

2. Das Konzept des Shareholder Value

2.1. Kennzeichnung des Shareholder Value-Ansatzes

Zur Bewertung des Anteilseignervermögens wurden von Wissenschaft und Praxis unterschiedliche Vorschläge entwickelt.¹ Gemeinsam ist allen Ansätzen ihre Orientierung an Zahlungsströmen, eine langfristige Sichtweise und die Verwendung der Erwartungen der Eigenkapitalgeber als Maßstab zur Beurteilung der Managementtätigkeit. Die Erwartungen der Eigenkapitalgeber spiegeln sich in den kapitalmarktbedingten Kapitalkosten als Renditeforderungen für die Investition in Anteile der Unternehmung wider. Die Unternehmen schaffen dann Wert für die Anteilseigner, wenn das zur Verfügung gestellte Kapital eine höhere Rendite als vergleichbare Investitionsobjekte erwirtschaftet.² Durch die Kapitalmarktorientierung sowie die Verwendung finanzierungstheoretischer Modelle wird eine Verbindung zwischen Finanzierungstheorie und (strategischer) Unternehmensplanung vorgenommen.

Der Shareholder Value wird auf Basis des Kapitalwertkriteriums über die Diskontierung zukünftiger Cash Flows bestimmt. Damit bildet der (Discounted) Cash Flow die zentrale Rechengröße des Ansatzes. Er spiegelt die finanzielle Wertsteigerung der Unternehmung wider und bildet gleichzeitig die Basis für die Beurteilung des Wertsteigerungsrisikos, weshalb er für einen rational handelnden Investor das wesentliche Beurteilungskriterium des Unternehmenserfolges darstellt. Problematisch an seiner Bestimmung sind die Prognose der periodischen Cash Flows sowie die Ermittlung des Diskontierungssatzes.³

In den nachfolgenden Abschnitten dieses Kapitels werden die wesentlichen Charakteristika des Shareholder Value-Ansatzes kurz skizziert und daraus resultierende Implikationen für eine wertsteigerungs- und risikoorientierte Unternehmensführung herausgearbeitet. Sie bilden die Grundlage für die Ausführungen in den weiteren Kapiteln.

¹ Vgl. z.B. Rappaport, A. (Creating 1998); Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (Valuation 1994); Stewart, G. (Quest 1991). Für einen Überblick der wichtigsten us-amerikanischen und einiger deutscher Ansätze vgl. Hachmeister, D. (Shareholder Value 1997).

² Vgl. Bühner, R. (Shareholder Value 1993), S. 749f.

³ Vgl. Buchner, R. (Shareholder Value-Ansatz 1994), S. 513.

2.2. Der Shareholder Value-Ansatz als Verbindung von Finanzierungstheorie und Unternehmensplanung

Die Bestimmung des Shareholder Value wird auf Basis der Unternehmensplanung mit Hilfe finanzierungstheoretischer Modelle vorgenommen. Insofern erfolgt im Rahmen des Shareholder Value-Konzepts eine Verbindung der Unternehmensplanung mit der Finanzierungstheorie⁴. Die Berücksichtigung der Interdependenzen ist notwendig und sinnvoll, da unternehmerisches Handeln die Grundlage für die Ein- und Auszahlungen im Zeitablauf bildet bzw. andererseits die Zahlungsströme Einfluß auf das unternehmerische Handeln nehmen.

Die Unternehmensplanung läßt sich üblicherweise in die Phasen Zielbildung, Problemanalyse, Alternativensuche, Prognose und Bewertung einteilen.⁵ Ergebnis der Zielbildung sind Ziele, die als Maßstäbe zur Bewertung zukünftiger Handlungen dienen und die zentralen Größen der Unternehmensplanung und -führung darstellen.⁶ Dementsprechend gelten Entscheidungen erst dann als rational, wenn sie zielorientiert sind und die mit ihnen verbundenen Aktionen der Zielerreichung dienen.⁷ Im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes gelten die finanziellen Ziele der Eigentümer unter Rückgriff auf den mikroökonomisch-investitionstheoretischen Ansatz von Fisher⁸ als das wichtigste Ziel der Unternehmung. Sie stellen die zentrale Entscheidungsgrundlage dar. Dabei wird die Existenz anderer, nicht finanzieller Ziele, wie z.B. sozialer, ethischer, Unabhängigkeits-, Macht- oder Prestigeziele, keineswegs geleugnet.⁹ Ihre zusätzliche Beachtung führt zur Notwendigkeit ihrer Operationalisierung, der

⁴ Hierunter werden im folgenden die betriebswirtschaftliche Kapitaltheorie, die neoklassische Kapitalmarkttheorie und der neoinstitutionalistische Ansatz der Finanzierungstheorie subsumiert. Vgl. zu den Theorie-Ansätzen Rudolph, B. (Theorie 1979), S. 1035; Schmidt, R. (Property Rights-Analysen 1988), S. 239-267.

⁵ Vgl. Wild, J. (Unternehmensplanung 1974), S. 39.

⁶ Vgl. Heinen, E. (Grundlagen 1976), S. 17; Wild, J. (Unternehmensplanung 1974), S. 52.

⁷ Vgl. Süchting, J. (Unternehmensfinanzierung 1991), S. 249.

⁸ Vgl. Fisher, I. (Zinstheorie 1932).

⁹ Vgl. Hax, H. (Investitionstheorie 1985), S. 9; vgl. zu anderen Zielen beispielsweise Heinen, E. (Grundlagen 1976), S. 77-82; Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 46ff.

Formulierung von Entscheidungsmodellen mit Mehrfachzielsetzungen und der Kenntnis ihrer Interdependenzen.¹⁰

Im Rahmen der Problemanalyse und Alternativensuche sollen schließlich Wertlücken identifiziert sowie das darin enthaltene Wertsteigerungspotential ausgenutzt werden. Wertlücken resultieren entsprechend den Theorien Porters¹¹ aus Marktunvollkommenheiten oder Chancen, die von anderen Marktteilnehmern noch nicht entdeckt wurden.¹² Damit ist die Annahme unvollkommener Märkte grundlegend für die Legitimation des Shareholder Value-Ansatzes, da nur so Wertlücken als Möglichkeiten einer Steigerung des Shareholder Value existieren können. Die zur Begründung einer Maximierung des Shareholder Value als unternehmerischer Zielsetzung notwendige Annahme unvollkommener Märkte gilt für realgüterwirtschaftliche wie auch für Kapitalmärkte gleichermaßen. Bei Vollkommenheit des Kapitalmarktes wäre jeder Investor in der Lage, ein Unternehmen am Kapitalmarkt zu replizieren. Eine Maximierung des Eigenkapitalwertes der Unternehmung wäre dann nicht notwendig und würde sogar eine schlechtere Lösung darstellen, da keine Nutzenmaximierung sämtlicher Investoren erzielt werden kann. In der Realität liegen jedoch unvollkommene Kapitalmärkte vor. Infolgedessen werden nicht alle Investitionsalternati-

¹⁰ Vgl. Sieben, G. (Bewertung 1969), S. 71-100; Hafner, R. (Zielsetzung 1988). Bei Berücksichtigung mehrfacher Zielsetzungen können jedoch andere als die auf Basis des Shareholder Value-Ansatzes vorgeschlagenen Entscheidungen präferiert werden. Vgl. Hax, H. (Investitionstheorie 1985) S. 9.

¹¹ Vgl. Porter, M. (Wettbewerbsstrategie 1990).

¹² Entscheidend für die Existenz und Möglichkeit der Entdeckung von Wertlücken ist der Grad der Informationseffizienz des Marktes. Dieser bestimmt sich entsprechend den sich im Börsenkurs widerspiegelnden Informationen. Sind in den Kursen alle öffentlich verfügbaren Informationen enthalten - hierzu zählen Jahresabschluß- und Zwischenberichtsinfos ebenso wie Pressemitteilungen - spricht man von halbstrenger Informationseffizienz. Reflektieren die Kurse hingegen auch Insiderinformationen, ist dies Kennzeichen einer strengen Informationseffizienz. Bezüglich des unterstellten Informationseffizienzgrades bestehen jedoch Unterschiede zwischen den verbundenen Ansätzen: Die Finanzierungstheorie unterstellt in den meisten Fällen informationseffiziente Märkte, während die strategische Unternehmensplanung eher von unvollkommenen Märkten ausgeht. Vgl. Milgrom, P./ Roberts, J. (Economics 1992), S. 467; Drukarczyk, J. (Theorie 1993), S. 84-89; Franke, G./ Hax, H. (Finanzwirtschaft 1990), S. 315-318; Röttger, B. (Added Value 1994), S. 8.; Breid, V. (Erfolgspotentialrechnung 1994), S. 50; Ganz, M. (Erhöhung 1991), S. 41; Porter, M. (Wettbewerbsvorteile 1992), S. 149f.; Bettis, R. (Modern Financial Theory), S. 409f.; Peavy, J. (Modern Financial Theory 1984), S. 154.

ven am Kapitalmarkt gehandelt, und sind die Investoren nicht in der Lage, sämtliche Investitionsportefeuilles am Kapitalmarkt nachzubilden. Die Unternehmen haben damit Möglichkeiten, die den einzelnen Investoren nicht zur Verfügung stehen und können über die Erzielung eines möglichst hohen Kurswertes zu einer Nutzenmaximierung der Investoren beitragen, die diese selbst so nicht erreichen könnten. Analog ist die Unvollkommenheit des Marktes eine Begründung für die im Rahmen dieser Arbeit geforderte explizite Berücksichtigung des Risikos als unternehmerischer Zielsetzung. Da nicht alle Investitionsalternativen am Kapitalmarkt gehandelt werden, können die Investoren die einzelnen, mit ihnen verbundenen Risiken bzw. Diversifikationsmöglichkeiten nicht einschätzen bzw. ausnutzen. Deshalb muß die Unternehmensleitung Risiko als eine wesentliche Einflußgröße berücksichtigen und entsprechendes Diversifikationspotential ausschöpfen.¹³

Über die Prognose und Bewertung wird dann festgestellt, inwieweit ein Objekt den Zielvorstellungen entspricht. Nach Wild bezeichnet der Wert die „Meßgröße für die Zielwirksamkeit“¹⁴. Im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes erfolgt die Bewertung unternehmerischer Aktivitäten über den Discounted Cash Flow-Ansatz. Hierbei werden Zeit- und Risikoaspekte erfaßt.

2.3. Marktwertmaximierung des Eigenkapitals als zentrale unternehmerische Zielsetzung

2.3.1. Marktwertmaximierung des Eigenkapitals als Mittel zur Konsumfinanzierung der Shareholder

Nach dem Shareholder Value-Ansatz besteht die zentrale Zielsetzung der Unternehmung in der Maximierung des Eigenkapitalmarktwertes und damit des für Konsumzwecke vorgesehenen Einkommenstroms der Eigenkapitalgeber.¹⁵ Somit erfolgt eine Orientierung der unternehmerischen Zielvorstellungen an den Konsumausgaben der Eigentümer als letztem finanziellen Wert. Die Eigentümer überlassen der Unternehmung ihr Kapital mit der Erwartung, daß diese

¹³ Vgl. hierzu auch die Ausführungen in Kap. 2.3.1.

¹⁴ Vgl. Wild, J. (Unternehmensplanung 1974), S. 101.

¹⁵ Vgl. hierzu Fisher, I. (Zinstheorie 1932), S. 5f.; Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 47ff; Süchting, J. (Unternehmensfinanzierung 1991), S. 250f.; dabei wird unterstellt, daß die Bedürfnisbefriedigung im Zeitpunkt der Konsumausgabe erfolgt. Vgl. hierzu auch Schneider, D. (Investition 1980), S. 159.

ihre finanziellen Ziele realisiert.¹⁶ Damit ist es die Aufgabe des Managements, den in Form von Dividenden oder Entnahmen an die Eigentümer zur Deckung ihrer Konsumausgaben fließenden Zahlungsstrom in seiner Breite, zeitlichen Struktur und seinem Risiko zu optimieren.¹⁷ Risiko kennzeichnet dabei die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Ausprägungen des Konsumstroms. Es ist unmittelbar an die Erfolgsgröße gebunden und muß „... gerade bei langfristigen, weit in die Zukunft gerichteten Entscheidungen immer berücksichtigt werden ...“¹⁸. Somit leitet sich die zentrale Zielsetzung des Shareholder Value-Ansatzes einer Optimierung des Zahlungsstroms an die Eigentümer unter Berücksichtigung des damit verbundenen Risikos direkt aus den finanziellen Zielvorstellungen der Eigentümer ab. Wird die Unternehmung nicht entsprechend dieser Zielvorstellungen geführt, werden die Kapitalgeber kein Kapital mehr zur Verfügung stellen.¹⁹

Die Optimierung des Konsumstroms stellt jedoch ein reines Individualkalkül dar, da die Risiko- und Konsumpräferenzen nur bei einem einzigen Eigentümer exakt befriedigt werden können. Bei mehreren Eigentümern liegen i.d.R. unterschiedliche Präferenzen vor, die auch der Unternehmensleitung nicht im einzelnen bekannt sind. Es ist unklar, welche Ziele in welchem Ausmaß verfolgt werden sollen. Die Literatur zur Corporate Finance empfiehlt dem Entscheider deshalb eine Orientierung am Kriterium der Marktwertmaximierung.²⁰

¹⁶ Vgl. auch Moxter, A. (Bilanztheorie 1966), S. 37.

¹⁷ Vgl. auch Fisher, I. (Zinstheorie 1932), S. 6; Moxter, A. (Präferenzstruktur 1964), S. 11; Moxter, A. (Bilanztheorie 1966), S. 38; Wilhelm, J. (Marktwertmaximierung 1983), S. 518.

¹⁸ Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 50.

¹⁹ Vgl. Franke, G./ Hax, H. (Finanzwirtschaft 1990), S. 7.

²⁰ Vgl. Copeland, T./ Weston, J. (Financial Theory 1988), S. 18 und 20; Ross, S./ Westerfield, R./ Jaffee, J. (Corporate Finance 1993) S. 18; Levy, H./ Sarnat, M. (Capital Investment 1994), S. 9; Brealy, R./ Myers, S. (Corporate Finance 1991), S. 5; Weston, J./ Copeland, T. (Managerial Finance 1992), S. 10; Drukarczyk, J. (Theorie 1993), S. 49; Hax, H./ Laux, H. (Einleitung 1975), S. 22; Saelzle, R. (Investitionsentscheidungen 1976), S. 34; Rudolph, B. (Kapitalkosten 1979), S. 129. Der Marktwert eines Wertpapiers entspricht dem Preis, zu dem der mit dem Titel verbundene Zahlungsstrom am Markt gekauft werden kann. Hierzu ist es notwendig, daß ein Markt für ungewisse zukünftige Zahlungen besteht und daß bekannt ist, wie sich die Preise für unsichere Zahlungsströme mit unterschiedlicher Höhe und Struktur bilden bzw. wie unternehmerisches Handeln sie beeinflusst. Daraus ergibt sich, daß der Marktwert des Unternehmens

Bei einer Maximierung des Marktwerts als unternehmerischer Zielsetzung können Interessenkonflikte unter den Eigentümern ohne Kenntnis der subjektiven Konsum- und Zeitpräferenzen gelöst werden, da sie ihren gewünschten Konsumstrom außerhalb des Unternehmens durch Kauf und Verkauf der Anteile realisieren können.²¹ Notwendige Voraussetzung hierfür ist jedoch ein vollkommener Kapitalmarkt²², da bei Vorliegen eines vollkommenen Kapitalmarktes nach dem Fisher-Separationstheorem Konsum- und Finanzierungs- sowie Investitionsentscheidungen unabhängig voneinander sind und getrennt behandelt werden können.²³ Eine Erweiterung des nur bei Sicherheit geltenden Separationstheorems von Fisher um unsichere Erwartungen wurde von Arrow und Debreu durchgeführt.²⁴ Hierbei ist neben einer optimalen Konsum-Spar-Entscheidung unter Unsicherheit eine optimale Risikoallokation notwendig.²⁵ In einer Arrow-Debreu-Welt ist jeder Investor in der Lage, seinen persönlichen Konsumstrom durch Ausschüttungen, Kauf und Verkauf von Aktien oder Kreditaufnahmen zu optimieren. Wiederum kann das Unternehmen seine In-

durch unternehmerische Aktivitäten und das Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage an den Unternehmensanteilen bestimmt wird. Vgl. Franke, G./ Hax, H. (Finanzwirtschaft 1990), S. 108 und S. 265; Saelzle, R. (Investitionsentscheidungen 1976), S. 18f.; Hax, H. (Investitionstheorie 1985), S. 146; Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 58f und 62.

²¹ Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow 1995), S. 14.

²² Kennzeichen eines vollkommenen Kapitalmarktes sind: (1) der Handel zukünftiger finanzieller Ansprüche erfolgt ohne Transaktionskosten, (2) Unternehmen und Investoren haben den gleichen Zugang zum Kapitalmarkt, (3) die Marktteilnehmer sind reine Mengenanpasser und haben keinen Einfluß auf die Preise, (4) Unternehmen und Investoren haben die gleichen Informationen; diese gehen ihnen kostenlos zu und es liegen homogene Erwartungen vor und (5) alle Investoren sind rational handelnde Nutzenmaximierer. Vgl. Fama, E./ Miller, M. (Theory of Finance 1972), S. 176f.; Haley, C./ Schall, L. (Theory 1979), S. 469 und Copeland, T./ Weston, J. (Financial Theory 1988), S. 331.

²³ Vgl. Fisher, I. (Zinstheorie 1932), S. 222-224; Fama, E./ Miller, M. (Theory of Finance 1972), S. 178; Rudolph, B. (Bedeutung 1983), S. 264-273; Wilhelm, J. (Marktwertmaximierung 1983), S. 523-527; Ballwieser, W./ Schmidt, R. (Unternehmensverfassung 1981), S. 656f.

²⁴ Vgl. Arrow, K. (Role 1964), S. 91-96 und Debreu, G. (Theory of Value 1959), S. 89-102.

²⁵ Diese soll über sog. Contingent Claims, die zukünftige Güter zeit- und zustandsabhängig definieren, erreicht werden. Die Investoren haben dann in Abhängigkeit eines bestimmten Umweltzustands Anspruch auf eine bestimmte Anzahl an Konsumgütern.

vestitions- und Finanzierungsentscheidungen unabhängig von den Konsum- und Entnahmepräferenzen seiner Eigentümer treffen.

Das Kriterium der Marktwertmaximierung stellt damit sowohl bei Sicherheit als auch bei Unsicherheit einen aus Sicht der Anteilseigner korrekten Beurteilungsmaßstab dar, sofern ein vollkommener Kapitalmarkt vorausgesetzt wird. Es sind nur unternehmerische Aktionen durchzuführen, die den Marktwert steigern. Andernfalls sollten das Projekt nicht durchgeführt und das dazu notwendige Investitionskapital ausgeschüttet bzw. die Unternehmung auf lange Sicht liquidiert werden.²⁶

Die Marktwertorientierung stimmt mit den Eigentümerpräferenzen nicht mehr zwangsweise überein, sobald kein vollkommener Kapitalmarkt vorausgesetzt werden kann.²⁷ Sie ist nicht mehr in der Lage, eine für alle Anleger wohlstandsmaximierende Entscheidung sicherzustellen.²⁸ Unter diesen Bedingungen kann die Unternehmung nur für einzelne Anteilseigner ein optimales Investitions- und Finanzierungsprogramm realisieren. Zum Ausgleich von Wohlfahrtsverlusten wird oftmals auf Arbitragemöglichkeiten des Investors außerhalb des Unternehmens hingewiesen. Dies setzt jedoch voraus, daß die Anteilseigner einen ihrer Zeit- und Risikopräferenz entsprechenden Konsumstrom über private Transaktionen auf dem Kapitalmarkt realisieren können.²⁹

In der Realität sind die Märkte unvollkommen und unvollständig und damit nicht in der Lage, individuelle Erwartungs- und Präferenzunterschiede aufzufangen.³⁰ Um jedoch die Interessen der Anteilseigner verfolgen zu können,

²⁶ Vgl. Wenger, E. (Unternehmenserhaltung 1981), S. 7.

²⁷ Verhält sich beispielsweise eine Unternehmung nicht als reiner Mengenanpasser, ergibt sich eine Abhängigkeit der Rendite investierter Mittel vom Marktzins. Die Ausschüttungen und Verkaufserlöse von Anteilen können nicht ohne weiteres mittels des Marktzinses über die Zeit transformiert werden, und es wird keine Wohlstandsmaximierung der Anteilseigner erzielt. Vgl. Laux, H. (Nutzenmaximierung 1975), S. 65-84; Laux, H. (Marktwertmaximierung 1975), S. 113-133.

²⁸ Vgl. Laux, H. (Kapitalkosten 1969), S. 20-27; Hax, H. (Finanzierungs- und Investitionstheorie 1982), S. 54 und 66f.; Schmidt, R. (Praxisbezug 1991), S. 198-201; Schneider, D. (Besteuerung 1992), S. 643f.

²⁹ Vgl. Schmidt, R. (Grundzüge 1992), S. 46; Hax, H. (Finanzierungs- und Investitionstheorie 1982), S. 54; Haley, C./ Schall, L. (Theory 1979), S. 471f.

³⁰ „Bei real existierenden Kapitalmärkten - auch organisierten wie der Börse - sind die Annahmen über Vollkommenheit und Vollständigkeit, aber auch *Competitivity* und

müßten deren Konsumpläne bekannt sein. Gerade bei Publikumsgesellschaften dürfte es für die Unternehmensleitung nahezu unmöglich sein, die Zeit- und Risikopräferenzen sämtlicher Investoren festzustellen und sie zu einer Risikonutzenfunktion des Unternehmens zu aggregieren bzw. Einigkeit über die Ausschüttungspolitik zu erlangen.³¹ Damit bleibt dem Unternehmen nur noch die Möglichkeit, einen möglichst hohen Kurswert unter Berücksichtigung des Wertsteigerungsrisikos zu schaffen, so daß die Anleger durch Kauf und Verkauf von Anteilen auch auf unvollkommenen Märkten ihren gewünschten Konsumstrom weitestgehend erreichen können.³²

Es bleibt damit festzuhalten, daß die Zielsetzung Marktwertmaximierung unter Beachtung des damit verbundenen Risikos auch unter realen Bedingungen unvollkommener Märkte als eine angemessene Vereinfachung akzeptiert werden kann. Sie ist dann zwar nicht mehr in der Lage, die Konflikte zwischen den Anteilseignern einwandfrei zu lösen, sie kommt jedoch der Zielerreichung der Eigentümer am besten entgegen.³³ Dadurch stellt sie ein grundsätzlich akzeptiertes und sinnvolles Kriterium dar.³⁴

Oftmals wird kritisiert, die Marktwertmaximierung sei nur für börsennotierte Unternehmen sinnvoll anwendbar. Nicht notierte, personenbezogene Unternehmen können jedoch sehr wohl ihre Aktionen auch an einer Steigerung ihres „Marktwertes“ ausrichten. Grundsätzlich sind notierte und nicht notierte Unternehmungen mit den gleichen Problemen, wie beispielsweise dem Erkennen lukrativer Investitionsprojekte, der Kapitalbeschaffung für Expansionen und

Spanning nicht erfüllt.“ Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow 1995), S. 17; vgl. auch Süchting, J. (Unternehmensfinanzierung 1991), S. 328-331.

³¹ Vgl. Schmidt, R. (Grundzüge 1992), S. 38.

³² Vgl. Süchting, J. (Unternehmensfinanzierung 1991), S. 282; Standop, D. (Unternehmensfinanzierung 1975), S. 169; Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 58; Drukarczyk, J. (Theorie 1993), S. 74.

³³ Vgl. Volpert, V. (Kapitalwert 1989), S. 8; Schmidt, R. (Grundzüge 1992), S. 16 und 269; Haley, C./ Schall, L. (Theory 1979), S. 473; Drukarczyk, J. (Theorie 1993), S. 78; Bolenz, G. (Investitions- und Finanzierungsentscheidungen 1978), S. 61; Standop, D. (Unternehmensfinanzierung 1975), S. 169 und Porterfield, J. (Investment Decisions 1965).

³⁴ Vgl. Rudolph, B. (Investitionsplanung 1988), S. 680; Schemann, G. (Unternehmensfinanzierung 1970), S. 50.

der Messung ihrer Leistungsfähigkeit, konfrontiert.³⁵ Die Maximierung des Marktwertes ist damit unabhängig von der Börsennotierung des Unternehmens als oberstes Zielkriterium verwendbar.

2.3.2. Marktwertmaximierung des Eigenkapitals im Spannungsfeld der Stakeholder-Interessen

Gegen den Shareholder Value-Ansatz wird vielfach in der Literatur eingewendet, er sei nur auf eine Gruppe von Entscheidungsträgern, die Shareholder, ausgerichtet und berücksichtige die Interessen und Ansprüche anderer Gruppen, der Stakeholder, nicht oder zu wenig.³⁶ Zu der Gruppe der Stakeholder werden u.a. die Geschäftsleitung, Kreditgeber und Gläubiger allgemein, Arbeitnehmer, Lieferanten, Kunden, Fiskus, Öffentlichkeit gezählt. Eine Unternehmung agiere in einem Netz von Stakeholdern, deren Interessen bei der Unternehmensführung zu berücksichtigen seien, weshalb es nicht ausreiche, den Eigenkapitalwert zu erhöhen, sondern es müsse Wert für alle Stakeholder geschaffen werden.³⁷ Auf Basis der Koalitionstheorie sei das Unternehmen als Koalition verschiedener Interessengruppen zu sehen. Die Ziele der Unternehmung ergeben sich dann über Verhandlungen aus den individuellen Vorstellungen der Koalitionsmitglieder.³⁸

³⁵ Vgl. Schmidt, R./ Terberger, E. (Grundzüge 1997), S. 58; Hartmann-Wendels, T. (Venture Capital 1987), S. 26; Hax, H. (Finanzierungs- und Investitionstheorie 1982), S. 67; Stüchtgen, J. (Unternehmensfinanzierung 1991), S. 285; Volpert, V. (Kapitalwert 1989), S. 8, Fn. 4; Finegan, P. (Shareholder Value 1991), S. 30.

³⁶ Vgl. Janisch, M. (Stakeholder Value 1993), S. 105f.; Gomez, P. (Wertmanagement 1993), S. 102f.; Knyphausen, D. (Strategisches Management 1992), S. 349; Kirsch, W. (Unternehmensführung 1993), S. 224-228; Bleicher, K. (Konzept 1992), S. 105; Macharzina, K. (Unternehmensführung 1993), S. 8; Näther, C. (Erfolgsmaßstäbe 1993), S. 293; Milgrom, P./ Roberts, J. (Economics 1992), S. 116-118; Piltz, K. (Akquisitions- und Desinvestitionspolitik 1993), S. 298 und 304; Kretz, G. (Verantwortung 1990), S. 36; Wagenhofer, A. (Share Holder Value-Konzept 1994), S. 562.

³⁷ Vgl. Schwab, K. (Moral 1992), S. 45; Freeman, R. (Strategic Management 1984), S. 31-41; Steinmann, H./ Schreyögg, G. (Management 1993), S. 75ff.; Janisch, M. (Stakeholder Value 1993), S. 117f.; Gomez, P. (Wertmanagement 1993), S. 23; Weston, J./ Chung, K./ Hoag, S. (Mergers 1990), S. 57.

³⁸ Vgl. Cyert, R./ March, J. (Theory 1963), S. 26-43 und S. 114-127; Heinen, E. (Grundlagen 1976), S. 200; Kirsch, W. (Unternehmensziele 1969), S. 668.

eine Vorstellung darüber besitzen, wie hoch das Gesamtrisiko der Unternehmung maximal sein darf.

Denkbar ist ferner die Vorgabe eines kombinierten Risikolimits, das grundsätzlich ein variables Limit, jedoch mit einer fixen Obergrenze darstellt. Die einzelnen Möglichkeiten einer Vorgabe von Risikolimits sind in Abbildung 5-1 nochmals dargestellt.

5.2. Isoliert wertsteigerungsorientierte Performancemaße

Wie bereits in Abschnitt 5.1. dargestellt wurde, können die in der Literatur zum Shareholder Value diskutierten Performancemaße bei einer Vorgabe von Risikolimits zur Beurteilung des erwirtschafteten Shareholder>Returns eingesetzt werden. In diesem Abschnitt werden nun einzelne Performancemaße vorgestellt und im Hinblick auf ihre Eignung zur Beurteilung des Shareholder>Returns diskutiert. Der Focus wird dabei auf Ansätze gelegt, die entweder auf dem Cash Flow als zentrale Bestimmungsgröße des Shareholder Value aufbauen oder direkt eine Shareholder Value-Ermittlung vornehmen.¹² Hierbei werden die Verfahren hinsichtlich der Berücksichtigung der Benchmark in Rentabilitätskennzahlen (Abschnitt 5.2.1.) und Residualgewinne (Abschnitt 5.2.2.) unterschieden. Im Rahmen der Rentabilitätskennzahlen wird die Erfolgsgröße zu der Benchmark in Beziehung gesetzt, während bei den Residualgewinnkonzepten der Überschuß der Erfolgsgröße über die Benchmark betrachtet wird.

5.2.1. Rentabilitätskennzahlen

5.2.1.1. Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Das Konzept des Cash Flow Return on Investment (CFROI) versucht, durch eine Gegenüberstellung des erwirtschafteten Brutto Cash Flow einer Periode und des eingesetzten Kapitals den internen Zinsfuß einer Investition, eines Bereiches oder der ganzen Unternehmung zu bestimmen.¹³ Die so ermittelte in-

¹² Der von STEWART entwickelte Ansatz des Economic Value Added baut zwar auf Daten des Rechnungswesens auf, ermittelt aber unter bestimmten Voraussetzungen über Diskontierung der periodischen Economic Value Addeds einen Shareholder Value. Vgl. Abschnitt 5.2.2.1.

¹³ „Der CFROI ist definiert als der Brutto-Cash-flow, den ein Geschäft relativ zu dem darin investierten Kapital innerhalb eines Jahres erwirtschaftet.“ Lewis, T. (Steigerung

terne Verzinsung soll über einen Vergleich mit den steuerkorrigierten gewogenen Kapitalkosten der Unternehmung eine Wertsteigerung ($i^{\text{CFROI}} > k^{\text{WACC}}$) bzw. Wertvernichtung ($i^{\text{CFROI}} < k^{\text{WACC}}$) kennzeichnen.¹⁴ Die Differenz zwischen dem Cash Flow Return on Investment und den Kapitalkosten wird von LEWIS als CFROI-Spread bezeichnet.¹⁵ Gleichzeitig ist der Cash Flow Return on Investment gemäß seinen Vertretern zur Bewertung von Investitionsstrategien, Ressourcenallokation und Performancebeurteilung einsetzbar.¹⁶ Er ist dabei grundsätzlich nicht zu Entscheidungs- oder Prognosezwecken, sondern als Kontrollrechnung anzuwenden.¹⁷

Der Cash Flow Return on Investment wird ausschließlich auf Basis von Daten des Jahresabschlusses ermittelt. Damit bestimmt er die in der Vergangenheit realisierte und nicht die zukünftig erwartete interne Verzinsung.¹⁸ Seine grundlegende Bestimmungsgleichung auf Basis der Methode des internen Zinsfußes lautet:¹⁹

1994), S. 40; das Konzept des Cash Flow Return on Investment wurde von der Unternehmensgruppe BCG/Holt entwickelt und durch Lewis verbreitet. Die Anpassung an deutsche Verhältnisse erfolgte durch Lehmann. Vgl. Raster, M. (Shareholder-Value-Management 1995), S. 55; Herter, R. (Management 1994), S. 80.

¹⁴ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 81; Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 13.

¹⁵ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 251.

¹⁶ Vgl. Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 1; Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 40 und S. 74.

¹⁷ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 40; Günther, T. (Controlling 1997), S. 557.

¹⁸ „Es wird untersucht, welcher interne Zinsfuß bei den in der Vergangenheit realisierten Entwicklungen erreicht werden könnte; dazu werden über die Nutzungsdauer bei konstanten Cash-flows unveränderte Umweltbedingungen und unternehmerische Handlungen unterstellt.“ Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 559f.

¹⁹ Vgl. Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 558. In einer vereinfachten Version wird der Cash Flow Return on Investment durch Division des Brutto Cash Flow durch die Bruttoinvestitionsbasis bestimmt: $i^{\text{CFROI}} = \text{BCF}_t / \text{BIB}_0$. Vgl. Bühner, R. (Unternehmerische Führung 1994), S. 44 und Menn, B.-J. (Kapitalergebnisrechnung 1995), S. 230f. Diese Vereinfachung wird auch als Gross Profitability Ratio (GPR) oder Cash Recovery Rate (CRR) bezeichnet. Vgl. Stauffer, T. (Measurement 1971), S. 435-440; Ijiri, Y. (Cash-Flow Accounting 1978), S. 338-341; Ijiri, Y. (Recovery Rate 1980) und Kaplan (Management Accounting 1982), S. 546f.

$$-BIB_0 + \sum_{t=1}^T \frac{BCF_t}{(1+i^{CFROI})^t} + \frac{NAA_T}{(1+i^{CFROI})^T} = 0 \quad (5-1)$$

Als wesentliche Komponenten seiner Ermittlung werden die Bruttoinvestitionsbasis, nicht abschreibungsfähige Aktiva, die Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens sowie der periodische Brutto Cash Flow angesehen.²⁰

Die Bruttoinvestitionsbasis (BIB_0) entspricht den inflationsbereinigten Anschaffungsauszahlungen der betrachteten Investition.²¹ Sie kennzeichnet das im Betrachtungszeitpunkt vorhandene, im Unternehmen investierte Kapital und bestimmt sich als Summe aus abnutzbaren und nicht abnutzbaren Aktiva.²² Das abnutzbare Sachanlagevermögen wird zu historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten bewertet, die entsprechend dem stichtagsbezogenen Preisniveau anzupassen sind. Ziel dieses Vorgehens ist eine Bewertung zu Wiederbeschaffungspreisen.²³ Damit werden die Alterstruktur der abnutzbaren Sachanlagen und Inflationseffekte neutralisiert. Nicht wiederzubeschaffende abnutzbare Aktiva werden mit ihren Buch- oder Veräußerungswerten angesetzt.²⁴

Zu den nicht abnutzbaren Aktiva zählen Bilanzpositionen wie Grundstücke, Vorräte oder Netto-Monetäre-Aktiva, die mit ihren Zeitwerten erfaßt werden²⁵. Sie stehen der Unternehmung bis Ablauf der Nutzungsdauer zur Verfügung und werden am Ende des Planungshorizonts fiktiv veräußert.²⁶ Dies führt zu

²⁰ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 41-46; Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 9-11; Lehmann, S. (Bewertung 1994), S. 90; Bühner, R. (Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung 1996), S. 394f.; vgl. für eine kritische Diskussion der Berechnung einzelner Komponenten Günther, T. (Controlling 1997), S. 214-219.

²¹ Vgl. Herter, R. (Management 1994), S. 81.

²² Vgl. Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 561.

²³ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 41 und S. 52f.; Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), Raster, M. (Shareholder-Value-Management 1995), S. 57.

²⁴ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 61.

²⁵ Die Netto-Monetären-Aktiva beinhalten das Umlaufvermögen ohne Vorräte, das Finanzanlagevermögen, den Saldo sämtlicher Rechnungsabgrenzungsposten abzüglich nicht zinstragender Verbindlichkeiten. Vgl. Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 561f.; Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 43.

²⁶ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 44; Günther, T. (Controlling 1997), S. 213.

einem einmaligen Einzahlungsstrom am Ende des Planungszeitraums (NAA_T). Im Gegensatz hierzu hat das abnutzbare Sachanlagevermögen am Ende der Nutzungsdauer keinen Restwert mehr.²⁷

Die durchschnittliche Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens (T) wird auf Basis der Periodenabschreibung und der historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten bestimmt.²⁸ Sie beschreibt den Zeitraum, für den ein Cash Flow aus der Bruttoinvestitionsbasis erwartet wird und damit gleichzeitig den (endlichen) Planungszeitraum.²⁹ Da die einzelnen, mit der Bruttoinvestitionsbasis finanzierten Objekte unterschiedliche Laufzeiten haben, müssen bei der Beurteilung von Geschäftseinheiten oder ganzen Unternehmen Durchschnittswerte angesetzt werden.³⁰

Der Brutto-Cash Flow (BCF_t) ist als typischer Einzahlungsüberschuß aus operativer Geschäftstätigkeit vor Investitionen und Zinsen, aber nach Steuern zu interpretieren und kennzeichnet damit den für Investitionen und Zahlungen an die Kapitalgeber zur Verfügung stehenden Zahlungsstrom.³¹ Er wird auf Basis des Jahresabschlusses der Vorperiode bestimmt und für die durchschnittliche Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens als konstant angenommen.³² Somit erfolgt eine Fortschreibung sämtlicher Cash Flow-Einflußgrößen der Vorperiode in die Zukunft. Hierzu wird in einem ersten Schritt der um Scheingewinne und außerordentliche Komponenten bereinigte Gewinn in eine Zahlungsgröße transformiert, aus der anschließend ein ökonomischer Erfolgsmaßstab abzuleiten ist.³³

Für laufende Projekte wird im Rahmen der Ermittlung des internen Zinsfußes fiktiv eine erneute Durchführung des Projekts im Bewertungszeitpunkt unterstellt. Der interne Zins ergibt sich dann aus der fiktiven Bruttoinvestitionsbasis

²⁷ Vgl. Herter, R (Management 1994), S. 81.

²⁸ Vgl. Lehmann, S. (Bewertung 1994), S. 134; Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 10f.

²⁹ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 44.

³⁰ Vgl. Günther, T. (Controlling 1997), S. 217; Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 563.

³¹ Vgl. Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 10; Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 562.

³² Vgl. Lewis, T./ Lehmann, S. (Investitionsentscheidungen 1992), S. 11; Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 44; Raster, M. (Shareholder-Value-Management 1995), S. 57.

³³ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 40.

und dem daraus erwirtschafteten prognostizierten Brutto-Cash Flows. Auch hier werden sämtliche Daten aus dem Jahresabschluß der abgelaufenen Periode gewonnen. Damit liefert der so bestimmte Cash Flow Return on Investment eine Aussage darüber, ob die aktuellen Cash Flows eines laufenden Investitionsprojekts eine ausreichende Verzinsung sicherstellen.³⁴

Auf Basis des Cash Flow Return on Investment kann die Wertsteigerung der betrachteten Investitionseinheit als sog. Cash Value Added (CVA) bestimmt werden.³⁵

$$CVA = (i^{CFROI} - k^{WACC}) \cdot BIB_0 \quad (5-2)$$

Da die Bestimmungsgrößen in jeder Periode neu auf Basis des jeweils letztjährigen Jahresabschlusses zu berechnen sind, handelt es sich um eine periodische Erfolgsgröße. Über die Summation der mit den gewogenen Kapitalkosten diskontierten periodischen Cash Value Addeds zuzüglich der Nettoinvestitionen (NI_0) kann ein Gesamtwert des betrachteten Investitionsprojekts, Geschäftsbereichs oder Unternehmens berechnet werden. Die Nettoinvestitionen kennzeichnen das zu Beginn des Betrachtungszeitraums investierte Kapital und bestimmen sich als Differenz zwischen (inflationsbereinigter) Bruttoinvestitionsbasis und den (inflationsbereinigten) wirtschaftlichen kumulierten Abschreibungen.³⁶

$$GK = \sum_{t=1}^T \frac{CVA_t}{(1 + k^{WACC})^t} + NI_0 \quad (5-3)$$

Daneben wurden Vorschläge zur Ableitung von Free Cash Flows über den Cash Flow Return on Investment und einer anschließenden Bestimmung des Unternehmenswertes unterbreitet.³⁷ Ein derartiges Vorgehen erscheint jedoch als umständlich, da die Free Cash Flows direkt ohne den schwierigen Umweg des Cash Flow Return on Investment bestimmt werden können.

³⁴ Vgl. Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 573.

³⁵ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 125.

³⁶ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 125f. und S. 250f.; Lewis unterstellt jedoch das Rentenmodell. Vgl. auch Günther, T. (Controlling 1997), S. 220.

³⁷ Vgl. Lewis, T. (Steigerung 1994), S. 109ff.; Lehmann, S. (Bewertung 1994), S. 171ff.

Das Konzept des Cash Flow Return on Investment wurde in der Literatur vielfach kritisiert. Bei genauer Überprüfung zeigt sich, „daß der Cash Flow Return on Investment keine vertrauenswürdige Approximation des internen Zinsfußes erlaubt.“³⁸ Er führt zu systematischen Verzerrungen und kann deshalb die geforderte Vergleichbarkeit verschiedener Geschäftsbereiche nicht sicherstellen. Eine Beurteilung dezentraler Geschäftsbereiche und deren Förderungswürdigkeit kann bestenfalls auf Basis mehrerer Cash Flow Return on Investment der Vergangenheit vorgenommen werden.

Läßt man das Argument der systematischen Verzerrungen außer acht, so spricht gegen das Konzept des Cash Flow Return on Investment die Fortschreibung der Vergangenheit in die Zukunft durch die Annahme konstanter Cash Flows. Änderungen der Cash Flows beispielsweise infolge von zusätzlichen Investitionen, Strategieänderungen oder konjunkturellen Schwankungen bleiben unberücksichtigt.³⁹

Der Cash Flow Return on Investment stellt ein periodenbezogenes Renditemaß dar, weshalb er Investitionen nicht über ihre Laufzeit, sondern lediglich für die betrachtete (abgelaufene) Periode beurteilen kann. Deshalb sollte er auch nicht, entgegen den Behauptungen seiner Verfechter, als Grundlage einer Ressourcenverteilung verwendet werden.

Zusätzlich werden als Mängel des Konzepts angeführt, daß die Rendite der Bruttoinvestitionsbasis i.d.R. überschätzt wird, da modellkonform eine Wiederanlage zum internen Zinsfuß anstelle zu den realen Kapitalkosten unterstellt ist.⁴⁰ Zur Beurteilung einer bereits laufenden Investition wird eine fiktive Neudurchführung unterstellt, die jedoch realiter nicht gegeben ist.⁴¹ Weitere Kritikpunkte betreffen fehlende Berücksichtigung originärer immaterieller Vermögensgegenstände in der Bruttoinvestitionsbasis,⁴² die Behandlung von Körper-

³⁸ Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 572; vgl. auch Bühner, R. (Unternehmerische Führung 1994), S. 44.

³⁹ Vgl. Raster, M. (Shareholder-Value-Management 1995), S. 58; Herter, R. (Management 1994), S. 81.

⁴⁰ Liegt kein uniformes, sondern lediglich ein für alle Investitionen identisches Cash Flow-Profil vor, müssen die Wachstumsrate der Projekte und der interne Zinsfuß einander entsprechen, da sonst der Cash Flow Return on Investment vom realen internen Zinsfuß abweicht. Vgl. Günther, T. (Controlling 1997), S. 221.

⁴¹ Vgl. Hachmeister, D. (Cash Flow Return on Investment 1997), S. 574.

⁴² Vgl. Herter, R. (Management 1994), S. 81.

schaftsteuern und Pensionsrückstellungen sowie Schwierigkeiten bei der praktischen Umsetzung in der Bestimmung der Nutzungsdauer des abnutzbaren Sachanlagevermögens.⁴³

Es läßt sich damit feststellen, daß der Cash Flow Return on Investment wesentliche Nachteile gegenüber dem Shareholder-Return aufweist. Mit Hilfe des Shareholder-Return können die Wertsteigerungsbeiträge eines Investitionsprojekts auf Basis der periodenspezifisch prognostizierten bzw. bereits realisierten Cash Flows geplant und kontrolliert werden. Das Konzept des Cash Flow Return on Investment hingegen ist nach Aussagen seiner Vertreter grundsätzlich nicht als Planungs- oder Entscheidungsmodell, sondern nur zu Kontrollzwecken einsetzbar. Damit ergibt sich das Problem, daß kein Vergleich zwischen geplanter und realisierter Wertsteigerung, sondern lediglich zwischen interner Verzinsung und den Renditeforderungen der Kapitalgeber durchgeführt werden kann. Planungs- und Kontrollgrößen stimmen dann nicht überein. Des weiteren liegt dem Cash Flow Return on Investment-Konzept eine andere Cash Flow-Abgrenzung als den Discounted Cash Flow-Verfahren zugrunde. Damit müßte auch die Bestimmung des Risikos auf dieser Basis erfolgen.

Zielsetzung des Cash Flow Return on Investment-Ansatzes ist die ex-post Beurteilung einer Investition hinsichtlich ihres Wertsteigerungsbeitrags. Dazu wird auf Basis von Vergangenheitsdaten und restriktiven Modellannahmen approximativ eine interne Verzinsung bestimmt, die dann mit den kapitalmarktablygeleiteten Kapitalkosten zu vergleichen ist. Der Shareholder-Return kennzeichnet den tatsächlichen Wertsteigerungsbeitrag durch Diskontierung der realisierten Cash Flows mit den Renditeforderungen exakt und direkt. Ein positiver Discounted Cash Flow beschreibt in absoluten Geldeinheiten eine über die Mindestrendite hinaus erwirtschaftete Werterhöhung. Ein Umweg über das Konzept des Cash Flow Return on Investment ist nicht nötig und führt zu ungenaueren Ergebnissen.

Soll zum Zwecke der Performancemessung die interne Rendite einer Investition oder eines Bereiches bestimmt werden, so ist dies mit der gleichen Begrün-

⁴³ Günther nennt beispielsweise die fehlende Berücksichtigung von Sonderabschreibungen, eine vergleichsweise zum Steuerrecht falsche Bestimmung der degressiven Abschreibung, sowie Zuordnung von Grundstücken und Gebäuden zum abschreibbaren Anlagevermögen sowie die Annahme konstanter und identischer Wachstumsraten. Vgl. Günther, T. (Controlling 1997), S. 220.

derung ebenfalls auf Basis der realisierten Cash Flows exakt und besser möglich, als über das Konzept des Cash Flow Return on Investment.

5.2.1.2. Value Return on Investment (VROI)

Das Konzept des Value Return on Investment (VROI) setzt den Shareholder-Return eines Investitionsprojektes in Beziehung zu dem Barwert der Investitionsauszahlungen und kennzeichnet damit einen Wertsteigerungsbeitrag je Einheit eingesetzten Kapitals.⁴⁴

$$\text{VROI} = \frac{\sum_{t=0}^T \frac{\text{CF}_t}{(1+k)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{I_t}{(1+k)^t}} \quad (5-4)$$

mit:

- CF_t = Cash Flow der Periode t
 I_t = Investitionsauszahlungen der Periode t
 k = Kapitalkostensatz

Wird der Value Return on Investment zur Bewertung von Strategien bzw. Geschäftsbereichen herangezogen, ermittelt sich die strategiebedingte Wertsteigerung als Differenz aus den Marktwerten nach und vor Durchführung der Strategie.⁴⁵ Sie ist zu beziehen auf den Gegenwartswert der zur Strategiedurchführung notwendigen Investitionsausgaben.⁴⁶

Nach dem Value Return on Investment sind diejenigen Projekte mit dem höchsten relativen Wertbeitrag zu realisieren. Diese Überlegungen sind jedoch keineswegs neu. In der Literatur finden sich ähnliche Vorschläge bereits unter

⁴⁴ Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow 1995), S. 153.

⁴⁵ Dieses Konzept der Strategiebewertung als Differenz zwischen Poststrategy- und Prestrategy-Value wurde bereits in Abschnitt 3.2. im Zusammenhang mit der Wertsteigerungsanalyse vorgestellt.

⁴⁶ Vgl. Rappaport (Creating 1986), S. 117; Günther, T. (Controlling 1997), S. 241-243; Reimann, B. (Value 1990), S. 22-24.

den Begriffen Bruttokapitalwertrate, Kapitalwertrate, Profitability Index, Present Value Index, Benefit-Cost-Ratio oder Initialverzinsung.⁴⁷

RAPPAPORT schlägt die Verwendung des Value Return on Investment als zusätzliches Beurteilungskriterium zum Discounted Cash Flow vor, da somit nicht nur die Wertsteigerung absolut, sondern in Relation zu dem hierzu einzusetzenden Kapital aufgezeigt werden könne. Damit stelle er ein geeignetes Kriterium bei der Auswahl von Investitionsprojekten im Zusammenhang mit einer Kapitalrationierung dar.⁴⁸

Bei einer alleinigen Orientierung am Value Return on Investment können sich jedoch Widersprüche zum Shareholder-Return und damit Fehlentscheidungen ergeben. Dies ist auf die fehlende Berücksichtigung von Differenzinvestitionen⁴⁹ zurückzuführen.⁵⁰ Trifft eine Unternehmung Auswahlentscheidungen zwischen Investitionsprojekten mit unterschiedlichen Anschaffungsauszahlungen, Laufzeiten und Cash Flow-Profilen auf Basis des Kapitalwertkriteriums, werden damit implizit Differenzinvestitionen zur Komplettierung der unvollständigen Investitionsalternativen unterstellt. Die Differenzinvestitionen haben einen Kapitalwert von Null und sind deshalb ohne Einfluß auf die Vorteilhaftigkeitsentscheidung. Damit auch auf Basis des Value Return on Investment-Ansatzes eine mit dem Shareholder-Return konsistente Bewertung durchgeführt werden kann, müssen ebenso Differenzinvestitionen unterstellt und in der Bestimmung des Value Return on Investment berücksichtigt werden.⁵¹ Dadurch ergibt sich folgendes Dilemma: Wird der Value Return on Investment zur Bestimmung des Wertsteigerungsbeitrags je eingesetzter Geldeinheit herangezogen, kann er aus Sicht des Kriteriums der Marktwertmaximierung bei der Auswahl von Investitionprojekten zu Fehlentscheidungen führen. Wird er

⁴⁷ Vgl. Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow 1995), S. 154 und die dort angegebene Literatur.

⁴⁸ Vgl. Rappaport, A. (Creating 1986), S. 117; Reimann, B. (Value 1990), S. 23.

⁴⁹ Vgl. Schulte, K.-W. (Wirtschaftlichkeitsrechnung 1984), S. 119.

⁵⁰ Vgl. Weingartner, M. (Excess Present Value Index 1963), S. 223f.; Schwab, B./ Luszti, P. (Analysis 1969), S. 514; siehe auch das Beispiel bei Hachmeister, D. (Discounted Cash Flow 1995), S. 154.

⁵¹ Zielsetzung der Differenzinvestitionen ist eine Übereinstimmung der Barwerte der Investitionsauszahlungen. Die Differenzinvestitionen haben auch hier einen Kapitalwert und damit einen Value Return on Investment von Null. Vgl. Copeland, T./ Weston, J. (Financial Theory 1988), S. 55-61.

entsprechend um Differenzinvestitionen angepaßt, ist die ursprünglich intendierte Beschreibung des Wertsteigerungsbeitrags je Einheit investiertem Kapitals nicht mehr möglich.

Weiterhin wird als Kritikpunkt genannt, daß eine Umqualifizierung der Investitionsauszahlungen in eine laufende Zahlungsreihe Auswirkungen auf den Nenner und damit den Value Return on Investment hat, wohingegen der Shareholder-Return von derartigen Manipulationen unberührt bleibt.⁵²

Zielsetzung des Shareholder Value-Ansatzes ist die Maximierung des absoluten Eigentümerwerts der Unternehmung. Damit stellt der Shareholder-Return als Ausdruck der absoluten Wertsteigerung die zentrale Zielsetzung und das dominante Beurteilungskriterium dar. Er bildet die Grundlage für die Auswahl von Investitionsprojekten.

5.2.1.3. DCF-Return nach Rappaport

Ein weiteres von RAPPAPORT vorgeschlagenes Maß zur Beurteilung der Erfolgsträchtigkeit einer Investition, eines Bereiches oder der Unternehmung stellt der Discounted Cash Flow-Return (DCF-Return) dar. Er kennzeichnet die in einer Periode geschaffene Wertsteigerung bezogen auf den Discounted Cash Flow zu Beginn der Periode:⁵³

$$\text{DCF - Return}_t = \frac{\text{CF}_t + (\text{DCF}_t - \text{DCF}_{t-1})}{\text{DCF}_{t-1}} \quad (5-5)$$

mit:

CF_t = Cash Flow der Periode t

DCF_t = Barwert der Cash Flows am Ende der Periode t

DCF_{t-1} = Barwert der Cash Flows zu Beginn der Periode t

Der Ausdruck im Zähler entspricht der Definition des ökonomischen oder kapitaltheoretischen Gewinns als Ausdruck der in der betrachteten Periode erwirtschafteten Wertsteigerung.⁵⁴ Dieser wird in Beziehung zum Wert des Gesamt-

⁵² Vgl. Franks, J./ Broyles, J./ Carleton, W. (Corporate Finance 1985), S. 104.

⁵³ Vgl. Rappaport, A. (Creating 1998), S. 22.

⁵⁴ Vgl. die Ausführungen zum kapitaltheoretischen Residualgewinn in Abschnitt 5.2.2.2.

kapitals am Periodenbeginn (DCF_{t-1}) gesetzt, wodurch sich eine relative Wertsteigerung ergibt.⁵⁵

Der DCF-Return auf Basis des ökonomischen Gewinns stellt ein Performancemaß dar, das auf dem Shareholder-Return aufbaut. Nachteilig an der Bestimmung der periodischen Wertsteigerungsbeitrag als Differenz der Discounted Cash Flows am Ende und zu Beginn der Periode ist jedoch, daß sie neben der Wertsteigerung durch die in der betrachteten Periode neu initiierten Projekte auch eine Wertsteigerung allein durch das Fortschreiten der Zeit enthält. Sie ergibt sich durch die Verzinsung des Barwertes zu Beginn der Periode ohne Zutun des Managements. Dieser Zeiteffekt ist bei Verwendung des ökonomischen Gewinns als Performancemaß zu eliminieren.⁵⁶

Als weiterer Kritikpunkt ist anzumerken, daß das Erfolgsmaß nicht nur von der absoluten Wertsteigerung, sondern auch von der Bezugsbasis abhängig ist. Eine betragsmäßig identische Wertsteigerung führt bei verschiedenen Discounted Cash Flows zu Beginn der Periode zu unterschiedlichen Erfolgsbeurteilungen. Damit ist eine Vergleichbarkeit zwischen einzelnen Bereichen nicht mehr gegeben. Geschäftsbereiche mit einem geringeren Marktwert zu Beginn der Periode würden dann tendenziell bevorzugt werden:

Bereich	CF _t	DCF _t	DCF _{t-1}	CF _t +(DCF _t -DCF _{t-1})	DCF-Return
1	10.000	6.800.000	6.000.000	810.000	13,50%
2	3.000	600.000	490.000	113.000	23,06%
3	450	175.000	132.000	43.450	32,92%
4	100	3.000	2.000	1.100	55,00%
5	5	60	30	35	116,67%

Wie das Beispiel zeigt, nehmen die absoluten Wertsteigerungsbeiträge von Geschäftsbereich 1 bis 5 zunehmend ab, der DCF-Return jedoch laufend zu. Der

⁵⁵ Bei Günther findet sich eine Darstellung des DCF-Return auf Basis des Shareholder Value zu Beginn und am Ende der Periode. In diesem Fall müßte jedoch anstelle des Freien Cash Flow der Flow to Equity verwendet werden, da der Free Cash Flow zur Bestimmung des Gesamtkapitalmarktwertes und nicht des Eigenkapitalmarktwertes dient. Bei einer Verwendung des Flow to Equity wäre durchgängig der Bezug zum Eigenkapitalmarktwert gegeben. Vgl. Günther, T. (Controlling 1997), S. 250.

⁵⁶ Der um den Zeiteffekt bereinigte ökonomische Gewinn wird als kapitaltheoretischer Residualgewinn bezeichnet. Vgl. seine Darstellung in Abschnitt 5.2.2.2.

DCF-Return kann somit bei der Beurteilung einzelner Geschäftsbereiche zu anderen Ergebnissen führen wie der Shareholder-Return. Analog der Anmerkungen zum Value Return on Investment ist auch hier bei einem Vergleich von Geschäftsbereichen die zugrundeliegende Marktwertbasis zu beachten.

Abschließend bleibt somit festzuhalten, daß der Shareholder-Return als absolutes Wertsteigerungsmaß das zentrale Kriterium zur Beurteilung der Steigerung des Shareholder Values darstellt. Rentabilitätsmaße können zu Verzerrungen der Ergebnisse und damit zu Fehlentscheidungen führen. Aus diesem Grund sollen im folgenden Abschnitt absolute Performancemaße auf ihre Eignung einer Beurteilung der Wertsteigerung untersucht werden.

5.2.2. Residualgewinnkonzepte

5.2.2.1. Economic Value Added (EVA)- und Market Value Added (MVA)-Ansatz

In der Literatur und Unternehmenspraxis wurden verschiedene Vorschläge zur Bildung eines Performancemaßes auf Basis des Residualgewinnkonzepts⁵⁷ im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes entwickelt. Prominentestes Beispiel ist das Konzept des Economic Value Added (EVA) von STEWART⁵⁸, das gemäß seinen Verfechtern eine universelle, wertorientierte Erfolgsgröße zur Leistungsbeurteilung bzw. Prämienbemessung, Vorgabe von Zielen, Ressourcenallokation und Budgetierung sowie ein Kommunikationsinstrument darstellen soll.⁵⁹

⁵⁷ Der Residualgewinn kann allgemein als Überschuß eines auf Basis periodischer Erfolgsrechnungen bestimmten operativen Gewinns über die Kosten des eingesetzten Kapitals bezeichnet werden. Vgl. Ewert, R./ Wagenhofer, A. (Unternehmensrechnung 1997), S. 449; Ewert, R. (Controlling 1992), S. 292; Küpper, H.-U. (Controlling 1997), S. 204 und S. 220; Drukarczyk, J. (Finanzierung 1996), S. 170; Laux, H./Liermann, F. (Organisation 1997), S. 561; Richter, F. (Konzeption 1996), S. 31.

⁵⁸ Vgl. Stewart, G. (Quest 1991) sowie die darauf aufbauenden Arbeiten von HOSTETTLER und RICHTER. Vgl. Hostettler, S. (Economic Value Added 1997), Richter, F. (Konzeption 1996). Vgl. auch zum Konzept des Added Value: Röttger, B. (Konzept des Added Value 1994).

⁵⁹ Vgl. Stewart, G. (Quest 1991), S. 4-9, S. 175, S. 178 und S. 223-249.