Fischer, Helmut (1992)

Bewertung bei Unternehmens- und Beteiligungskauf Aus: Hölters, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs Köln 1992. (3. Aufl.) S. 65-201.

Franke, Günter/ Hax, Herbert (1999)

Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Berlin 1999

Frey, Bruno S. (1997)

Markt und Motivation: wie ökonomische Anreize die (Arbeits-)Moral verdrängen, München 1997

Fröhlich, Erwin/Pichler, Hanns (1988)

Werte und Typen mittelständischer Unternehmer, Berlin 1988

Fruhan, W. (1979)

Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value, Homewood/Georgetown, 1979

Gabele, Eduard (1989)

Die Rolle der Werthaltungen von Führungskräften mittelständischer Unternehmen bei der Erringung strategischer Wettbewerbsvorteile, in: DBW, 49.Jg. H. 5, 1989, S. 623-637

Gabler Verlag (Hrsg.) (1997)

Gabler Wirtschafts-Lexikon, 14. Aufl., Wiesbaden 1997

Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.) (1993)

Handbuch des Finanzmanagements Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993

Gedenk, Karen (1998)

Agency-Theorie und die Steuerung von Geschäftsführern – Paradebeispiel oder Problemfall?, in: Die Betriebswirtschaft, 58. Jg. (1998), Nr. 1, S. 22-37

Gedenk, Karen/Albers, Söhnke (1994)

Empirische Ergebnisse zur Strategie-orientierten Steuerung von Geschäftsführern, in: Die Betriebswirtschaft, 54. Jg. (1994), Nr. 3, S. 327-345

Gottschlich, Werner (1989)

Strategische Führung in mittleren Unternehmen: Konzepte, Operationalisierung und Messung, Frankfurt am Main, Bern, New York 1989

Günther, Thomas (1999)

State-of-the-Art des Wertsteigerungsmanagements, in: Controlling, (1999), H. 9, S. 361-370

Günther, Thomas (1998)

Vom Shareholder Value zum Citizen Value - Schaffen öffentliche Organisationen Wert?, in: Blum, U. u.a. (Hrsg.): Soziale Marktwirtschaft im nächsten Jahrtausend, 3. Dresdner Kolloquium der Otto-Beisheim-Stiftung an der TU Dresden, Stuttgart 1998, S. 87-102

Günther, Thomas (1997)

Unternehmenswertorientiertes Controlling, München 1997

Hachmeister, Dirk (1996a)

Die Abbildung der Finanzierung im Rahmen verschiedener Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 48. Jg. (1996) Nr.3, S.251-277

Hachmeister, Dirk (1996b)

Der Discounted Cash Flow als Unternehmenswert, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 25. Jg. (1996) Nr. 4, S. 357-366

Hahn, Dietger (1996)

Stand und Entwicklungstendenzen der strategischen Planung in. Hahn D./Taylor, B.: Strategische Unternehmensplanung - strategische Unternehmensführung, 7. völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg, 1996, S. 1-27

Hahn Dietger/Taylor, Bernard (1996)

Strategische Unternehmensplanung - strategische Unternehmensführung, 7. völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg, 1996

Hamer, Eberhard (1990)

Mittelständische Unternehmen: Gründung, Führung, Chancen, Risiken, Landsberg/Lech 1990

Helbling, Carl (1990)

Unternehmensbewertung auf Basis von Einnahmen, Ausschüttungen, Cash Flows oder Gewinnen? In: Der Schweizer Treuhänder, 64. Jg. 1990, H. 11, S. 533-538.

Herter, R.N. (1994)

Unternehmenswertorientiertes Management, München 1994

Heyd, Reinhard (1997)

Notwendigkeit und Ausgestaltung eines Controlling-Systems in Non-Profit-Organisationen, in: Das Wirtschaftsstudium, 26. Jg., Heft: 6, 1997, S. 556-564

Höfner, Klaus (Hrsg.) (1994)

Wertsteigerungs-Management, Das Shareholder Value-Konzept, Methoden und erfolgreiche Beispiele, Frankfurt 1994

Horváth, Péter (1998)

Controlling, 7. Aufl., München 1998

Hostettler, Stephan (1995)

“Economic Value Added” als neues Führungsinstrument, in: Der Schweizer Treuhänder, 69. Jg. (1995), S. 307-315

Hostettler, Stephan (1997)

Economic Value Added , 2. Auflage, Bern, Stuttgart, Wien 1997

Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW) (1983)

Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: Die Wirtschaftsprüfung, 36. Jg. (1983), Nr. 15/16, S. 468-480

Institut der Wirtschaftsprüfer (Hrsg.) (1992)

Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1992 – Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Bd. II, Düsseldorf 1992

Janisch, Monika (1993)

Das strategische Anspruchsgruppenmanagement vom Shareholder Value zum Stakeholder Value Bern, Stuttgart, Wien 1993.

Jonas, Martin (1995)

Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode in Deutschland, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 47. Jg. (1995) Nr. 1, S. 83-98

Kaplan, R./Norton, D. (1997)

Balanced Scorecard-Strategien erfolgreich umsetzen, Stuttgart 1997

Kellerwessel, Paul (1984)

Führungsinformationen in Klein- und Mittelbetrieben: Arten und Möglichkeiten ihrer Beschaffung, Frankfurt am Main, Bern, New York 1994

Knorren, Norbert (1998)

Wertorientierte Gestaltung der Unternehmensführung, Wiesbaden 1998

Knorren, Norbert (1997)

Unterstützung der Wertorientierung durch Wert-Orientiertes Controlling (WOC), in: Kostenrechnungspraxis, 41. Jg., (1997) Heft 4, S.203-210

Knorren, Norbert/ Weber, Jürgen (1997)

Implementierung Shareholder Value, Band 3 der Reihe „Advanced Controlling“, Valendar 1997.

Koch, Wolfgang/Wegmann, Jürgen (1998)

Going public im Mittelstand - Erfahrungsberichte vom Neuen Markt; in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, H. 3 1998, S. 289-298

Kohler, Klaus (1997)

Stock Options für Führungskräfte aus der Sicht der Praxis, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 161. Jahrgang (1997), S. 246-268

Kosmider, Andreas (1993)

Controlling im Mittelstand: eine Untersuchung der Gestaltung und Anwendung des Controlling in mittelständischen Industrieunternehmen, 2. Aufl., Stuttgart 1993

Kück, Marlene (1998)

Meinungsspiegel zu Koch, Wolfgang/Wegmann, Jürgen (1998): Going public im Mittelstand - Erfahrungsberichte vom Neuen Markt; in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, H. 3 1998, S. 299-321

Lanz, Rolf (1992)

Controlling in kleinen und mittleren Unternehmen, 3. Aufl., Bern, Stuttgart 1992

Leopold, Günter (1993)

Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen, in: Gebhardt, Günther/Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred (Hrsg.) Handbuch des Finanzmanagements Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 345-364

Lewis, Thomas G./Stelter, Daniel (1994)

Steigerung des Unternehmenswertes: Total-Value-Management, 1. Auflage, Landsberg/Lech 1994

Leysinger, Micheal (1997)

Der neue Maßstab für den Unternehmenserfolg: Economic Value Added, in: Der Schweizer Treuhänder, Jg. (1997), Nr. 4, S. 243-246

Löhr, Dirk (1992)

Die Grenzen des Ertragswertverfahrens – Kritik und Perspektiven, Frankfurt a. M. 1993

Martens, Klaus-Peter et al. (Hrsg.) (1997)

Festschrift für Carsten Peter Claussen: Zum 70. Geburtstag, Köln 1997

Menichetti, Marco J. (1996)

Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management, in: Der Betrieb, 49. Jg., (1996), H. 34, S. 1688-1692

Michel, Uwe (1999)

Wertmanagement: Ein umfassender und durchgängiger Ansatz zur kapitalmarkt-orientierten Unternehmenssteuerung, in: Controlling, (1999), H. 9, S. 371-380

Moxter, Adolf (1983)

Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2.Aufl., Frankfurt a.M. 1983

Pape, Ulrich (1997)

Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, Sternenfels/Berlin 1997

Petersen, Thomas (1989)

Optimale Anreizsysteme: betriebswirtschaftliche Implikationen der Prinzipal-Agenten-Theorie, Wiesbaden 1989

Pfohl, Hans-Christian (Hrsg.) (1997)

Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe: größenspezifische Probleme und Möglichkeiten zu ihrer Lösung, 3. Aufl., Berlin 1997

Picot, Arnold (1981)

Der Beitrag der Theorie der Verfügungsrechte zur ökonomischen Analyse von Unternehmensverfassungen, in: Bohr, Kurt/Drukarczyk, Jochen/ Drumm, Hans-Jürgen/Scherrer, Gerhard (Hrsg.): Unternehmensverfassung als Problem der Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1981, S. 153-198

Rappaport, Alfred (1999)

Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2., vollst. überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart 1999

Roos, Alexander/Stelter, Daniel (1999)

Die Komponenten eines integrierten Wertmanagementsystems, in: Controlling, Jg. (1999), Nr. 4, S.301-306

Ross, Stephen/Westerfield, Randolph/Jaffe, Jeffrey (1990)

Corporate Finance, 2.Aufl., Boston/Homewood 1990

Rosenstiel, Lutz von (1999)

Motivationale Grundlagen von Anreizsystemen, in Bühler, W./Siegert, T. (Hrsg., 1999), S. 47-77

Scharpe, Jochen (1992)

Strategisches Management im Mittelstand: Probleme der Implementierung und Ansätze zur Lösung, Bergisch Gladbach, Köln 1992

Schawilye, Ramona (1996)

Die "kleine AG" als Alternative für den Mittelstand, in: Das Wirtschaftswissenschaftliche Studium, H. 6, 1996, S. 322-323

Schürmann, Walter (1997)

Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse: ein Leitfaden für potentielle Börsenkandidaten mit Beispielen aus der Praxis, 3. Aufl., München 1997

Seeberg, Thomas (1999)

Wertorientierte Unternehmensführung bei Siemens mit EVA/GWB, in: Bühler, W./ Siegert, T., (Hrsg., 1999), S. 207-241

Siegel, Theodor (1992)

Methoden der Unsicherheitsberücksichtigung in der Unternehmensbewertung, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 21. Jg. (1992), Nr. 1, S. 21-26

Spremann, Klaus (1991)

Investition und Finanzierung, München 1991

Stelter, Daniel (1999)

Wertorientierte Anreizsysteme, in: Bühler, W./ Siegert, T. (Hrsg., 1999), S. 207-241

Stewart, G.B. (1991)

The Quest for Value, New York, 1991

Süchting, Joachim (1995)

Finanzmanagement, 6.Aufl., Wiesbaden 1995

The Boston Consulting Group (Hrsg.) (1999)

The Value Creators – A Study of the World's Top Performers 1999

Ulrich, Hans (1968)

Die Unternehmung als produktives soziales System. Grundlagen der allgemeinen Unternehmungslehre, Bern, Stuttgart 1968

Volkart, Rudolf (1997)

Umsetzungsprobleme von Discounted Cash Flow-Analysen – Mißverständnisse und Fehlinterpretationen im Zusammenhang mit der Methodenanwendung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 67 (1997) Ergänzungsheft 2, S. 105-124

Wagenhofer, Alfred (1999)

Anreizkompatible Gestaltung des Rechnungswesens, in: Bühler, W./ Siegert, T., (Hrsg., 1999), S. 183-205

Wagner, Wolfgang (1996)

Shareholder Value als Managementinstrument und Aspekte des Konzepts für die Unternehmensbewertung, in: Baetge, J. (Hrsg.): Rechnungslegung und Prüfung, Schriften des Instituts für Revisionswesen der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster, Düsseldorf 1996, S. 310-354

Weber, Jürgen/Schäffer, Utz (1999)

Operative Werttreiberhierarchien als Alternative zur Balanced Scorecard, in: KRP 1999, S. 281-285

Weber, Jürgen/Weißberger, Barbara E. (1998)

Finanzorientiertes Controlling, Vallendar 1998

Wild, Jürgen (1982)

Grundlagen der Unternehmensplanung, 4.Auflage, Opladen, 1982

Winter, Stefan (1998)

Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: zfbf, 50.Jg (1998), Nr. 12, S. 1120-1142

Wossidlo, Peter Rütger (1997)

Finanzierung in: Pfohl, Hans-Christian (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre der Mittel- und Kleinbetriebe: größenspezifische Probleme und Möglichkeiten zu ihrer Lösung, 3. Aufl. Berlin 1997, S. 287-334

Zettel, Wolfgang (1994)

Organisation zur Steigerung des Unternehmenswertes: Konzept und Methodik zur wertorientierten organisatorischen Gestaltung, Dissertation, St.Gallen, 1994