

**Universität Hamburg**  
Institut für Industriebetriebslehre  
und Organisation

*Industrielles Management*  
**Arbeitspapier Nr. 3**

Karl-Werner Hansmann  
Michael Kehl

**Studie zum  
Shareholder Value in  
deutschen Unternehmen**



**ISSN 1618-2952**

Tor zur Welt der Wissenschaft

## Zusammenfassung

- Die größten deutschen Unternehmen haben sich grundsätzlich dem in den neunziger Jahren intensiv diskutierten Konzept des **Shareholder-Value** zugewandt. Das Konzept wird durchweg als **zukunftsweisend** und **motivationsfördernd** eingestuft. Ein Großteil der Unternehmen hat das Prinzip **zumindest teilweise** in die Unternehmenszielsetzung einfließen lassen. Der Fokus liegt dabei auf der **Motivationsförderung der Mitarbeiter** und der **Kommunikation mit den Kapitalgebern**.
- Problematisch ist allerdings die noch **starke Ausrichtung des Rechnungswesens** auf **traditionelle, mit erheblichen Mängeln behafteten Kennzahlen** zu sehen. Ein Großteil des Unternehmen vertraut immer noch auf herkömmliche Größen wie den **Jahresüberschuß** oder den **ROI**. Die **Führungskräftevergütung** orientiert sich in den meisten Fällen an dem Erfolg der Unternehmens. Die **Bemessungsgrundlagen** sind aber auch hier meistens **manipulierbare Bilanzkennzahlen**.
- Gut die Hälfte der befragten Unternehmen berücksichtigt „**Stakeholder**“ bei der Strategieformulierung. Dabei stehen die **Mitarbeiter** und die **Kunden** im Vordergrund. Die **Investor Relations** sind bei **börsennotierten Unternehmen** vor allem auf die **Kapitalgeber** ausgerichtet. **Nicht börsennotierte Unternehmen** konzentrieren sich auf eine **Imagesteigerung** bzw. auf eine **Befriedigung des allgemeinen Informationsbedürfnisses**. Eine Unternehmenswertermittlung erfolgt meistens für die **interne Verwendung**. Die Beiträge von Unternehmensteilbereichen werden hauptsächlich für diesen Zweck bestimmt.
- In Deutschland ist die **Discounted-Cash-Flow-Methode** als Bewertungsinstrument mittlerweile weit verbreitet. Die Berechnung des Unternehmenswertes erfolgt i.d.R. auf der Basis der **Entity-Methode**, bei der die prognostizierten Cash-flow mit dem **durchschnittlichen Kapitalkostensatz** diskontiert werden. Gängiges Verfahren zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten ist das **Capital-Asset-Pricing-Model**. In der Literatur vorgeschlagene **alternative Ansätze** haben sich **nicht durchsetzen** können.

Für weitere Informationen stehen wir Ihnen gerne unter

Tel.-Nr.: +49/(0)40 – 42838 – 2951 bzw. – 4652

Fax.-Nr.: +49/(0)40 – 42838 – 6496

Email: kehl@econ.uni-hamburg.de

Internet: <http://www.uni-hamburg.de/fb03-ibl/>

zur Verfügung

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>1 Einführung.....</b>	<b>5</b>
1.1 Shareholder-Value-Management.....	5
1.2 Auslöser für die Diskussion über das Shareholder-Value-Management.....	5
1.3 Praktische Relevanz des Shareholder-Value-Managements.....	6
<b>2 Aufbau und Ziele der Untersuchung .....</b>	<b>7</b>
<b>3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung .....</b>	<b>9</b>
3.1 Allgemeine Einschätzung des Shareholder-Value-Konzepts .....	9
3.2 Allgemeiner Stand der Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts .....	11
3.3 Verwendete Erfolgsgrößen, Managementkompensation und Stakeholder-Management .....	15
3.4 Investor Relations .....	21
3.5 Allgemeine Ausprägungen der Umsetzung des Wertmanagements .....	25
3.6 Anwendung und Ausprägung der Discounted-Cash-Flow-Methoden im Unternehmen .....	29
3.7 Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts im Unternehmen.....	34
<b>4 Schlußbetrachtung .....</b>	<b>37</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>38</b>

## **1 Einführung**

### **1.1 Shareholder-Value-Management**

Seit über vierzehn Jahren wird, vor allem in der amerikanischen Literatur, das Shareholder-Value-Konzept ausführlich diskutiert. Unter Shareholder-Value-Management versteht man die Ausrichtung der Unternehmensaktivitäten auf die **Befriedigung der Ansprüche der Eigenkapitalgeber**. Zielsetzung des Unternehmens ist somit die Maximierung des Wertes des Eigenkapitals, des *shareholder-value*. Zurück geht die Diskussion über das Shareholder-Value-Konzept auf die Veröffentlichung von RAPPAPORT aus dem Jahre 1986.<sup>1</sup>

Das angelsächsische Konzept des Shareholder-Value (SV) steht in gewisser Weise im Gegensatz zu dem in der Bundesrepublik Deutschland und auch in Japan existierenden **Konsens-Prinzip**, nach dem die Unternehmensstrategie in hohem Maße von der Berücksichtigung weiterer Anspruchsgruppen neben den Eigenkapitalgebern, allen voran von der Mitarbeiter abhängt. Aus diesem Grunde wird das Shareholder-Value-Konzept vor allem in der Bundesrepublik Deutschland äußerst kontrovers diskutiert und vor allem von Gewerkschaftsseite kritisch betrachtet. Als Gegenpol zum Shareholder-Value-Management wird eine Strategie vorgeschlagen, die neben den Unternehmenseignern auch die sog. **Stakeholder** wie die Mitarbeiter, die Lieferanten oder die Gesellschaft als Ganzes einbezieht und als **Stakeholder-Management** bezeichnet wird.

### **1.2 Auslöser für die Diskussion über das Shareholder-Value-Management**

Intensiviert wurde die Diskussion über das Shareholder-Value-Konzept vor allem durch die in den achtziger Jahren zunehmende Zahl von **feindlichen Übernahmen** in den Ver-

---

<sup>1</sup> Vgl. RAPPAPORT, ALFRED: *Shareholder Value*, 2. Aufl., Stuttgart 1999.

einigen Staaten, die die Unternehmensleitungen dazu veranlaßten, sich mehr um die Interessen der Eigenkapitalgeber zu kümmern, um dadurch nicht zu einem potentiellen Opfer für einen Unternehmensaufkäufer (engl. Raider) zu werden. Die Orientierung an der Maximierung des Shareholder-Value wurde somit als **Abwehrstrategie** verwendet, um das eigene Unternehmen vor einer Übernahme zu schützen.

Des weiteren führt die zunehmende **Globalisierung** der Wirtschaft dazu, daß gesteigerter Wettbewerb um das für Investitionszwecke zur Verfügung stehende Kapital entsteht. Vor allem börsennotierte Unternehmen müssen für eine hohe Verzinsung des eingesetzten Kapitals sorgen, um für Investoren attraktiv zu sein. Konsequenz daraus ist die Verfolgung einer Unternehmensstrategie, die den Unternehmenswert deutlich steigert, da die Rendite einer Aktie von der gezahlten Dividende und vor allem von der Entwicklung des Kurses beeinflußt wird, der Unternehmenswert somit die essentielle Rolle bei der Renditeentwicklung spielt.

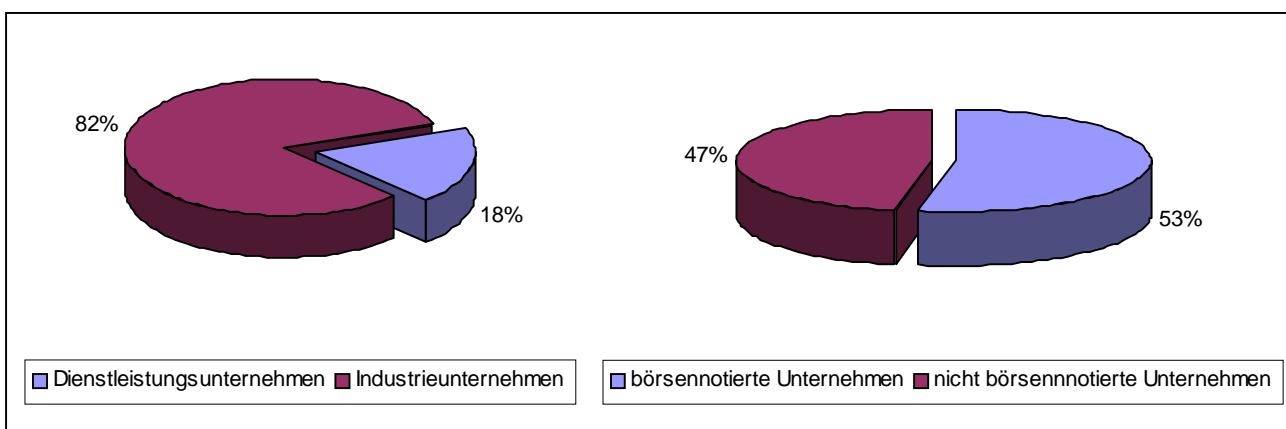
### **1.3 Praktische Relevanz des Shareholder-Value-Managements**

In der Bundesrepublik Deutschland sind zwar die theoretischen Zusammenhänge des Shareholder-Value-Managements bereits seit Jahren bekannt, das Konzept rückte allerdings erst Anfang der neunziger Jahre in den Mittelpunkt des Interesses und wurde vermehrt in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis diskutiert. Vor allem die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten geringe Anzahl an börsennotierten Unternehmen und die bereits oben kurz angesprochene Wirtschaftsstruktur führten zu einer relativ späten Beschäftigung mit diesem Thema.

## 2 Aufbau und Ziele der Untersuchung

Aus diesem Grunde wurde vom Institut für Industriebetriebslehre und Organisation der Universität Hamburg eine empirische Untersuchung durchgeführt mit dem Ziel, die bisherigen Erfahrungen und die Implementierungsfortschritte des Shareholder-Value-Konzepts in großen deutschen Wirtschaftsunternehmen darzustellen und zusammenzufassen. Das Ziel der Analyse ist somit die **Darstellung der empirischen Relevanz des Konzepts**.

Zu diesem Zweck wurde ein detaillierter Fragebogen entworfen, der Ende November 1999 an die obersten Managementebenen der größten deutschen Unternehmen verschickt wurde. Anzumerken ist, daß Finanzinstitute nicht in die Untersuchung einbezogen wurden. Das Kriterium für die Auswahl der Unternehmen war der erzielte Umsatz im Geschäftsjahr 1997. Insgesamt erstreckte sich die Befragung auf 400 Unternehmen. Dabei wurde eine überdurchschnittliche **Rücklaufquote von knapp 22%** erzielt, so daß für die vorliegende Untersuchung 87 vollständig ausgefüllte Fragebögen zur Verfügung standen. Die Stichprobe unterteilt sich in 82% Industrie- und 18% Dienstleistungsunternehmen bzw. in 53% börsennotierte und 47% nicht börsennotierte Unternehmen.



**Abbildung 2-1: Verteilung der an der Auswertung beteiligen Unternehmen**

In der folgenden Untersuchung werden die wesentlichen Ergebnisse der empirischen Untersuchung dargestellt. Ein vollständiger **Fragebogen** sowie eine **ausführliche tabellarische Auswertung** der Ergebnisse der einzelnen Fragen befinden sich im Anhang. Dabei gliedert sich die Auswertung in **Kapitel 3** in Anlehnung an den Aufbau des Fragebogens in sieben Abschnitte.

Der **Abschnitt A** stellt die allgemeine Einschätzung des Shareholder-Value-Konzepts dar. Der **Abschnitt B** beschäftigt sich mit dem Stand der Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts, der Wertorientierung der beteiligten Unternehmen sowie den Auslösern und Zielen eines wertorientierten Managements. In **Abschnitt C** wird auf die unterschiedlichen, angewendeten Kompensationsverfahren für die Führungskräfte, auf die verwendeten Erfolgsgrößen und auf die Orientierung an weiteren Anspruchsgruppen (Stakeholdern) eingegangen. **Abschnitt D** beschäftigt sich mit den Investor Relations und **Abschnitt E** mit den allgemeinen Ausprägungen des Wertmanagements. Der **Abschnitt F** stellt die Anwendung der Discounted-Cash-Flow-Methode in den Unternehmen dar. In **Abschnitt G** wird auf Methoden und Probleme bei der Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts eingegangen. Die Untersuchung endet mit einer Schlußbetrachtung in **Kapitel 4**.

### 3 Ergebnisse der empirischen Untersuchung

#### 3.1 Allgemeine Einschätzung des Shareholder-Value-Konzepts

In bezug auf die **allgemeine Einschätzung** des Shareholder-Value-Konzepts (SV-Konzepts) hat die Untersuchung gezeigt, daß die bundesdeutschen Unternehmen durchschnittlich eine **positive Einstellung** zu diesem Konzept haben. Das SV-Konzept wird **durchweg als zukunftsweisender Ansatz** zur wertorientierten Unternehmensführung gesehen. Die Begriffe „*Shareholder-Value*“ und „*Wertorientierte Unternehmensführung*“ werden in diesem Sinne synonym verstanden (vgl. Abbildung 3-1).

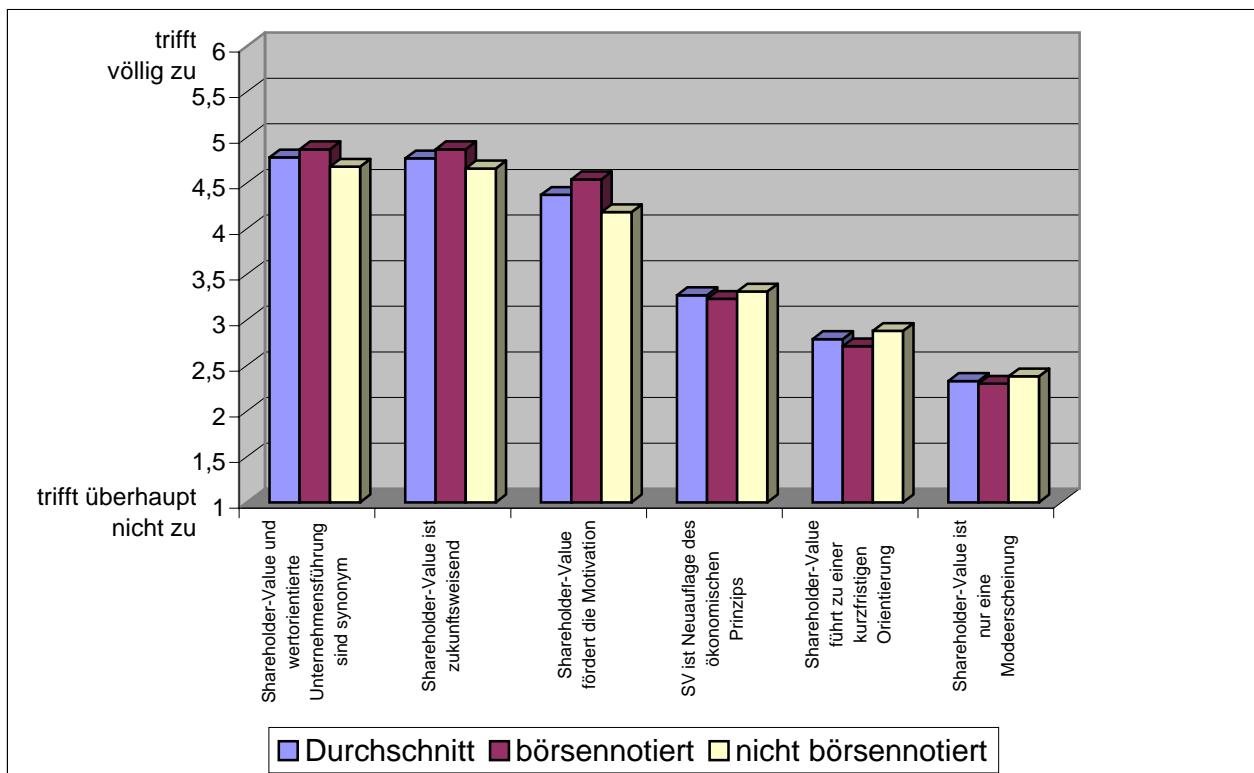


Abbildung 3-1: Allgemeine Einordnung des Shareholder-Value-Konzepts

Analog zu diesem Ergebnis wird der SV-Ansatz auch nicht als Modeerscheinung angesehen. Zwar hat sich der Begriff „*Shareholder-Value-Management*“ mittlerweile zu einem in der Öffentlichkeit häufig verwendeten Schlagwort entwickelt, dessen Bedeutung wird aber offensichtlich von den Unternehmensleitungen nicht unterschätzt. Auch wird dem Konzept die Eigenschaft zugesprochen, durch entsprechende Vergütungs- und Anreizsysteme **die Motivation der Mitarbeiter zu steigern**. Dieses ist neben der allgemein zustimmenden Aussage auch als positive Einstellung zu dem Konzept zu interpretieren. Offensichtlich kommt dem Shareholder-Value-Management eine **recht hohe Bedeutung bei der Steuerung von Unternehmen** zu.

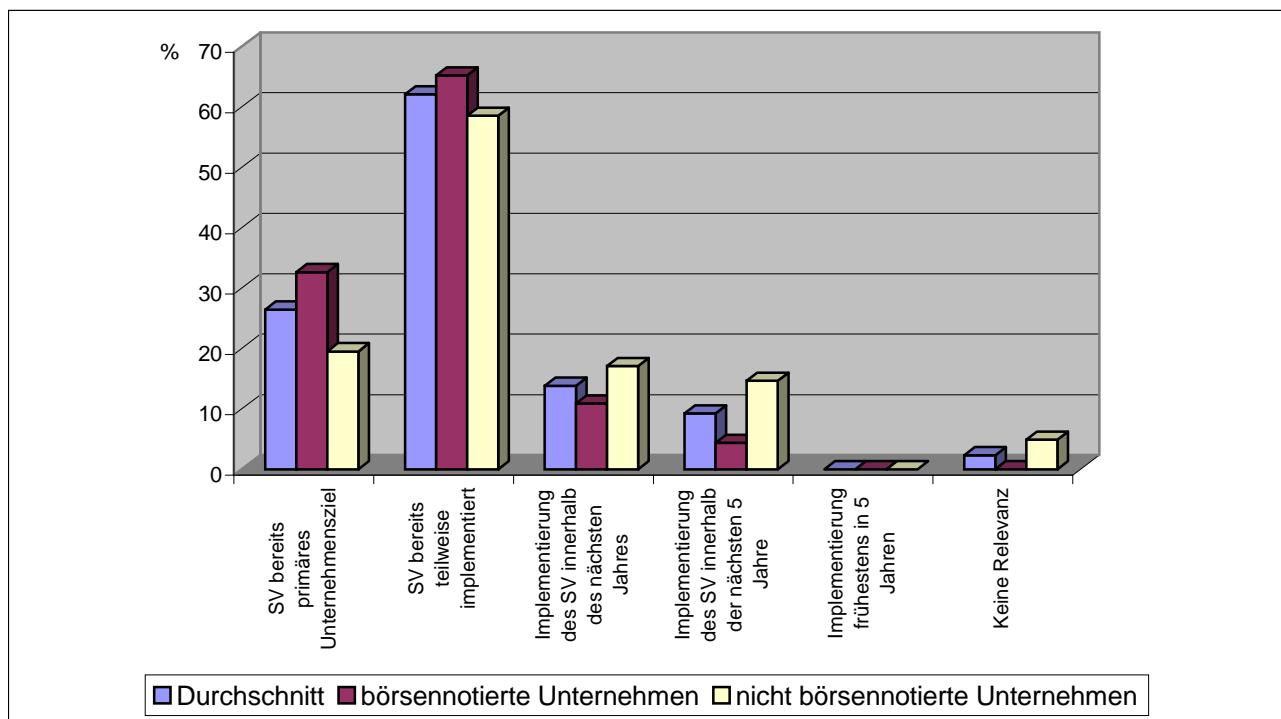
Im Gegensatz zu diesen Aussagen wird das SV-Konzept allerdings zu einem gewissen Teil als **Neuaufgabe des altbekannten ökonomischen Prinzips** verstanden. Diese Aussage ist als eher negative Einstellung zu diesem zu sehen, obwohl sie auch zeigt, daß die Manager deutscher Unternehmen den in der öffentlichen Diskussion entstandenen Wirbel um den Begriff „*Shareholder-Value*“ nicht zu ernst nehmen und diesen als, vor allem von Beratungsfirmen geförderte, Umschreibung für die Notwendigkeit eines Unternehmens verstehen, vernünftige Renditen zu erwirtschaften.

**Zu einem gewissen Grad** wird dem SV auch eine **kurzfristige Ausrichtung** unterstellt. Zwar tendieren die deutschen Manager eher dazu, diesen Punkt als unzutreffend zu bezeichnen, trotzdem wird der langfristigen Orientierung des SV nicht uneingeschränkt zugestimmt. Da der SV vom Prinzip her die Zielsetzung verfolgt, die langfristige Existenz des Unternehmens zu sichern, deutet diese Einstellung eher auf Realisierungsprobleme in bezug auf diese Zielsetzung hin, als auf einen grundsätzlichen Zweifel an deren Existenz.

In bezug auf die allgemeinen Fragen zum Shareholder-Value-Konzept ist festzustellen, daß kaum Unterschiede zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen bestehen. Wie aus der obigen Abbildung zu entnehmen ist, unterscheiden sich die Aussagen zwischen diesen beiden Klassen von Unternehmen nur geringfügig. Die öffentliche Diskussion und die bisherigen Erfahrungen haben offensichtlich zu einer **einheitlichen Sichtweise** bezüglich dieses Konzeptes unter bundesdeutschen Unternehmen geführt.

### 3.2 Allgemeiner Stand der Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts

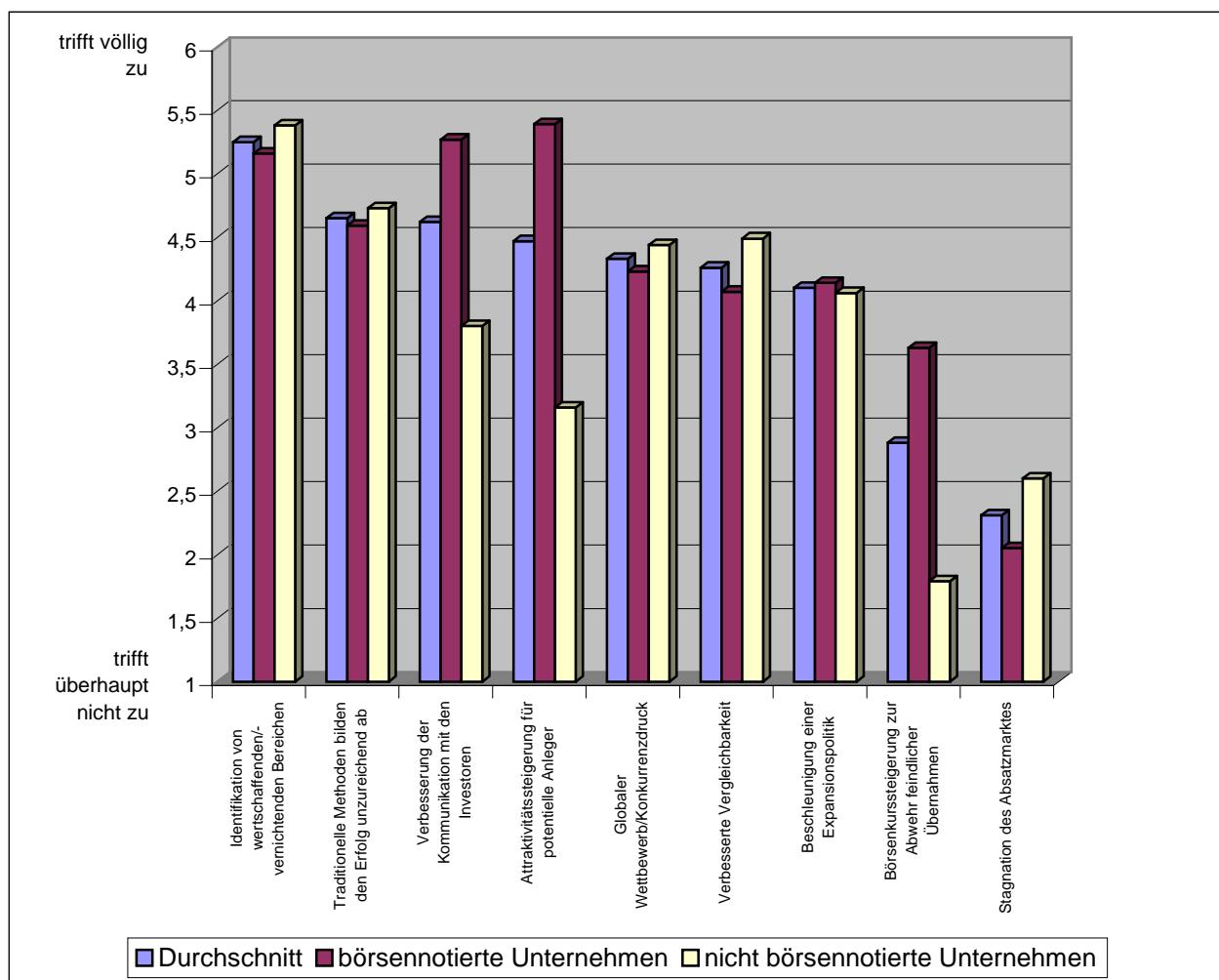
Betrachtet man den allgemeinen Stand der Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts, zeigt sich, daß eine **Mehrzahl der großen deutschen Unternehmen sich zumindest teilweise an dem Grundgedanken einer wertschaffenden Unternehmensführung orientiert**. Abbildung 3-2 zeigt, daß 26,44% der Unternehmen sich primär auf die Maximierung des Shareholder-Value ausrichten und 62,07% ihre Unternehmenszielsetzung zumindest teilweise an dem SV-Gedanken orientieren.



**Abbildung 3-2: Implementierungsstand des Shareholder-Value-Konzepts**

Lediglich 13,79% wollen erst im kommenden Jahr und weitere 9,20% innerhalb der nächsten fünf Jahre die Ausrichtung des Unternehmens auf das SV-Konzept vornehmen. Nur für 2,30% der Unternehmen spielt der Gedanke des Shareholder-Value keine Rolle. Erwartungsgemäß haben sich die börsennotierten Unternehmen bereits stärker dem SV-Konzept zugewandt: Für praktisch alle Unternehmen dieser Gruppe spielt das Konzept zumindest teilweise eine Rolle, wohingegen dies erst für 78% der nicht börsennotierten Unternehmen gilt.

Als primärer Grund für die Implementierung eines Shareholder-Value-Managements wird von den Unternehmensleitungen eindeutig die **Identifikation von wertschaffenden und wertvernichtenden Geschäftsbereichen** angesehen (vgl. Abbildung 3-3). Ferner herrscht die Meinung vor, daß die herkömmlichen Methoden der Erfolgsmessung wie der **Periodengewinn** oder der **ROI** offensichtlich nicht in der Lage sind, den Unternehmenserfolg korrekt darzustellen. Diese Auffassung ist konform mit der in der betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Meinung, die den herkömmlichen Bilanzkennzahlen erhebliche Mängel bei der Abbildung des Erfolgs anlastet. Die Verwendung des Konzepts als unternehmensinternes Steuerungsinstrument steht somit im Vordergrund des Interesses.



**Abbildung 3-3: Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung**

Zwar etwas weniger wichtig aber trotzdem noch von sehr hoher Bedeutung ist die Verwendung des Shareholder-Value-Ansatzes als Instrument zur Kommunikation mit den Eigenkapitalgebern. Sowohl der **Kommunikation mit den bereits existierenden Anlegern** als auch dem **Gewinnen neuer Investoren** kommt hohe Bedeutung zu. Auch Aspekte der strategischen Ausrichtung des Unternehmens werden als Gründe für das Verfolgen einer wertorientierten Unternehmenspolitik gehandelt. So spielen der **Wettbewerbsdruck** und damit verbundenes **Benchmarking** bzw. das Verfolgen einer expansiven Unternehmenspolitik eine wichtige Rolle.

Probleme mit der aktuellen Marktsituation als Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung wurden verworfen, was darauf schließen läßt, daß der SV-Gedanke hauptsächlich im Hinblick auf eine **Verbesserung der Unternehmensposition im direkten Wettbewerb mit den Konkurrenten** als relevant erscheint.

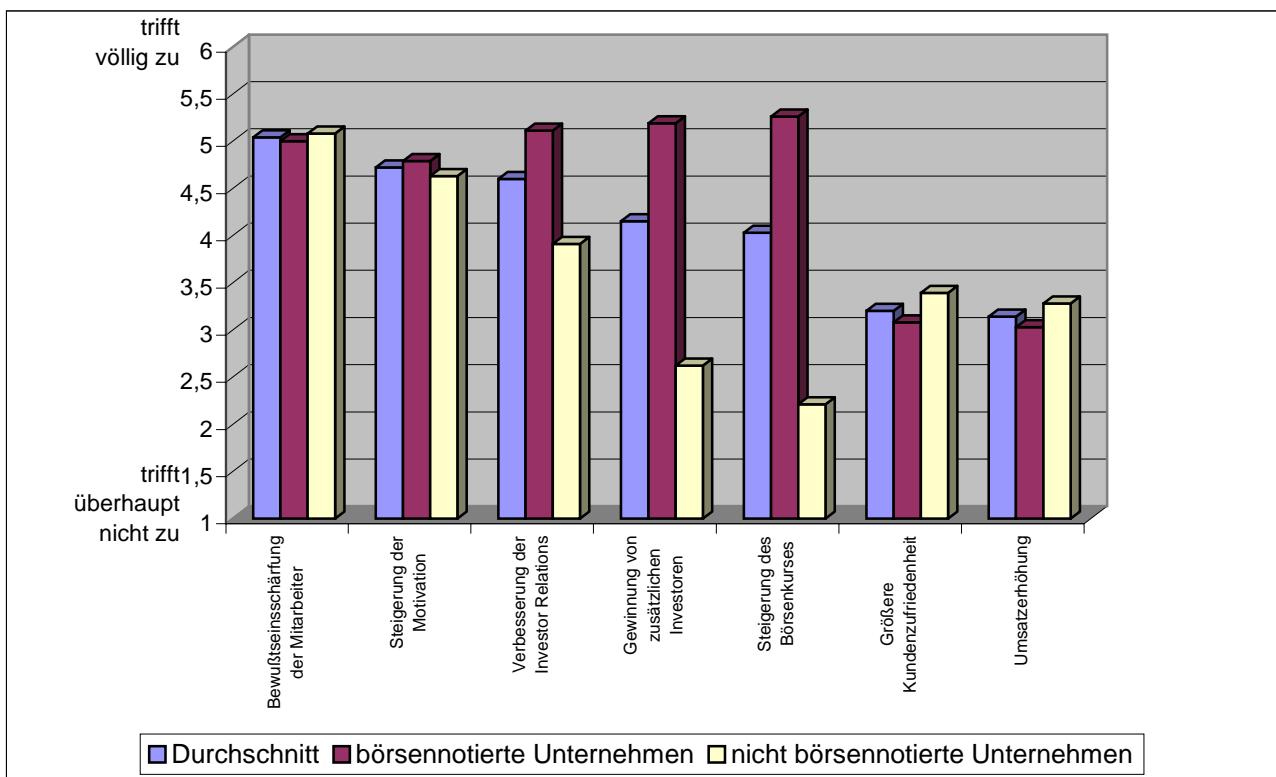
Anders als erwartet wird die Gefahr einer feindlichen Übernahme **nicht** in dem Maße als Auslöser für die Implementierung eines Shareholder-Value-Ansatzes gesehen, wie dessen historische Entwicklung es vermuten läßt. Es ist anzumerken, daß börsennotierte Unternehmen, wie zu erwarten war, diesen Aspekt eher als wichtig einstufen als nicht börsennotierte. Trotzdem war dieser Punkt auch für börsennotierte Unternehmen **im Vergleich zu anderen eher unwichtig**.

Für deutsche Unternehmen ist die Gefahr einer feindlichen Übernahme offensichtlich nicht so akut wie für die Unternehmen auf dem anglo-amerikanischen Markt, deren Unternehmenspolitik in hohem Maße von diesem Aspekt geprägt ist. Als Grund für diese Tatsache sind zum einen die **traditionell engen Verflechtungen der Unternehmensbeteiligungen** in Deutschland und die vergleichsweise **geringe Zahl an börsennotierten Unternehmen** zu sehen. Die Notierung an einer Börse ist als wesentlicher Grund für die potentielle Gefahr einer Übernahme zu sehen, da Unternehmensanteile wesentlich leichter gekauft werden können, als dies bei anderen Gesellschaftsformen der Fall ist.

Deutliche Unterschiede zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen gibt es bei der Fragestellung nach den Gründen für eine wertorientierte Unternehmensführung in bezug auf die **Attraktivitätssteigerung des Unternehmens für potentielle Anleger**. Sowohl dieser Aspekt als auch die **Kommunikation mit den Investoren** wird von börsennotierten Unternehmen als deutlich wichtiger eingestuft als von nicht börsennotierten.

Bei den **Zielen und Erwartungen** einer wertorientierte Unternehmensführung ergaben sich bei dem Aspekt des Gewinnens zusätzlicher Investoren analoge Ergebnisse zu der vorherigen Fragestellung (vgl. Abbildung 3-4 auf S. 16). Auch die Steigerung des Börsenkurses wird, wie nicht anders zu erwarten war, von börsennotierten Unternehmen als deutlich wichtiger eingeschätzt als von nicht börsennotierten.

Das **im Durchschnitt wichtigste Ziel** des SV-Konzepts ist offensichtlich die Verbesserung der Einstellung der Mitarbeiter zum Unternehmen. Sowohl in börsennotierten als auch in nicht börsennotierten Unternehmen wird mit Hilfe des SV versucht, den Mitarbeitern bewußt zu machen, welche **Zielsetzung** hinter den strategischen und operativen Entscheidungen des Unternehmens steht, um so eine zielbewußtere und bessere Mitarbeit zu erreichen. Relativ unwichtig im Rahmen des SV sind sowohl für die börsennotierten als auch für die nicht börsennotierten Unternehmen marktorientierte Aspekte wie die Verbesserung der **Kundenzufriedenheit** oder die **Umsatzerhöhung**.

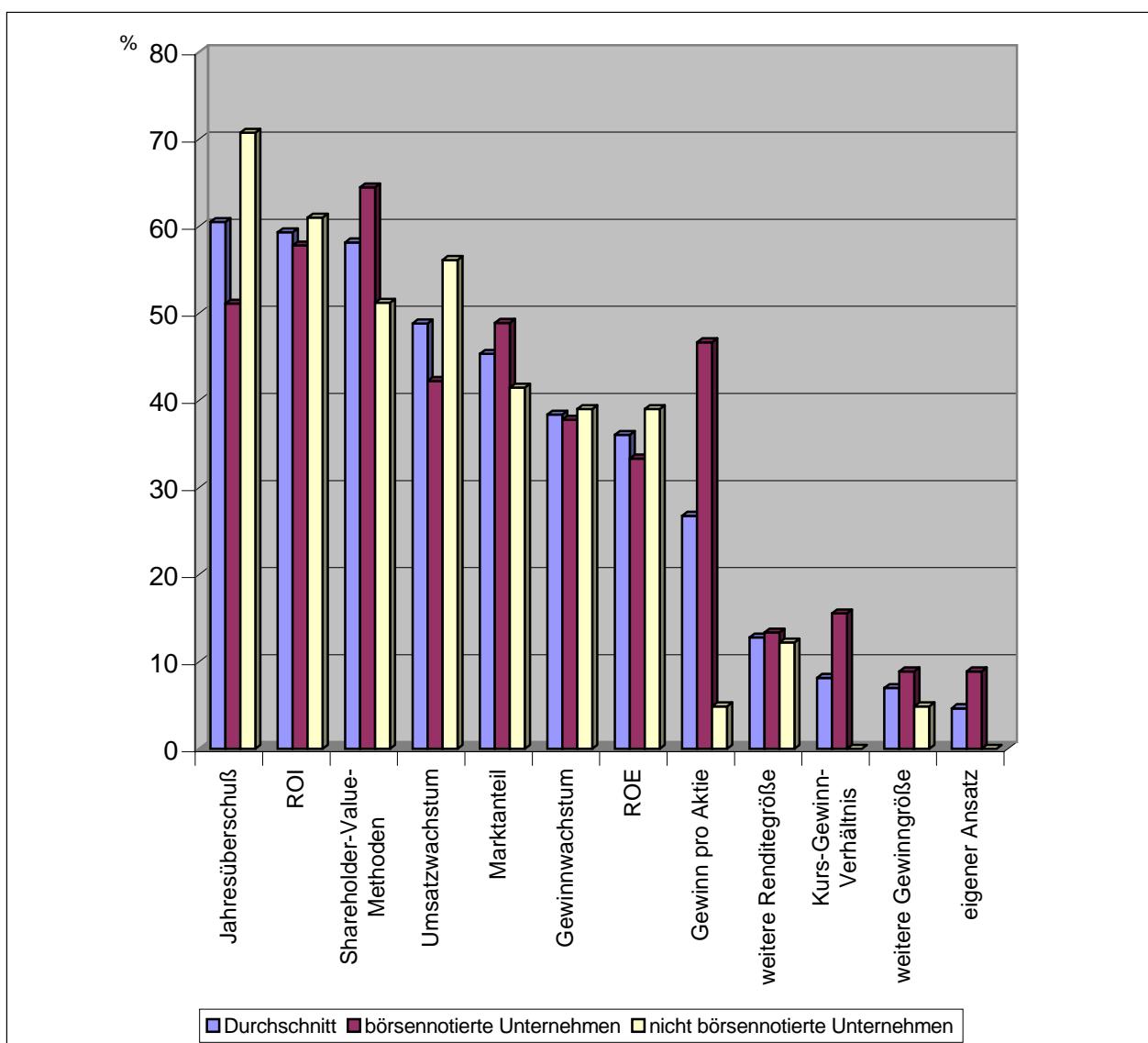


**Abbildung 3-4: Ziele und Erwartungen einer wertorientierten Unternehmensführung**

### 3.3 Verwendete Erfolgsgrößen, Managementkompensation und Stakeholder-Management

Bei den momentan verwendeten Erfolgsgrößen in großen deutschen Unternehmen ergab sich eine recht geringe Verbreitung von SV-Methoden. Erst 58% der Unternehmen verwenden solche Kennzahlen bei der Erfolgsmessung des Unternehmens. Dieses Ergebnis relativiert die Erkenntnisse aus Abbildung 3-2, aus der eine wesentlich höhere Verbreitung des SV-Gedankens abzulesen ist. Offensichtlich orientieren sich die Unternehmen gedanklich bereits am SV, die tatsächliche Ausrichtung des Rechnungswesens der Unternehmen ist allerdings noch nicht so weit gediehen.

Aus Abbildung 3-5 auf Seite 17 kann man erkennen, daß die **traditionellen bilanziellen Kennzahlen** in ihrer Wichtigkeit überwiegen. Dies gilt vor allem für nicht börsennotierte Unternehmen. Bei börsennotierten Unternehmen sind SV-Methoden mit 64,44% die am meisten genannten Methoden, die Verbreitung von bilanziellen Kennzahlen ist allerdings immer noch sehr hoch (ROI: 57,78%, Jahresüberschuß: 51,11%). Auffällig ist auch, daß trotz der deutlichen Kritik in der betriebswirtschaftlichen Literatur der **Gewinn pro Aktie** mit 46,67% auch als sehr wichtige Erfolgskennzahl angegeben wurde.

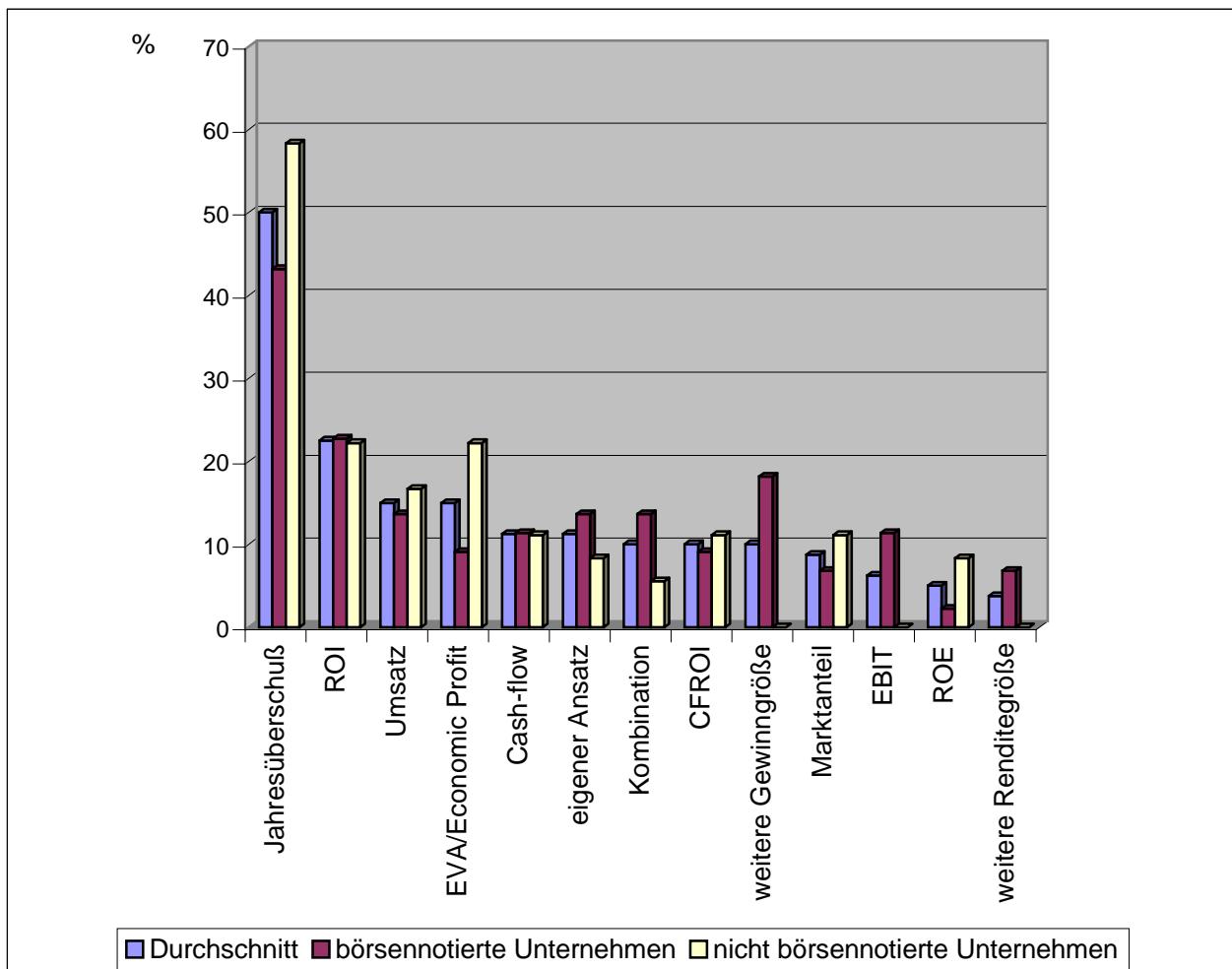


**Abbildung 3-5: Verwendete Maßstäbe zur Beurteilung des Erfolgs**

In bezug auf die **Vergütung der Führungskräfte** ergab die Untersuchung, daß **fast alle** großen deutschen Unternehmen dazu übergegangen sind, die Entlohnung zu einem gewissen Teil am Erfolg des Unternehmens zu orientieren. 97,78% der börsennotierten und 95,12% der nicht börsennotierten Unternehmen gaben an, eine **erfolgsorientierte Vergütung** der Führungskräfte anzuwenden.

Es zeigt sich, daß die Verbreitung von SV-Größen **noch nicht sehr hoch ist** (vgl. Abbildung 3-6 auf Seite 19). Eine Orientierung am EVA als meistgenannte SV-Größe verwenden lediglich 15% der befragten Unternehmen. Dominierend sind auch hier herkömmliche bilanzielle Kennzahlen, allen voran der **Jahresüberschuß**.

Diese Erkenntnisse lassen auf einen immer noch hohen Umstellungsbedarf bei den Unternehmen schließen. Vor allem die Koppelung der Vergütung der Führungskräfte an manipulierbare Bilanzkennzahlen verlangt vor dem Hintergrund einer grundlegenden positiven Einstellung gegenüber dem SV-Gedanken nach deutlichen Veränderungen. Da die bilanziellen Kennzahlen zu einer **Ausrichtung auf eine kurzfristige Erfolgsmaximierung** führen, ist es an dieser Stelle zu empfehlen, die Führungskräftekompenstation verstärkt an den Unternehmenserfolg besser widerspiegelnde Größen wie den **Cash-flow** oder den **EVA** zu koppeln.



**Abbildung 3-6: Bemessungsgrundlage für die Führungskräftevergütung**

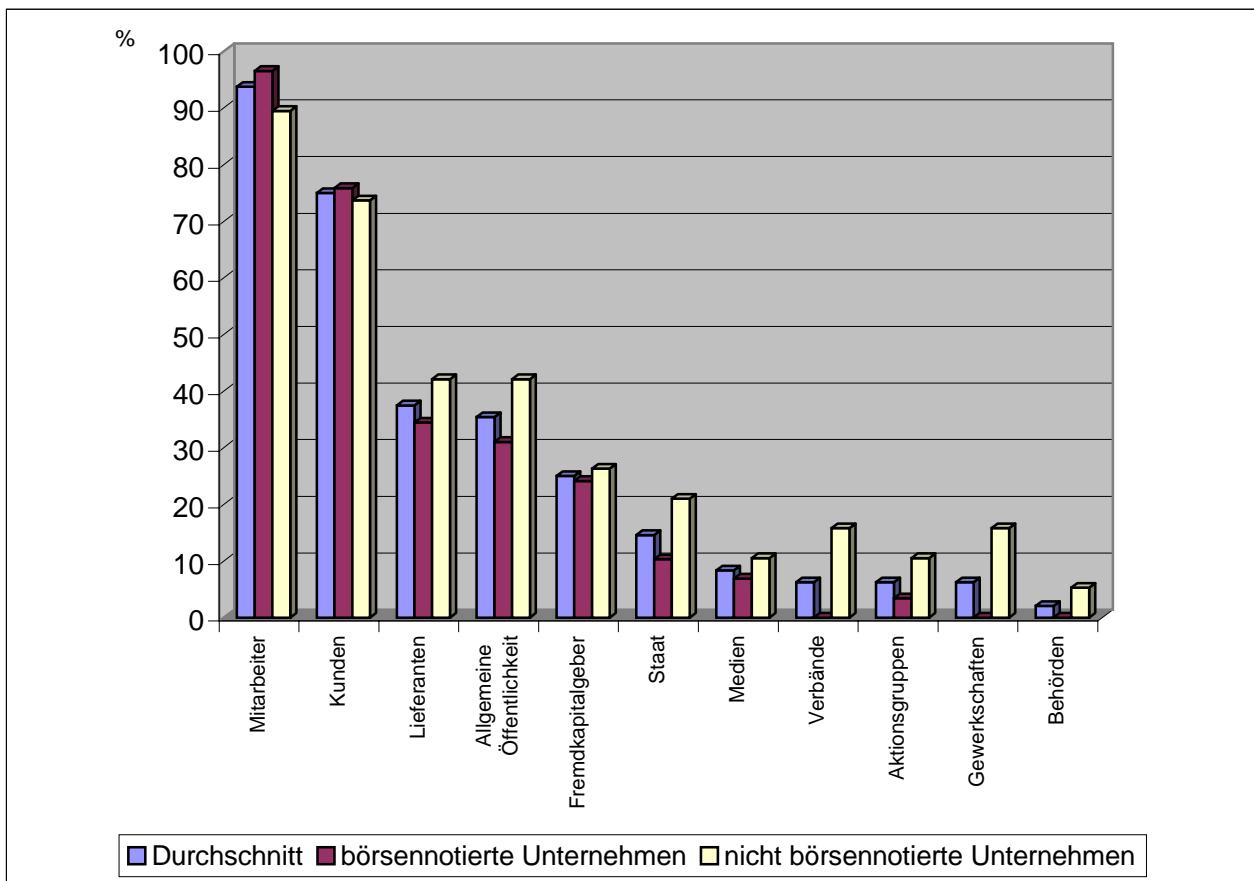
Vergütet wurden die erfolgsorientierten Leistungen vor allem in Form von **Bonuszahlungen** (86,42% der Unternehmen) gefolgt von **Unternehmensbeteiligungen** (33,33%). Kaum relevant waren **Umsatzbeteiligungen** (3,7%) und **nicht geldliche Leistungen** (2,47%).

Im Vergleich zu der sehr hohen Verbreitung erfolgsorientierter Führungskräftevergütung ist die Verfolgung des sog. **Stakeholder-Ansatzes** nicht in diesem Maße ausgeprägt. Unter **Stakeholder-Management** versteht man die Einbeziehung weiterer Anspruchsgruppen neben den Eigenkapitalgebern bei der Formulierung der Unternehmensstrategie. Es steht im Kontrast zu dem reinen Shareholder-Ansatz, der lediglich die Interessen der Eigenkapitalgeber im Auge hat. Vor allem in der Bundesrepublik Deutschland wurde in der Vergangenheit eine intensive Diskussion um die Notwendigkeit der Verfolgung eines solchen Ansatzes geführt. Dies geschah vor dem Hintergrund der in Deutschland vorherr-

schenden sozialen Marktwirtschaft, die einen Ausgleich zwischen den in die Leistungserstellung involvierten Gruppen vorsieht und als eine abgeschwächte Form des reinen Kapitalismus zu sehen ist, der vor allem in den Vereinigten Staaten existiert.

Die Umfrage hat ergeben, daß **56,98%** der befragten Unternehmen **bewußt einen Stakeholder Ansatz verfolgen**. Dabei beziehen börsennotierte Unternehmen tendenziell eher weitere Anspruchsgruppen ein (64,44% im Vergleich zu 48,78% bei nicht börsennotierten Unternehmen). Vor dem Hintergrund der Existenz einer sozialen Marktwirtschaft ist dieses Ergebnis bemerkenswert.

Die Unternehmen, die sich zum Stakeholder-Ansatz bekannt haben, berücksichtigten vor allem die **Interessen der Mitarbeiter** (vgl. Abbildung 3-7). **93,75%** der befragten Unternehmen gaben an, vor allem diese Gruppe im Auge zu haben. Ferner sind die **Kunden** mit **75%** der Nennungen besonders wichtig für die Unternehmen, was vor dem hohen Konkurrenzdruck, denen diese ausgeliefert sind, nicht verwunderlich ist. Deutlich weniger relevant, aber trotzdem noch wichtig sind die **Lieferanten** mit **37,5%**, die **allgemeine Öffentlichkeit** mit **35,42%** und die **Fremdkapitalgeber** mit **25%** der Nennungen.



**Abbildung 3-7: Berücksichtigte Anspruchsgruppen**

Die Wichtigkeit dieser Gruppen ist bis auf die **allgemeine Öffentlichkeit** auf deren enge Verbindung zum Wertschöpfungsprozeß des Unternehmens zu erklären. Da die allgemeine Öffentlichkeit heute für den Ruf eines Unternehmens eine große Rolle spielt und eine schlechte Stimmung gegenüber einem Unternehmen fatale Folgen für dessen Situation auf dem Absatzmarkt haben, ist die hohe Relevanz dieser Gruppe verständlich. Die weiteren Anspruchsgruppen **Staat** (14,58%), **Medien** (8,33%), **Verbände** (6,25%), **Aktionsgruppen** (6,25%), **Gewerkschaften** (6,25%) und **Behörden** (2,08%) sind für den Wertschöpfungsprozeß eines Unternehmens nur von sekundärer Wichtigkeit und werden deshalb auch nicht in dem Maße berücksichtigt.

### 3.4 Investor Relations

In bezug auf die Investor Relations hat die Umfrage ergeben, daß vor allem die **Informationsübermittlung zu den bestehenden Anlegern** im Vordergrund steht (vgl. Abbildung 3-8). Dabei ist anzumerken, daß keiner der durch die Untersuchung abgedeckten Aspekte als unwichtig eingestuft wurde. Lediglich die **Erhöhung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens** wurde mit 34,52% als relativ unwichtig eingestuft. Alle anderen Faktoren wurden mit über 40%iger Nennung als wichtig deklariert.

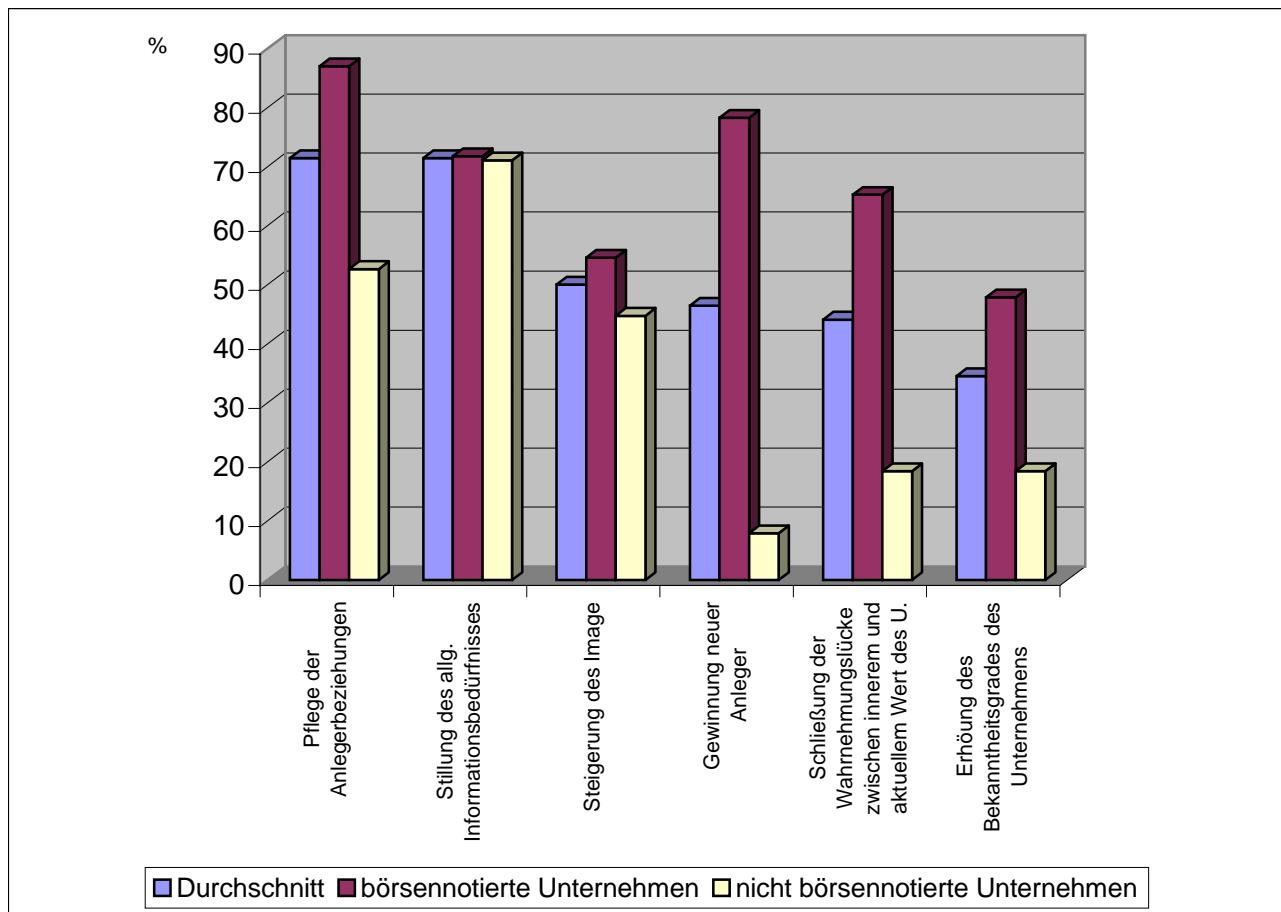
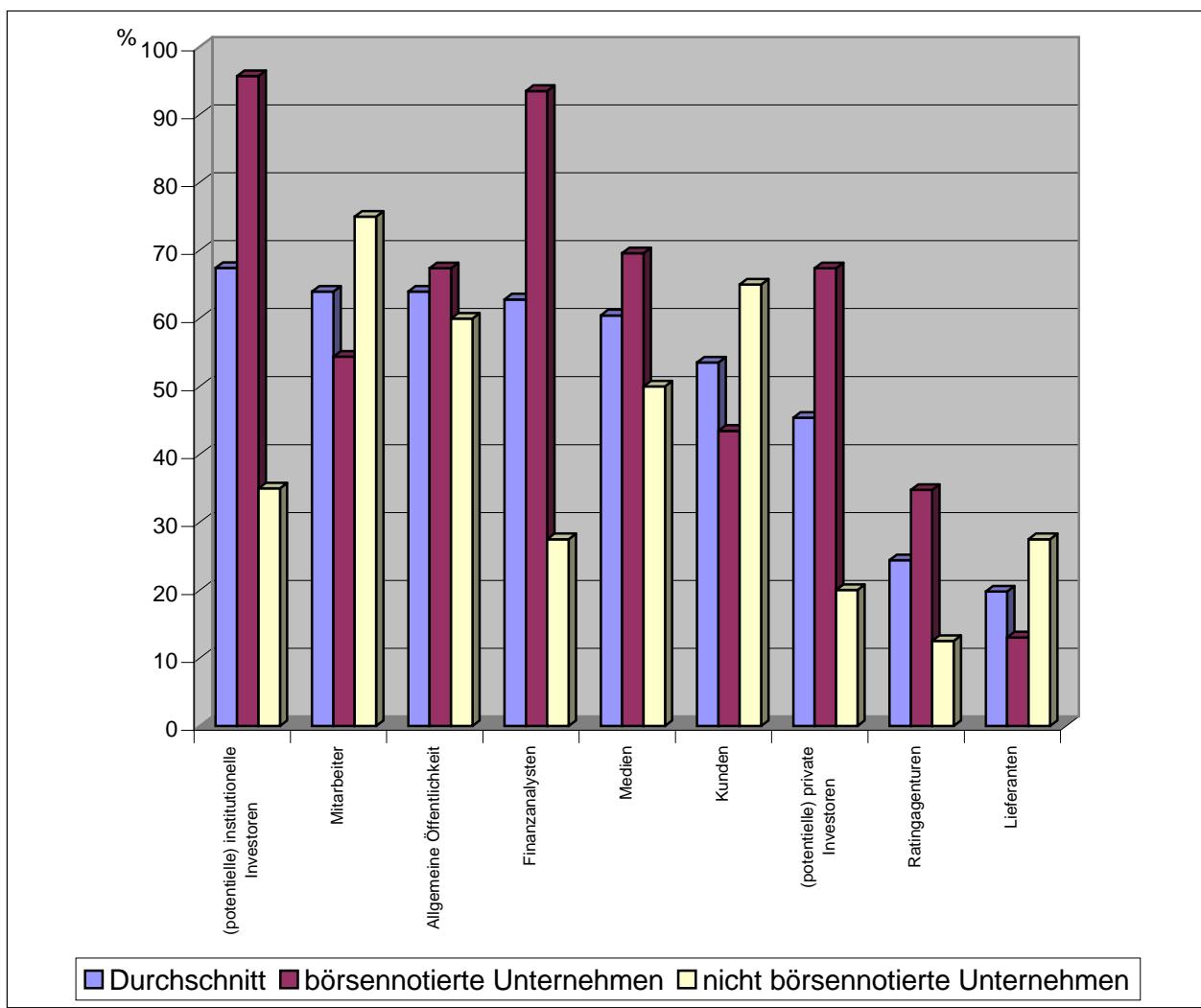


Abbildung 3-8: Ziele bei der Kommunikation mit den Anlegern

Vor allem nicht börsennotierte Unternehmen legen bei den Investor Relations im Vergleich zu den anderen Zielen großen Wert auf die Pflege der bestehenden Anlegerbeziehungen. Für börsennotierte Unternehmen ist darüber hinaus auch noch die **Gewinnung neuer Anleger** (78,26%) und die **Schließung der Wahrnehmungslücke zwischen innerem**

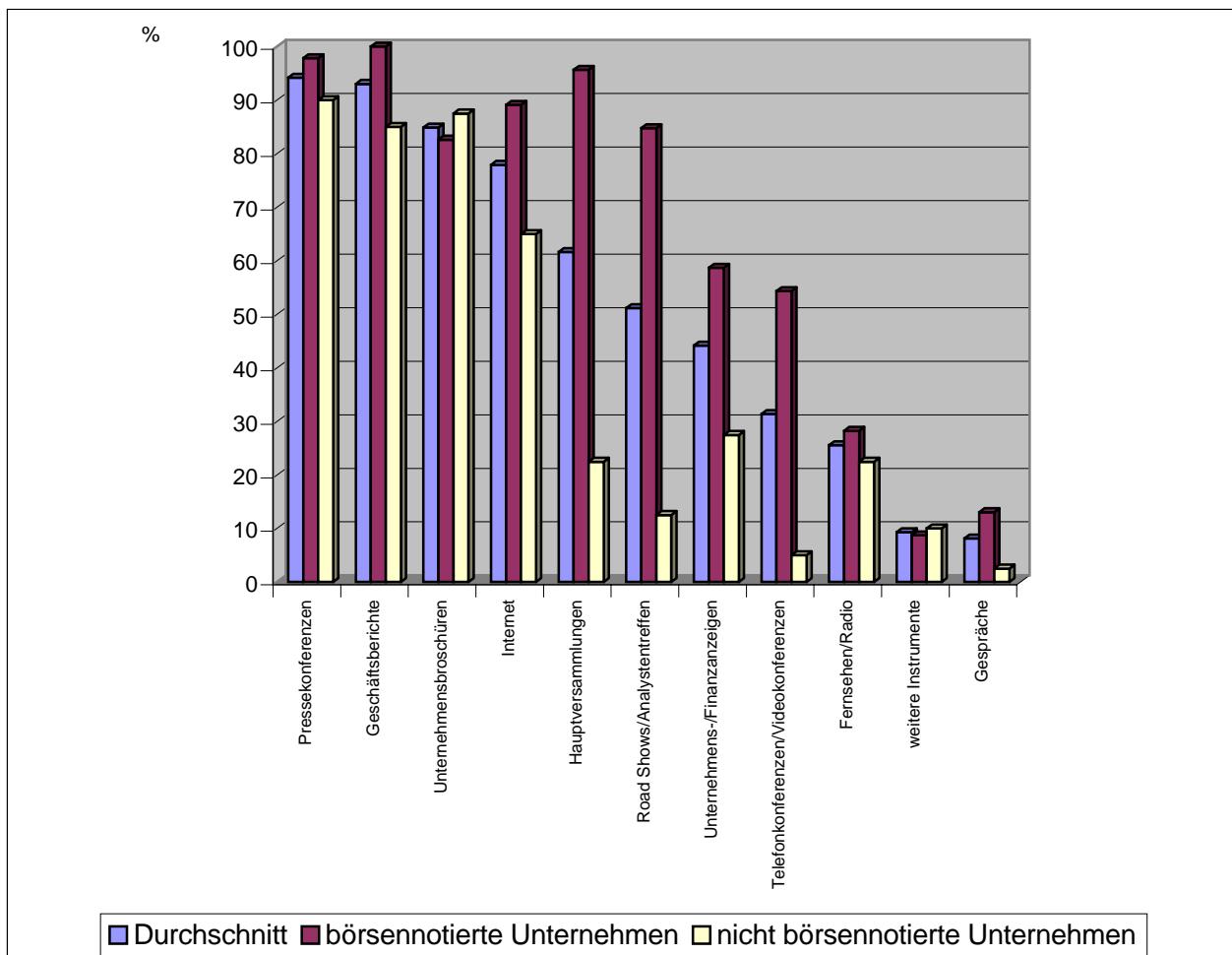
**und aktuellem Wert des Unternehmens** (65,22%) wichtig. Ziele, die für nicht börsennotierte Unternehmen kaum relevant sind.

Ferner fällt auf, daß den nicht börsennotierten Unternehmen die **Informationsübermittlung an die Kunden** und an die **Mitarbeiter** offensichtlich wichtiger ist als an die **Kapitalgeber**. Die Frage nach den **angesprochenen Zielgruppen** ergab, daß die **Mitarbeiter** mit 75%, die **Kunden** mit 65%, sowie die **allgemeine Öffentlichkeit** mit 60% die wichtigsten Gruppen bei der Kommunikation der Unternehmensergebnisse sind. Diese deutlich unterschiedliche Einstufung der Kapitalgeber im Vergleich zu den börsennotierten Unternehmen ist in ihrer Ausprägung erstaunlich. Börsennotierte Unternehmen setzten ihre Priorität deutlich auf die **institutionellen Anleger** (95,65%) und die **Finanzanalysten** (93,48%) (vgl. Abbildung 3-9).



**Abbildung 3-9: Durch die Informationspolitik angesprochene Zielgruppen**

Bei der Kommunikation der Unternehmensleistungen wird in den meisten Fällen von den traditionellen Methoden Gebrauch gemacht. **Pressekonferenzen** (94,19%), **Geschäftsberichte** (93,02%) und **Unternehmensbroschüren** (84,88%) stehen als Kommunikationsmittel an oberster Stelle (vgl. Abbildung 3-10). Bemerkenswert ist allerdings, daß an vierter Stelle das **Internet** mit 77,91% steht. Dieses Ergebnis unterstreicht die schnelle und erfolgreiche Entwicklung, die das Internet in den letzten fünf Jahren erfahren hat. Erstaunlich ist auch, dass das Fernsehen bzw. das Radio als Kommunikationsinstrument deutlich hinter dem Internet rangiert. Vor allem bei großen Unternehmen scheint das Internet in der Tat bereits ein essentieller Bestandteil der Unternehmenspolitik zu sein.

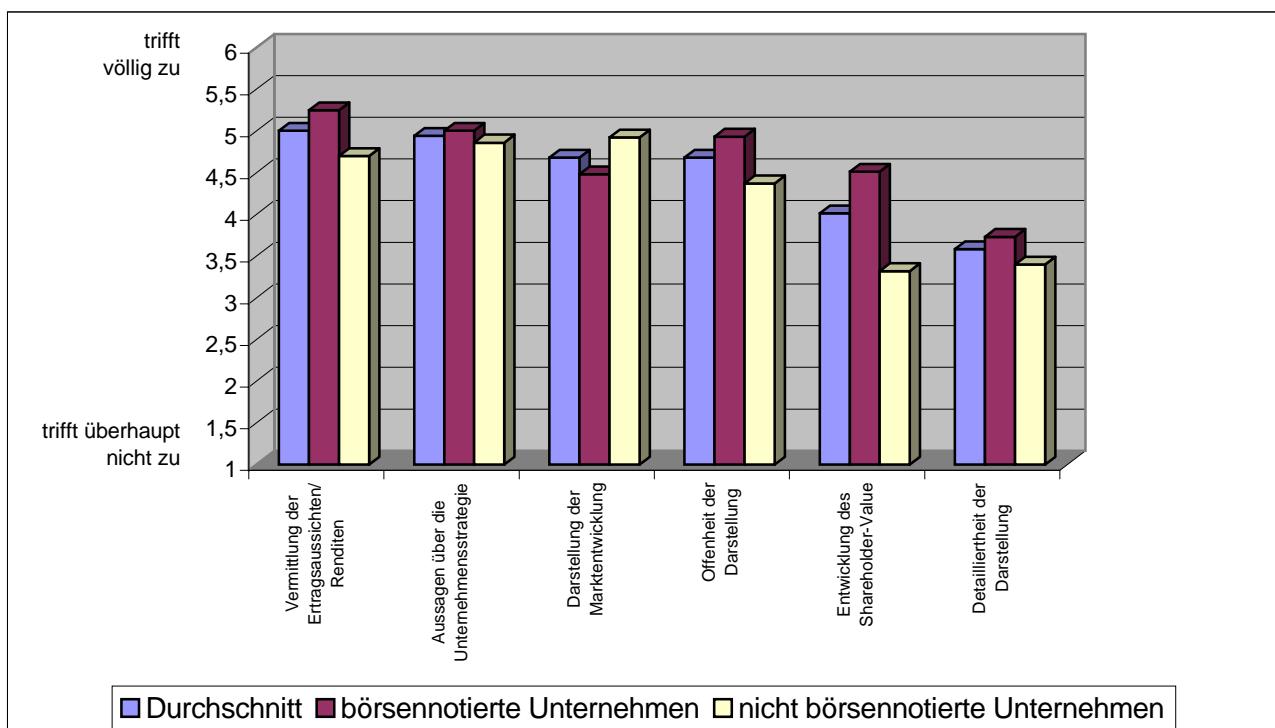


**Abbildung 3-10: Informationsinstrumente zur Kommunikation der Unternehmensleistungen**

Zu den Kommunikationsmitteln ist anzumerken, daß die börsennotierten Unternehmen deutlich mehr zu modernen bzw. aufwendigeren Kommunikationsmitteln wie **Videokonferenzen** oder **Road Shows** greifen. Nicht börsennotierte Unternehmen verlassen sich zum größten Teil auf die traditionellen Methoden.

Bei der Kommunikation des Unternehmenserfolges stehen vor allem die **Vermittlung der Ertragsaussichten** sowie die der **Renditen** im Vordergrund (vgl. Abbildung 3-11). Ferner wird auf die Vermittlung der **Unternehmensstrategie** und der **Marktsituation** Wert gelegt. Die Darstellung der Entwicklung des Shareholder-Value wird als wichtig, im Vergleich zu den Ertragsaussichten/Renditen allerdings niedriger eingestuft. An dieser Stelle scheint ein noch relativ geringes Interesse der Zielgruppen an dem SV-Konzept durch. Die Adressaten der Unternehmensinformationen sind offensichtlich eher an den traditionellen Erfolgsgrößen interessiert als an dem eigentlichen Shareholder-Value.

Bezüglich der Art der Darstellung wird zwar eine **offene Darstellung** propagiert, die **Detailliertheit** ist aber deutlich weniger wichtig. Hier spiegelt sich das Bedürfnis der Unternehmen nach Geheimhaltung wichtiger Informationen wider.



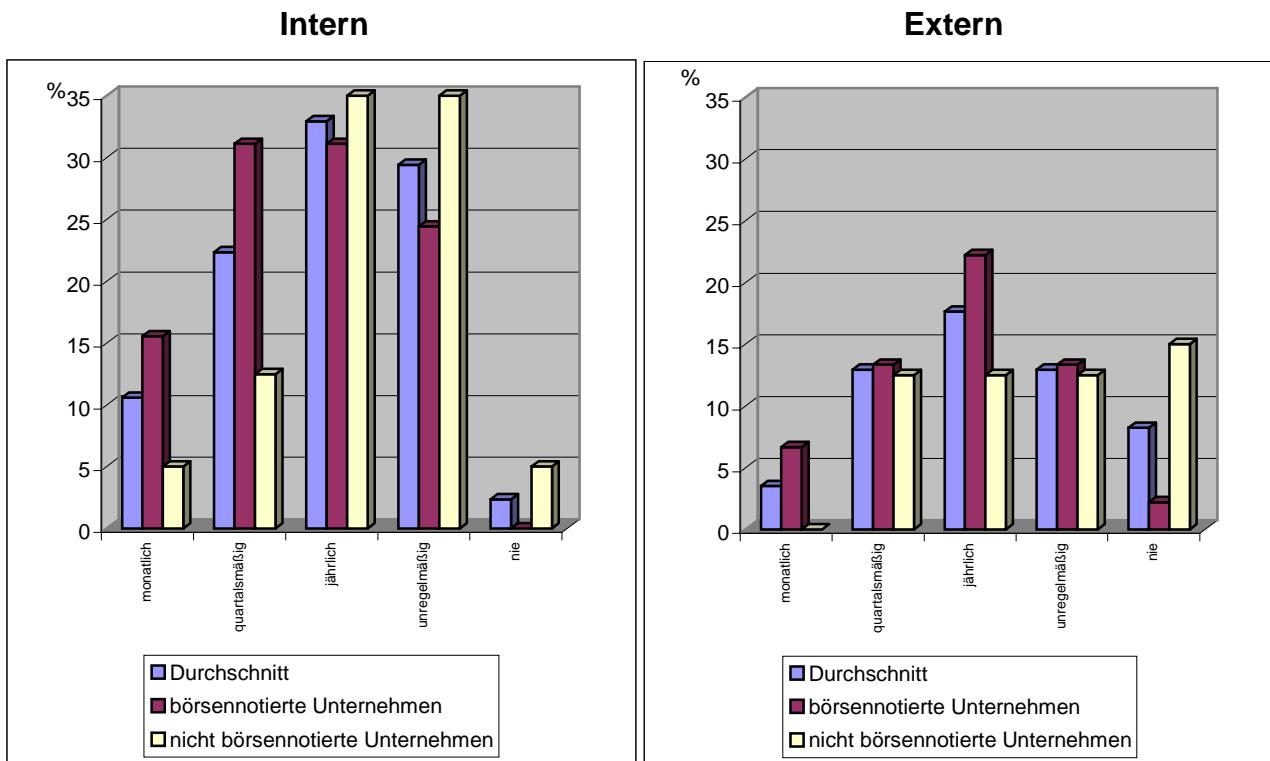
**Abbildung 3-11: Bedeutung unterschiedlicher Aspekte der Informationspolitik**

### **3.5 Allgemeine Ausprägungen der Umsetzung des Wertmanagements**

In diesem Abschnitt soll dargestellt werden, **ob, wann** und vor allem **mit welchen Methoden** der Unternehmenswert in den größten bundesdeutschen Unternehmen ermittelt wird. Der Fokus liegt dabei auf dem Vergleich der in der betriebswirtschaftlichen Literatur propagierten Verfahren mit der tatsächlichen Situation in den Unternehmen.

In bezug auf die Häufigkeit der Wertermittlung hat die Umfrage ergeben, daß die Ermittlung des **internen Unternehmenswertes**, also der Größe, die zur internen Steuerung des Unternehmens verwendet wird, am häufigsten **jährlich** (32,94%) bzw. **unregelmäßig** (29,41%) erhoben wird (vgl. Abbildung 3-12 auf Seite 27). Die Berechnung in kürzeren Abständen wird seltener angewendet. So wird der Unternehmenswert nur in 22,35% der Unternehmen quartalsmäßig und in 10,59% der Unternehmen monatlich ermittelt. Bei diesem Ergebnis fällt allerdings auf, daß deutlich mehr **börsennotierte Unternehmen** ein **kürzeres** Berechnungsintervall haben.

Zunächst ist zu bemerken, daß der **externe Unternehmenswert** deutlich seltener berechnet wird. Ferner ist das durchschnittliche Intervall zwischen den Berechnungszeitpunkten hier höher als bei der internen Unternehmenswertberechnung. Dem Unternehmenswert kommt somit eine wesentlich höhere Bedeutung als Instrument zur internen Steuerung des Unternehmens zu als als Signalinstrument für externe Anspruchsgruppen.



**Abbildung 3-12: Intervalle, in denen der interne/externe Unternehmenswert ermittelt wird**

Zur Berechnung des Unternehmenswertes gab die Mehrheit der Unternehmen an, **keine Hilfe von Beratern** (interner oder externer Art) entgegenzunehmen. **70,24%** der Unternehmen **verzichten** auf eine besondere Beratung, 14,29% holen allgemein den Rat eines Beraters ein und weitere 15,48% diesen lediglich beim Prozeß der Implementierung eines Unternehmenswert-Berechnungsvorgangs. Bei den Unternehmen, die einen Berater konsultieren, sind sowohl **Unternehmensberater** (56%), **Investmentbanken** (40%) als auch **Wirtschaftsprüfer** (40%) beliebt, wobei Investmentbanken von börsennotierten Unternehmen (50%) eher zu Rate gezogen werden als von nicht börsennotierten (30,77%). Interne Unternehmensberater werden mit 12% der Nennungen seltener konsultiert.

Erstaunlich bei dem Aspekt der Berechnung des Unternehmenswertes ist, daß die in den Vereinigten Staaten häufig angewendete **DCF-Methode** laut Umfrage in den größten deutschen Unternehmen deutlich mehr Verwendung findet als die **Ertragswertmethode** (67,86% im Vergleich zu 33,33%), die die gängige Methode der deutschen Wirtschaftsprüfungspraxis zur Ermittlung des Unternehmenswertes darstellt (vgl. Abbildung 3-13 auf Seite 29).

Hier zeichnet sich, vor allem durch die vermehrte Konsultierung von **Unternehmensberatern** und **Investmentbanken**, eine Entwicklung zu einer starken Orientierung an der amerikanischen Unternehmensbewertungspraxis und damit verbunden an dem SV-Gedanken ab. Dies wird außerdem durch die häufige Verwendung des **EVA bzw. Economic Profit** (34,52%) unterstrichen, der ebenfalls eine gängige Methode zur Wertermittlung im Rahmen des SV-Konzepts darstellt und genauso häufig angewendet wird wie die Ertragswertmethode. Die Orientierung börsennotierter Unternehmen am **Börsenwert** ist nicht verwunderlich, da dieser bekanntlich die Einschätzung des Marktes in bezug auf die Unternehmenspolitik darstellt. Kritisch ist hier allerdings anzumerken, daß eine alleinige Orientierung am Börsenwert Risiken in sich birgt, da der **Börsenwert keineswegs den objektiven Unternehmenswert darstellt**. Die Börsenkurse entstehen allein durch die Annahmen der Anleger, die nicht immer nachvollzogen werden können. Der theoretisch richtige Wert eines Unternehmens kann nur durch eine **Diskontierung aller zukünftigen Einzahlungsüberschüsse** bestimmt werden, ein Abgleich zwischen dem Börsenwert und dieser Größe (DCF- oder Ertragswert) ist somit sinnvoll.

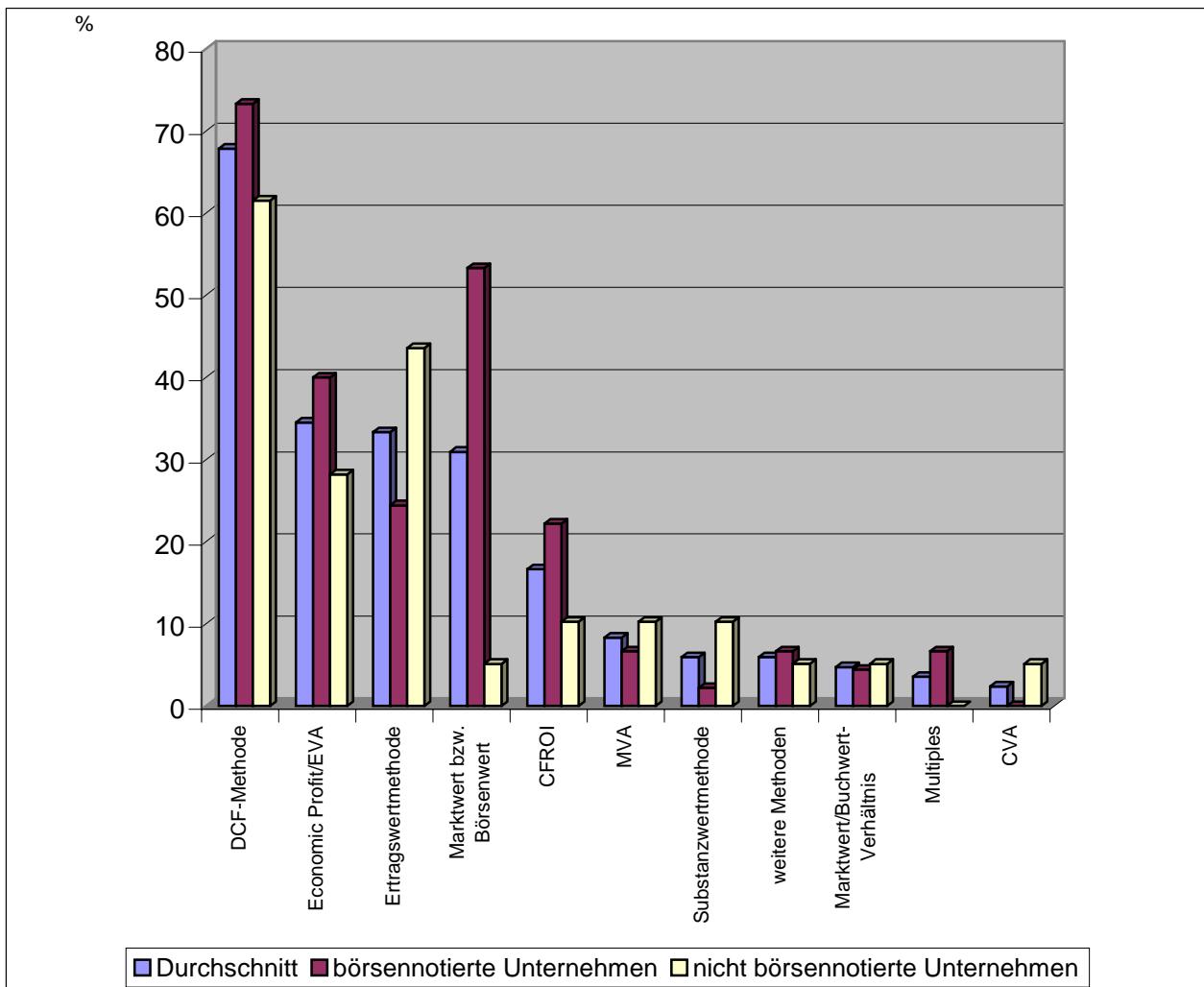


Abbildung 3-13: Verwendete Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes

Als Grund für die Anwendung der genannten Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes gaben die Unternehmen mit 53,19% vorwiegend deren **Praktikabilität** an. Im Vordergrund steht somit die Notwendigkeit Größen zu verwenden, die von den Mitarbeitern problemlos nachvollzogen werden können. Als weiterer Aspekt wurde die **allgemeine Anerkanntheit der Methode** bzw. deren **Aktualität** genannt. 27,66% der Unternehmen gaben dieses als Motiv für die Anwendung an.

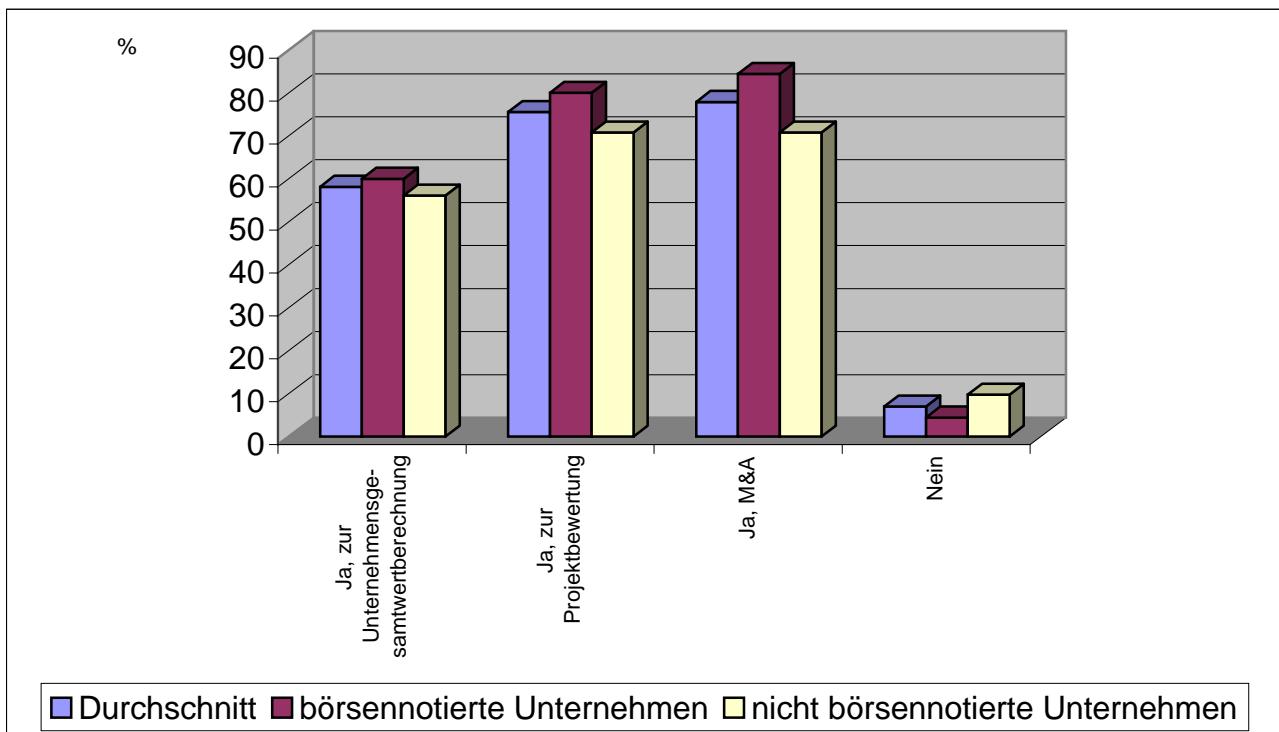
Neben den Ergebnissen über die verwendeten Methoden sagt die Umfrage ebenfalls aus, daß ein **relativ kleiner Teil (30,12%)** der Unternehmen den Unternehmenswert lediglich auf der obersten Hierarchieebene/Konzernebene berechnet. **69,88%** der Unternehmen berechnen auch die Gesamtwertbeiträge der einzelnen Unternehmensbereiche. Dabei erfolgt die Wertberechnung der Teilbereiche zur internen Verwendung zum größten Teil

im Abstand von einem Jahr (32,47%) bzw. unregelmäßig (33,77%). Eine quartalsmäßige (18,18%) bzw. monatliche Berechnung (9,09%) wird deutlich seltener angewendet. In bezug auf diese Fragestellung waren die Aussagen der börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen relativ kongruent.

Im Vergleich zu der internen Ergebnisermittlung der Unternehmensteilbereiche wird der **externen Wertermittlung** geringe Bedeutung beigemessen. Lediglich 15,88% der Unternehmen ermitteln unregelmäßig den Wertbeitrag einzelner Teilbereiche für die externe Verwendung, 6,99% ermitteln diese jährlich, 5,19% quartalsmäßig und nur 1,30% monatlich. Dies zeigt, daß zur Kommunikation des Unternehmenswertes nach außen ein Unternehmensgesamtwert als ausreichend eingestuft wird. Das Ergebnis läßt ferner Schlüsse auf die Detailliertheit der Informationen zu, die unternehmensexternen Gruppen überlassen werden, da bei dem Verzicht auf eine aufgeschlüsselte Unternehmenswertdarstellung u.U. wichtige Informationen über die Performanceentwicklung von Unternehmensteilbereichen verschwiegen werden können.

### **3.6 Anwendung und Ausprägung der Discounted-Cash-Flow-Methoden im Unternehmen**

In diesem Abschnitt soll die Anwendung der **Discounted-Cash-Flow-Methode** (DCF-Methode) dargestellt werden. Die vornehmlich in den USA eingesetzte und dort maßgeblich entwickelte DCF-Methode wurde in der deutschen Literatur zur Unternehmensbewertung eingehend diskutiert und als Alternativkonzept zur traditionellen **Ertragswertmethode** vorgestellt. Die DCF-Methode hat zwar die gleiche Zielsetzung wie die Ertragswertmethode, nämlich die Bestimmung des Unternehmenswertes, unterscheidet sich aber in der Art und Weise der Berechnung. Maßgebliche Unterschiede sind die **Verwendung des Cash-flow** als Erfolgsmaßstab und die Berechnung des Kalkulationszinssatzes über die **Marktpreise** des eingesetzten Kapitals. Wie die Ergebnisse des obigen Abschnittes gezeigt haben, ist die DCF-Methode in bundesdeutschen Unternehmen bereits sehr weit verbreitet und hat offensichtlich in großen Unternehmen die Ertragswertmethode an Bedeutung überholt.



**Abbildung 3-14: Verwendung von DCF-Methoden**

Die Umfrage hat ergeben, daß **93,02%** der befragten Unternehmen die DCF-Methode in irgend einer Art und Weise einsetzen. Dabei verwenden 58,14% der Unternehmen die DCF-Methode, um den Unternehmensgesamtwert zu berechnen, 75,58%, um einzelne Projekte zu bewerten und 77,91%, um im Bereich Mergers & Aquisitions eine Bewertung vorzunehmen (vgl. Abbildung 3-14). Dabei folgen ca. 9% mehr börsennotierte Unternehmen der DCF-Methode als nicht börsennotierte Unternehmen.

Für die Prognose der Cash-flow wird dabei mit Abstand am häufigsten ein **Businessplan** verwendet (89,87%). Eine **Szenarioanalyse** verwenden 37,97% der Unternehmen, die von Rappaport vorgeschlagene Berechnung auf der Basis von **Werttreibern** findet nur in 21,52% der Unternehmen Anwendung. Immerhin 11,39% der Unternehmen verwenden lediglich **extrapolierte Vergangenheitswerte**, um die zukünftigen Cash-flow zu berechnen, ein Verfahren, das nur unter äußerster Vorsicht und nur in stabilen Märkten eingesetzt werden sollte.

Durchschnittlich hat sich für den **Prognosehorizont** eine Dauer von 5,75 Jahren ergeben, was den Vorschlägen aus der Literatur entspricht. Die Standardabweichung von 3,01 um diesen Wert ist allerdings ein Zeichen für recht große Schwankungen um den Mittelwert. Dies ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß einige Unternehmen Prognosehorizonte angegeben haben, die deutlich von dem Mittelwert abweichen. So haben drei Unternehmen einen Prognosehorizont von immerhin 15 Jahren angegeben und vier Unternehmen begnügen sich mit einem Horizont von zwei Jahren bzw. einem Jahr.

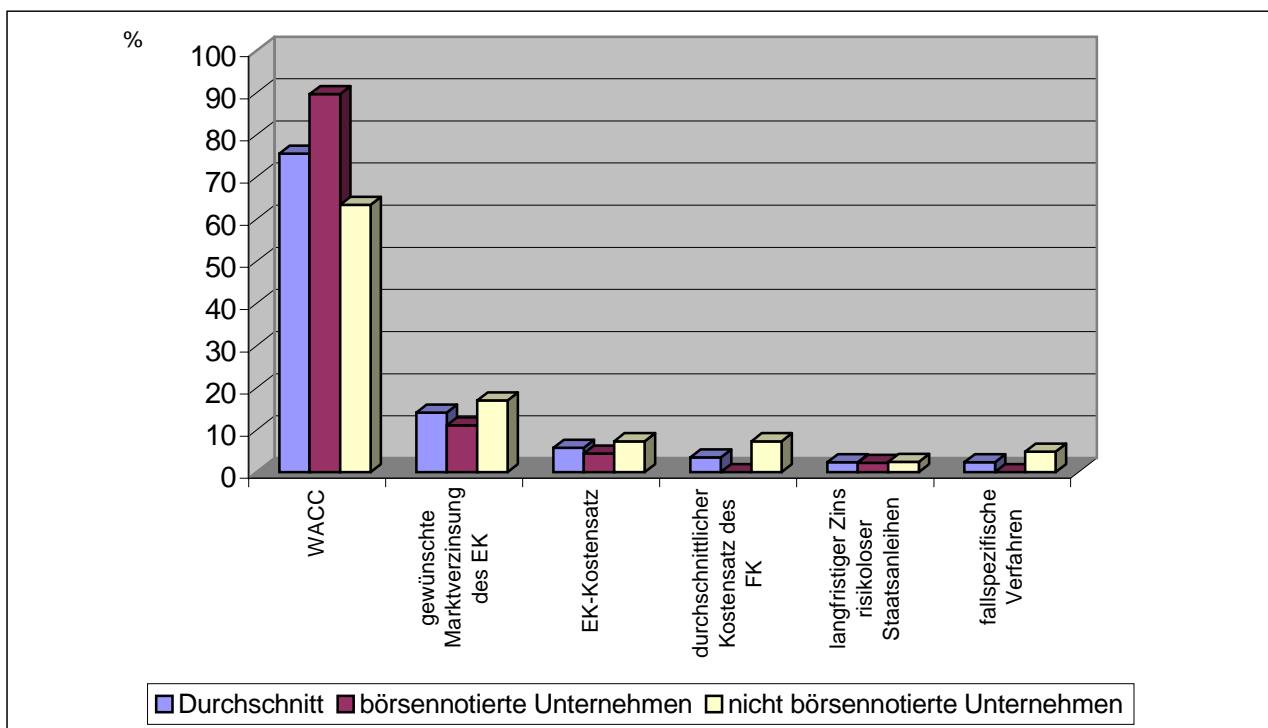
Bei der Diskontierung der Cash-flow verwenden **62,50%** der Unternehmen den **Entity**- und **40,28%** den **Equity-Approach**. Der vor allem in der Literatur propagierte **Adjusted-Present-Value-Ansatz (APV-Ansatz)**, dem eine größere Genauigkeit bei der Berechnung zugesprochen wird, wird lediglich von **9,72%** der Unternehmen angewendet. Problematisch ist die APV-Methode vor allem bei der Berechnung, da hier zunächst ein Unternehmen bei 100%-iger Eigenfinanzierung unterstellt wird und steuerliche Fremdfinanzierungsvorteile erst anschließend einberechnet werden.

Die Entity-Methode ist diejenige, die auch bei früheren empirischen Untersuchungen als die am **häufigsten angewendete** bzw. **praxistauglichste** angesehen wird. Vorteilhaft ist vor allem die Bestimmung der Cash-flow unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung, was den realen Gegebenheiten entspricht, und die Diskontierung der Cash-flow durch den **durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC)**, in den die mit Hilfe des **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** berechneten Eigenkapitalkosten einfließen. Diese Größen sind in der Praxis am gängigsten bzw. am einfachsten zu bestimmen und erleichtern die Berechnung des DCF. Die Ergebnisse dieser Umfrage zeigen, daß sich auch in der Bundesrepublik Deutschland die betriebliche Praxis an den in der Literatur vorgeschlagenen Methoden orientiert.

In bezug auf die **Endwertberechnung** zeigt sich ein ähnliches Bild. Der in der Literatur propagierte Ansatz, den Endwert auf der Basis des **Cash-flow der letzten Prognoseperiode** zu berechnen, wird von 69,44% der Unternehmen eingesetzt und 8,33% verwenden den **durchschnittlichen Cash-flow** der letzten 3 bis 10 Prognoseperioden. 16,67% der Unternehmen setzen den Endwert auf der Basis eines **prognostizierten Liquidations-**

wertes an und 13,89% stellen eine eigene **Szenarioanalyse** auf, was als deutlich aufwendiger einzustufen ist, als die einfache Berechnung auf Basis der Cash-flow.

Bei der **Berechnung des Kalkulationszinsfußes** überwiegt mit deutlicher Mehrheit die Anwendung des gewichteten Kapitalkostensatzes (75,58%, siehe Abbildung 3-15). Ein Kostensatz, der der gewünschten Verzinsung entspricht, wird nur von 13,95% der Unternehmen und insbesondere von nicht börsennotierten Unternehmen (17,07%) angewendet. Auch in diesem Punkt ist also die Untersuchung kongruent mit der in der Literatur vertretenen Meinung.



**Abbildung 3-15: Angewandter Kapitalkostensatz**

Die Bestimmung der Eigenkapitalkosten ergibt ein ähnliches Bild. Über dreiviertel der befragten Unternehmen (77,22%) geben an, das **CAPM** zu verwenden (vgl. Abbildung 3-16 auf Seite 34). Deutlich weniger Bedeutung haben die **durchschnittlichen Eigenkapitalkosten deutscher Aktiengesellschaften**, die in nur 12,66% der Unternehmen angewendet werden. **Eigene Ansätze** bzw. Vorgaben einer **Hurdle Rate** durch die Unternehmensleitung waren lediglich für jeweils 5,06% der Unternehmen relevant.

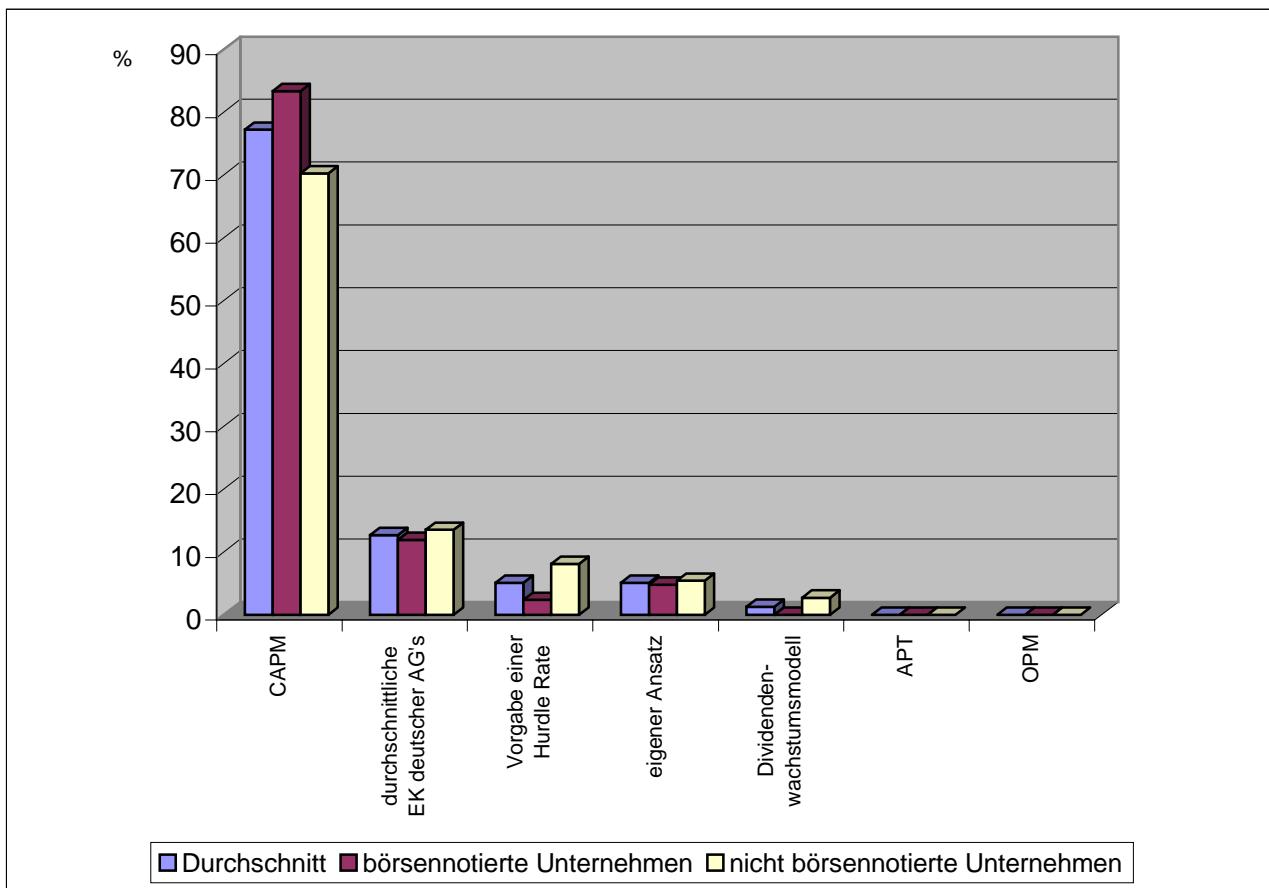


Abbildung 3-16: Methoden zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten

Bezeichnend ist das Ergebnis hinsichtlich der **Arbitrage Pricing Theory (APT)** und der **Optionspreis-Theorie (OPT)**. Diese in der betriebswirtschaftlichen Literatur ausgiebig diskutierten Möglichkeiten, die Eigenkapitalkosten zu berechnen, wurden in keinem einzigen Unternehmen herangezogen. Vor allem in bezug auf die APT kann somit auch **empirisch nachgewiesen** werden, was in der Literatur zur Finanzierungstheorie bereits deutlich zum Vorschein kommt, nämlich daß die APT, die als Alternativkonzept zum CAPM entwickelt worden ist, **keinerlei praktische Relevanz** besitzt.

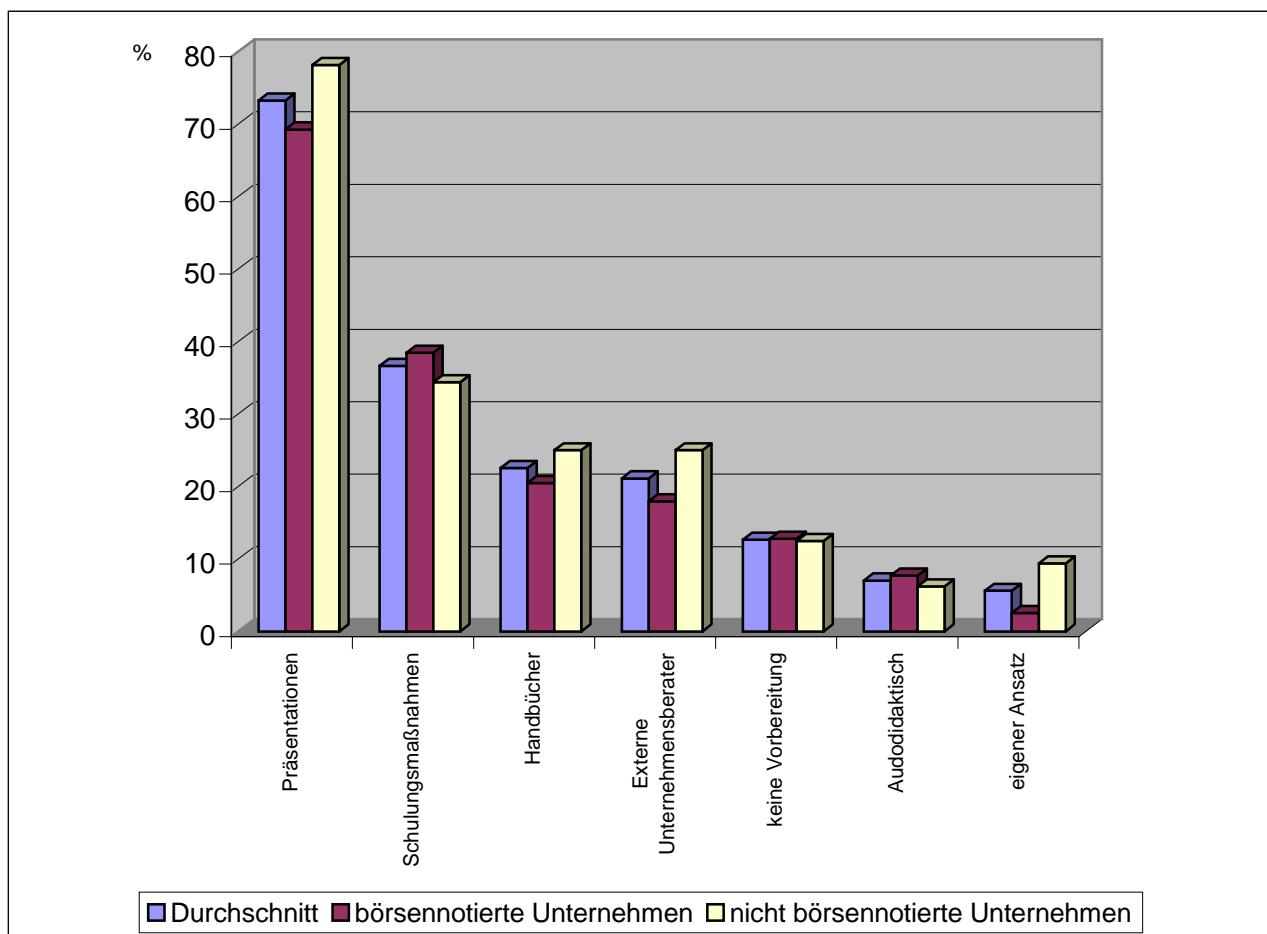
Von den befragten Unternehmen geben 80,49% an, bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten **Beta-Faktoren** zu verwenden.<sup>2</sup> Dabei sind vor allem **Branchen-Betas** (45,67%) relevant. Die **Betas vergleichbarer inländischer Unternehmen** werden von 30% der befragten Firmen verwendet und ein **selbst errechnetes Beta** aus eigenen Unternehmensdaten wird von 27,67% eingesetzt. Auffallend an diesen Ergebnissen ist, daß bei 16% der nicht börsennotierten Unternehmen und damit deutlich mehr als bei den börsennotierten (2,86%), die **Beta-Faktoren vergleichbarer ausländischer Unternehmen** verwendet werden, ein Ergebnis, das in Anbetracht der tendenziell größeren internationalen Orientierung von Aktiengesellschaften in umgekehrter Ausprägung zu erwarten gewesen wäre.

### **3.7 Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts im Unternehmen**

Sowohl börsennotierte als auch nicht börsennotierte Unternehmen versuchen, das SV-Konzept hauptsächlich durch **Präsentationen** bei den Mitarbeitern des Unternehmens bekannt zu machen (73,24%, vgl. Abbildung 3-17 auf Seite 36). Aufwendigere **Schulungsmaßnahmen** sind mit 36,62% der Nennungen deutlich weniger wichtig. Auch **Handbücher** (22,59%) bzw. **externe Unternehmensberater** (21,13%) werden selten eingesetzt. Das Shareholder-Value-Konzept wird innerhalb der Unternehmen offensichtlich als so verständlich eingestuft, daß dessen Vermittlung durch eine Präsentation ausreicht. Allerdings ist zu bemerken, daß fast alle Unternehmen, die das Shareholder-Value-Konzept anwenden, in irgendeiner Art und Weise versuchen, die Mitarbeiter mit diesem vertraut zu machen. Lediglich 12,68% der Unternehmen verzichten auf jegliche Form der Vorbereitung.

---

<sup>2</sup> Zu diesem Punkt ist anzumerken, daß von den befragten Unternehmen, die angegeben haben, Beta-Faktoren zu verwenden, 5 das CAPM zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten nicht anwenden. Diese Unternehmen verwenden offensichtlich den Beta-Faktor in einem anderen Zusammenhang.



**Abbildung 3-17: Maßnahmen zur Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts**

Von den befragten Unternehmen gaben 59,62% ferner an, daß bei der Implementierung des SV-Konzepts **keine Hemmnisse** aufgetreten sind. Bei 19,23% der Unternehmen traten Probleme bei der **mittleren Führungsschicht** und bei 28,85% bei den **operativen Mitarbeitern** auf. Das **Top-Management**, von dem i.d.R. die Implementierungsmaßnahmen ausgehen, war lediglich in 1,92% der Fälle ein Problemkandidat, was in Anbetracht des **Principal-Agent-Phänomens** verwunderlich ist: Durch die Einführung eines Shareholder-Value-Managements wird ein starker Druck auf die Führungskräfte ausgeübt, da diese für die Performance eines Unternehmens letztlich verantwortlich sind und bei schlechter Unternehmensleistung i.d.R. als erste mit dem Verlust ihres Arbeitsplatzes rechnen müssen.

**Keine Probleme** bei der Realisation des Shareholder-Value-Managements gab es bei 32,73% der Unternehmen. Diejenigen, bei denen Probleme auftraten, hatten diese eher in der **Einführungs- und Umsetzungsphase**. Die **Planungsphase** war hier weniger schwierig.

Insgesamt ergab sich in bezug auf die **Erfüllung der Erwartungen** ein recht positives Bild. Mit einem Wert von 4,31 auf einer Ratingskala von 1 bis 6 kann behauptet werden, daß zumindest ein **großer Teil der Erwartungen** im Hinblick auf das Shareholder-Value-Konzept **in Erfüllung gegangen** ist. Die Standardabweichung von 0,7551 zeigt, daß die Werte keine große Streuung aufweisen. Das Konzept wurde somit als **recht positiv** eingestuft, obwohl dieses Ergebnis nicht völlig überzeugt. Um dem Shareholder-Value-Konzept von Praktikerseite uneingeschränkte Zustimmung zukommen zu lassen, hätte dieses Ergebnis deutlicher ausfallen müssen.

## **4 Schlußbetrachtung**

Die vorliegende Untersuchung hatte als Zielsetzung die Analyse der empirischen Relevanz des Shareholder-Value-Konzepts in großen deutschen Unternehmen. Ferner sollte untersucht werden, ob in der betriebswirtschaftlichen Literatur propagierte Methoden auch in die Praxis Einzug gefunden haben. In bezug auf das erste Untersuchungsziel kann gesagt werden, daß der **Gedanke** des Shareholder-Value in der Bundesrepublik Deutschland vom Prinzip her Anklang gefunden hat, die **konkrete Ausrichtung** der Unternehmen und insbesondere die des **Rechnungswesens** noch nicht mit der grundlegenden Zielsetzung einer wertorientierten Unternehmensführung konform ist.

In bezug auf das zweite Untersuchungsziel hat sich, insbesondere im Hinblick auf die Verbreitung von „modernen“ Verfahren der Kapitalkostenbestimmung, ein **ernüchterndes Bild** gezeigt. In der betriebswirtschaftlichen Literatur ausgiebig diskutierte Verfahren wie die Arbitrage-Pricing-Theory finden in der Praxis keine Anwendung. Die befragten Unternehmen orientieren sich in den meisten Fällen an den gängigen Methoden, die zwar problembehaftet, dafür aber leicht zu handhaben sind.

Das Konzept des Shareholder-Value befindet sich in der betrieblichen Praxis in der Bundesrepublik Deutschland trotz seiner recht langen Geschichte immer noch in der **Einführungsphase**. Die strategische Ausrichtung dieses Konzepts trägt maßgeblich dazu bei. Mit einer konkreten Umsetzung des Shareholder-Value-Gedankens ist in Zukunft zu rechnen, obwohl es bestimmt noch eine Weile dauern wird, bis zumindest die großen deutschen Konzerne sich vollends auf die Maximierung des Shareholder-Value „eingeschossen“ haben.

## **Anhang**

Tabellarische Umfrageergebnisse: S. 39 ff.

Fragebogen: S. 63 ff.

## 1. Allgemeine Fragen zum Unternehmen und dem Geschäftsumfeld

### ■ Struktur der untersuchten Unternehmen

**Tabelle 1-1: Übersicht über die ausgewerteten Unternehmen – Branchenzugehörigkeit**

	<i>Industrie</i>	<i>Dienstleistung</i>	<i>Gesamt</i>
Anzahl	71	16	86
Anteil	82,56%	17,44%	100%

**Tabelle 1-2: Übersicht über die ausgewerteten Unternehmen – Börsennotierung**

	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>	<i>Gesamt</i>
Anzahl	46	41	87
Anteil	52,88%	47,12%	100%

### ■ Unternehmenskennzahlen

**Tabelle 1-3: Personalausstattung nach Branchenzugehörigkeit**

<i>Mitarbeiter</i>	<i>Industrie</i>	<i>Dienstleistung</i>
Maximum	443.000	58.000
Minimum	71	253
Durchschnitt	43.586	15.747

**Tabelle 1-4: Personalausstattung nach Börsennotierung**

<i>Mitarbeiter</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Maximum	443.000	188.000
Minimum	684	71
Durchschnitt	57.767,79	17.848,07

**Tabelle 1-5: Umsatzzahlen nach Branchenzugehörigkeit**

<i>Umsatz (Mrd. DM)</i>	<i>Industrie</i>	<i>Dienstleistung</i>
Maximum	148	29
Minimum	0,45	1,5
Durchschnitt	16,73	7,9

**Tabelle 1-6: Umsatzzahlen nach Börsennotierung**

<i>Umsatz (Mrd. DM)</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Maximum	148	50,3
Minimum	0,45	1,5
Durchschnitt	21,61	7,33

## **2. Fragen zur allgemeinen Einordnung des Shareholder-Value-Konzepts, zur Wertorientierung des Unternehmens, sowie zu den Auslösern und Zielen eines wertorientierten Managements**

### **■ Allgemeine Aussagen über das Shareholder-Value-Konzept**

<b>Tabelle 2-1: Allgemeine Einordnung des Shareholder-Value-Konzepts</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Das SV-Konzept ist eine Neuauflage des ökonomischen Prinzips und nichts Neues	3,27	3,23	3,31
„Shareholder-Value“ und „wertorientierte Unternehmensführung“ sind synonym zu verwenden	4,78	4,87	4,68
Das Shareholder-Value-Konzept führt zu einer Ausrichtung auf kurzfristige Erfolgsgrößen	2,79	2,71	2,88
Das Shareholder-Value-Konzept fördert die Motivation	4,37	4,54	4,18
Das Shareholder-Value-Konzept ist ein zukunftsweisender Ansatz	4,77	4,87	4,66
Das Shareholder-Value-Konzept ist nur eine Modescheinung und hat seinen Höhepunkt überschritten	2,33	2,31	2,34
	<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>		
	6: trifft völlig zu		1: trifft überhaupt nicht zu

## ■ Stand der Implementierung, Motive, Ziele

<b>Tabelle 2-2: Implementierungsstand</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Shareholder-Value bereits primäres Unternehmensziel	26,44	32,61	19,51
Shareholder-Value bereits teilweise implementiert	62,07	65,22	58,54
Implementierung des Shareholder-Value-Gedankens innerhalb des nächsten Jahres	13,79	10,87	17,07
Implementierung des Shareholder-Value-Gedankens innerhalb der nächsten fünf Jahre	9,20	4,35	14,63
Implementierung des Shareholder-Value-Gedankens frühestens in fünf Jahren	0	0	0
Gedanke des Shareholder-Value nicht relevant	2,30	0	4,88
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 2-3: Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Traditionelle Methoden bilden den Erfolg unzureichend ab	4,65	4,59	4,73
Verbesserte Vergleichbarkeit	4,26	4,07	4,49
Globaler Wettbewerb/ Konkurrenzdruck	4,33	4,23	4,44
Stagnation des Absatzmarktes	2,31	2,05	2,60
Verbesserung der Kommunikation mit den Investoren	4,62	5,27	3,80
Attraktivitätssteigerung für potentielle Anleger	4,47	5,39	3,16
Börsenkurssteigerung zur Abwehr feindlicher Übernahmen	2,88	3,63	1,79
Beschleunigung einer Expansionspolitik	4,10	4,14	4,06
Identifikation von wertschaffenden und wertvernichtenden Geschäftsbereichen	5,25	5,16	5,38
	<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>		
	6: trifft völlig zu		1: trifft überhaupt nicht zu

**Tabelle 2-4: Ziele und Erwartungen einer wertorientierten Unternehmensführung**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Steigerung des Börsenkurses	4,03	5,26	2,21
Verbesserung der Investor Relations	4,60	5,11	3,91
Gewinnung von zusätzlichen Investoren	4,15	5,19	2,62
Steigerung der Motivation	4,72	4,79	4,63
Umsatzerhöhung	3,14	3,03	3,28
Bewußtseinsschärfung der Mitarbeiter	5,04	5,00	5,08
Größere Kundenzufriedenheit	3,20	3,08	3,39
	<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>		
	6: trifft völlig zu		1: trifft überhaupt nicht zu

■ Verwendete Erfolgsgrößen, Managementkompensation

<b>Tabelle 2-5: Verwendete Maßstäbe zur Beurteilung des Erfolgs</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Shareholder-Value-Methoden	58,14	64,44	51,22
Jahresüberschuß	60,47	51,11	70,73
Marktanteil	45,35	48,89	41,46
Umsatzwachstum	48,84	42,22	56,10
Gewinn pro Aktie	26,74	46,67	4,88
Kurs-Gewinn-Verhältnis	8,14	15,56	0,00
Gewinnwachstum	38,37	37,78	39,02
ROE	36,05	33,33	39,02
ROI	59,30	57,78	60,98
weitere Gewinngröße	6,98	8,89	4,88
weitere Renditegröße	12,79	13,33	12,20
eigener Ansatz	4,65	8,89	0,00
	<i>Angaben in Prozent</i>		

<b>Tabelle 2-6: Erfolgsorientierte Kompensation der Führungskräfte nach Börsennotierung</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Anteil	96,51	97,78	95,12
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 2-7: Bemessungsgrundlage für die Ermittlung des Unternehmenserfolges**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Umsatz	15,00	13,64	16,67
Jahresüberschuß	50,00	43,18	58,33
Cash-flow	11,25	11,36	11,11
Marktwert/Buchwert-Verhältnis	0	0	0
Marktanteil	8,75	6,82	11,11
ROI	22,50	22,73	22,22
ROE	5,00	2,27	8,33
EVA/Economic Profit	15,00	9,09	22,22
CFROI	10,00	9,09	11,11
Kombination aus mehreren Größen	10,00	13,64	5,56
EBIT	6,25	11,36	0,00
weitere Gewinngröße	10,00	18,18	0,00
weitere Renditegröße	3,75	6,82	0,00
eigener Ansatz	11,25	13,64	8,33
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 2-8: Form der Leistungen**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Umsatzbeteiligung	3,70	2,27	5,41
Bonuszahlung	86,42	86,36	89,19
Unternehmensbeteiligung/ Stock Options	33,33	43,18	21,62
Nicht geldliche Leistungen	2,47	0	5,41
variable Vergütung	3,70	6,82	0,00
eigener Ansatz	9,88	9,09	10,81
	<i>Angaben in Prozent</i>		

## ■ Stakeholder-Management

**Tabelle 2-9: Verfolgung eines Stakeholder-Ansatzes**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Anteil	56,98	64,44	48,78
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 2-10: Berücksichtigte Anspruchsgruppen**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Mitarbeiter	93,75	96,55	89,47
Lieferanten	37,50	34,48	42,11
Kunden	75,00	75,86	73,68
Verbände	6,25	0,00	15,79
Staat	14,58	10,34	21,05
Allgemeine Öffentlichkeit	35,42	31,03	42,11
Aktionsgruppen	6,25	3,45	10,53
Behörden	2,08	0,00	5,26
Fremdkapitalgeber	25,00	24,14	26,32
Medien	8,33	6,90	10,53
Gewerkschaften	6,25	0,00	15,79
	<i>Angaben in Prozent der Unternehmen, die die Frage 2-7 mit „ja“ beantwortet haben</i>		

### **3. Fragen zu den Investor Relations**

<b>Tabelle 3-1: Ziele bei der Kommunikation mit den Anteilseignern</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Steigerung des Image	50,00	54,53	44,74
Gewinnung neuer Anleger	46,43	78,26	7,89
Schließung der Wahrnehmungslücke zwischen innerem und aktuellem Wert des Unternehmens	44,05	65,22	18,42
Pflege der eigenen/ bestehenden Anlegerbeziehungen	71,43	86,96	52,63
Stillung des allgemeinen Informationsbedürfnisses der Anleger	71,43	71,74	71,05
Erhöhung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens	34,52	47,83	18,42
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 3-2: Durch die Informationspolitik angesprochene Zielgruppen**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Finanzanalysten	62,79	93,48	27,50
(potentielle) institutionelle Investoren	67,44	95,65	35,00
(potentielle) private Investoren	45,35	67,39	20,00
Medien	60,47	69,57	50,00
Kunden	53,49	43,48	65,00
Ratingagenturen	24,42	34,78	12,50
Mitarbeiter	63,95	54,35	75,00
Lieferanten	19,77	13,04	27,50
Allgemeine Öffentlichkeit	63,95	67,39	60,00
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 3-3: Informationsinstrumente zur Kommunikation der Unternehmensleistung**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Geschäftsberichte	93,02	100,00	85,00
Unternehmensbroschüren	84,88	82,61	87,50
Unternehmens-/ Finanzanzei- gen	44,19	58,70	27,50
Fernsehen/Radio	25,58	28,26	22,50
Internet	77,91	89,13	65,00
Hauptversammlungen	61,63	95,65	22,50
Road Shows/Analystentreffen	51,16	84,78	12,50
Pressekonferenzen	94,19	97,83	90,00
Telefonkonferenzen/Video- konferenzen	31,40	54,35	5,00
Gespräche	8,14	13,04	2,50
weitere Instrumente	9,30	8,70	10,00
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 3-4: Bedeutung unterschiedlicher Aspekte in der Informationspolitik**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Vermittlung der Ertragsaussichten/Renditen	5,00	5,25	4,70
Darstellung der Marktentwicklung	4,68	4,48	4,92
Entwicklung des Shareholder-Value	4,01	4,51	3,32
Aussagen über die Unternehmensstrategie	4,94	5,00	4,86
Offenheit der Darstellung	4,68	4,93	4,37
Detailliertheit der Darstellung	3,58	3,73	3,40
	<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>		
	6: groß		1: gering

## 4. Fragen zu den Ausprägungen des Wertmanagements

### ■ Allgemeine Aussagen über die Ausprägungen des Wertmanagements

<b>Tabelle 4-1: Intervalle, in denen der interne Unternehmenswert ermittelt wird</b>			
	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
monatlich	10,59	15,56	5,00
quartalsmäßig	22,35	31,11	12,50
jährlich	32,94	31,11	35,00
unregelmäßig	29,41	24,44	35,00
nie	2,35	0	5,00
<i>Angaben in Prozent</i>			

<b>Tabelle 4-2: Intervalle, in denen der externe Unternehmenswert ermittelt wird</b>			
	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
monatlich	3,53	6,67	0,00
quartalsmäßig	12,94	13,33	12,50
jährlich	17,65	22,22	12,50
unregelmäßig	12,94	13,33	12,50
nie	8,24	2,22	15,00
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-3: Rückgriff auf professionelle Berater bei der Unternehmenswertermittlung**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Ja	14,29	13,95	14,63
Ja, bei der Implementierung	15,48	13,95	17,07
Nein	70,24	72,09	68,29
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-4: Typ von Berater, der bei der Wertermittlung herangezogen wird**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Investmentbanken	40,00	50,00	30,77
Wirtschaftsprüfer	40,00	41,67	38,46
Unternehmensberater	56,00	41,67	69,23
interne Unternehmensberater	12,00	8,33	15,38
	<i>Angaben in Prozent der Unternehmen, die die Frage 4-3 mit „ja“ beantwortet haben</i>		

**Tabelle 4-5: Verwendete Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Substanzwertmethode	5,95	2,22	10,26
Ertragswertmethode	33,33	24,44	43,59
DCF-Methode	67,86	73,33	61,54
CFROI	16,67	22,22	10,26
Marktwert/Buchwert-Verhältnis	4,76	4,44	5,13
Economic Profit/EVA	34,52	40,00	28,21
MVA	8,33	6,67	10,26
Marktwert bzw. Börsenwert	30,95	53,33	5,13
CVA	2,38	0,00	5,13
Multiples	3,57	6,67	0,00
weitere Methoden	5,95	6,67	5,16
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-6: Aggregationsebene, auf der der Unternehmenswert ermittelt wird**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
nur auf der obersten Hierarchieebene/Konzernebene	30,12	31,11	28,95
auch auf darunter liegenden Ebenen	69,88	68,89	71,05
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 4-7: Regelmäßigkeit der internen Ermittlung der anteiligen Beiträge der einzelnen Geschäftseinheiten zum Gesamtunternehmenswert**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
monatlich	9,09	15,00	2,70
quartalsmäßig	18,18	20,00	16,22
jährlich	32,47	30,00	35,14
unregelmäßig	33,77	35,00	32,43
	<i>Angaben in Prozent</i>		

**Tabelle 4-8: Regelmäßigkeit der externen Ermittlung der anteiligen Beiträge der einzelnen Geschäftseinheiten zum Gesamtunternehmenswert**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
monatlich	1,30	2,50	0
quartalsmäßig	5,19	2,50	8,11
jährlich	6,49	7,50	5,41
unregelmäßig	16,88	20,00	13,51
	<i>Angaben in Prozent</i>		

■ **Fragen zur Anwendung und Ausprägung von DCF-Methoden im Unternehmen**

<b>Tabelle 4-9: Verwendung von DCF-Methoden</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Ja, um den Unternehmensgesamtwert zu bestimmen	58,14	60,00	56,10
Ja, um einzelne Projekte zu bewerten	75,58	80,00	70,73
Ja, im Bereich Mergers & Acquisitions	77,91	84,44	70,73
Nein	6,98	4,44	9,76
<i>Angaben in Prozent</i>			

<b>Tabelle 4-10: Art und Weise der Cash-flow-Prognose</b>			
	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Prognose auf der Basis von Werttreibern	21,52	19,05	24,32
Durch Extrapolation der Vergangenheitswerte	11,39	7,14	16,22
Durch einen Businessplan	89,87	92,86	86,49
Durch eine Szenarioanalyse	37,97	33,33	43,24
	<i>Angaben in Prozent der Unternehmen, die die Frage 4-9 mit „ja“ beantwortet haben</i>		

**Tabelle 4-11: Dauer des Prognosehorizonts**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Durchschnitt	5,75	5,43	6,12
Minimum	1	2	1
Maximum	15	15	15
<i>Angaben in Jahren</i>			

**Tabelle 4-12: Art und Weise der Cash-flow-Operationalisierung**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Entity-Approach	62,50	68,42	55,88
Equity-Approach	40,28	31,58	50,00
APV-Ansatz	9,72	13,61	5,88
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-13: Methode zur Endwertberechnung**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Endwert auf der Basis der Cash-flow der letzten Prognoseperiode	69,44	79,49	57,58
Auf der Basis eines prognostizierten Liquidationswertes	16,67	5,13	30,30
Auf der Basis einer Szenarioanalyse	13,89	15,38	12,12
Durchschnittliche Cash-flow der letzten Prognoseperioden	8,33	10,26	6,06
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-14: Angewandter Kapitalkostensatz**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Langfristiger Zins risikoloser Staatsanleihen	2,33	2,22	2,44
Gewünschte Marktverzinsung des Eigenkapitals	13,95	11,11	17,07
Durchschnittlicher Kostensatz des Fremdkapitals	3,49	0,00	7,32
Gewichteter Kostensatz aus Eigen- und Fremdkapital (WACC)	75,58	89,67	63,41
Eigenkapitalkostensatz	5,81	4,44	7,32
Fallspezifische Methoden	2,33	0,00	4,88
Durchschnitt der DAX-Werte	0,00	0,00	0,00
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-15: Methode zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
CAPM	77,22	83,33	70,27
APT	0,00	0,00	0,00
OPM	0,00	0,00	0,00
Dividendenwachstumsmodell	1,27	0,00	2,70
durchschnittliche Eigenkapitalkosten deutscher Aktiengesellschaften	12,66	11,90	13,51
Vorgabe einer Hurdle Rate	5,06	2,38	8,11
eigner Ansatz	5,06	4,76	5,41
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-16: Verwendung von Beta-Faktoren**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Anteil	80,49	84,09	76,32
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 4-17: Bestimmung der Beta-Faktoren**

	<i>gesamt</i>	<i>börsennotiert</i>	<i>nicht börsennotiert</i>
Selbst errechnetes Beta aus den eigenen Unternehmensdaten	26,67	31,43	20,00
Beta vergleichbarer inländischer Unternehmen	30,00	31,43	28,00
Beta vergleichbarer ausländischer Unternehmen	8,33	2,86	16,00
Branchen Beta	45,67	48,57	44,00
Alternativverfahren/eigener Ansatz	8,33	8,57	8,00
	<i>Angaben in Prozent der Unternehmen, die die Frage 4-16 mit „ja“ beantwortet haben</i>		

## **5. Fragen zur Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts im Unternehmen**

**Tabelle 5-1: Maßnahmen zur Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Schulungsmaßnahmen	36,62	38,46	34,38
Externe Unternehmensberater	21,13	17,95	25,00
Handbücher	22,54	20,51	25,00
Autodidaktisch	7,04	7,69	6,25
Präsentationen	73,24	69,23	78,13
eigener Ansatz	5,63	2,56	9,38
Keine weiteren Vorbereitungen	12,68	12,82	12,50
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 5-2: Gruppen, bei denen Hemmnisse aufgetreten sind**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Keine Hemmnisse	59,62	60,00	59,09
Top-Management	1,92	0,00	4,55
Mittlere Führungsebene	19,23	16,67	22,73
Operative Mitarbeiter	28,85	30,00	22,27
<i>Angaben in Prozent</i>			

**Tabelle 5-3: Probleme bei der Realisation**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
keine Probleme	32,73	27,27	40,91
<i>Angaben in Prozent</i>			
Planungsphase	2,69	2,70	2,69
Einführungsphase	3,46	3,30	3,75
Umsetzung	3,69	3,64	3,80
<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>			
	6: mehr		1: weniger

**Tabelle 5-4: Erfüllung der Erwartungen in das Shareholder-Value-Konzept**

	gesamt	börsennotiert	nicht börsennotiert
Erfüllung der Erwartungen	4,31	4,41	4,15
<i>Mittelwerte (Ratingskala)</i>			
	6: komplett		1: gar nicht

## **1 Allgemeine Fragen zum Unternehmen und dem Geschäftsumfeld**

### **1.1 Zu welcher der folgenden Branchen gehört Ihr Unternehmen?**

- Mineralöl- und Chemische Industrie
- Nahrungs- und Genussmittel
- Groß- und Einzelhandel
- Telekommunikation, EDV
- Kunststoffverarbeitung
- Beratungsunternehmen
- Kreditinstitute und Versicherungen
- Transport- und Lagerwirtschaft
- Papier, Pappe, Zellstoff
- Elektroindustrie
- Baugewerbe
- Maschinen- und Fahrzeugbau
- Energie- und Wasserversorgung
- Verlage
- \_\_\_\_\_

### **1.2 Wie viele Mitarbeiter waren im vergangenem Jahr in Ihrem Unternehmen im Durchschnitt beschäftigt?**

Im Durchschnitt wurden \_\_\_\_\_ Mitarbeiter beschäftigt.

**1.3 Wie hoch war der Umsatz im letzten Geschäftsjahr in DM? Wie hoch war das Betriebsergebnis? Ist Ihr Unternehmen börsennotiert?**

Umsatz: \_\_\_\_\_ DM

Börsennotierung:  ja  nein

Betriebsergebnis: \_\_\_\_\_ DM

**2 Fragen zum Shareholder-Value-Konzept, zur Wertorientierung des Unternehmens sowie zu den Auslösern und Zielen eines wertorientierten Managements**

**2.1 Wie würden Sie das Shareholder-Value-Konzept beschreiben?**

Das Shareholder-Value-Konzept ist eine Neuauflage des altbekannten ökonomischen Prinzips und im Grunde nichts Neues

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

Das Shareholder-Value-Konzept führt aufgrund seiner isolierten Ausrichtung auf die Eigentümerinteressen zu einer kurzfristigen Gewinnmaximierung des Unternehmens

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

Das Shareholder-Value-Konzept ist ein zukunftsweisender Ansatz zur wertorientierten Unternehmensführung

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

Die Begriffe „Shareholder Value“ und „wertorientierte Unternehmensführung“ sind synonym zu verstehen

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

Das Shareholder-Value-Konzept fördert durch entsprechende Vergütungs- und Anreizsysteme die Motivation der Mitarbeiter

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

Das Konzept des Shareholder-Value hat seinen Höhepunkt bereits überschritten und war lediglich eine Modeerscheinung

trifft völlig zu      trifft überhaupt nicht zu

## **2.2 Inwieweit geht der Gedanke des Shareholder-Value in Ihre Unternehmensstrategie ein?**

- die Maximierung des Shareholder-Value ist bereits primäres Unternehmensziel
  - die Gedanken des Shareholder-Value fließen teilweise in die Unternehmensstrategie ein
  - eine Implementierung von Shareholder-Value-Konzepten wird innerhalb des nächsten Jahres in unserem Unternehmen durchgeführt
  - eine Implementierung von Shareholder-Value-Konzepten wird innerhalb der nächsten fünf Jahre in unserem Unternehmen durchgeführt
  - eine Implementierung von Shareholder-Value-Konzepten wird frühestens in fünf Jahren in unserem Unternehmen durchgeführt
  - die Gedanken des Shareholder-Value spielen für unser Unternehmen keine Rolle und werden dies in Zukunft auch nicht tun
-

**2.3 Was sind Ihre Gründe für eine  
wertorientierte Unternehmensführung?**

(Mehrfachnennungen möglich!)

	sehr relevant bis kaum relevant
Die traditionellen Methoden der Erfolgsmessung bilden den Unternehmenserfolg nur unzureichend ab	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Verbesserte Vergleichbarkeit (intern/extern)	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Globaler Wettbewerb/Konkurrenzdruck	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Der primäre Absatzmarkt stagniert	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Verbesserung der Kommunikation mit den Investoren	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Steigerung der Attraktivität des Unternehmens für potentielle Anleger	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Steigerung des Börsenkurses zur Abwehr feindlicher Übernahmen	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Steigerung des Unternehmenswertes zur Beschleunigung einer Expansionspolitik	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
Identifikation von wertschaffenden und wertvernichtenden Geschäftsbereichen	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>
	<input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/>

**2.4 Was sind Ihre Ziele/Erwartungen einer  
wertorientierten Unternehmensführung?**

(Mehrfachnennungen möglich!)

- |   |   |
|---|---|
| Steigerung des Börsenkurses   | sehr relevant bis kaum relevant   |
| Verbesserung der Investor Relations   | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| Gewinnung von zusätzlichen Investoren   | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| Steigerung der Motivation im Unternehmen  | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| Umsatzerhöhung  | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| Bewußtseinsschärfung der Mitarbeiter in bezug auf die<br>Zielsetzung des Unternehmens | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| Größere Kundenzufriedenheit   | <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> |
| <hr/>   |   |
| <hr/>   |   |

**2.5 Welche Maßstäbe zur Beurteilung des Erfolgs  
werden in Ihrem Unternehmen verwendet?**

(Mehrfachnennungen möglich!)

- |  |  |  |
|--|--|--|
| <input type="radio"/> Shareholder-Value-<br>Methoden | <input type="radio"/> Umsatzwachstum         | <input type="radio"/> Gewinnwachstum   |
| <input type="radio"/> Jahresüberschuß                | <input type="radio"/> Gewinn pro Aktie       | <input type="radio"/> ROE <sup>3</sup> |
| <input type="radio"/> Marktanteil                    | <input type="radio"/> Kurs-Gewinn-Verhältnis | <input type="radio"/> ROI <sup>4</sup> |
| <input type="radio"/> _____                          |  |  |
| <hr/>  |  |  |

<sup>3</sup> ROE steht für Return on Equity

<sup>4</sup> ROI steht für Return on Investment

**2.6 Erhalten die Führungskräfte in Ihrem Unternehmen am Unternehmenserfolg  
orientierte Leistungen?**

ja  nein

**falls Ihre Antwort „ja“ ist, welche Bemessungsgrundlage wird zur Ermittlung  
des Unternehmenserfolges herangezogen?**

- Umsatz                     Marktanteil                     EVA<sup>5</sup>/Economic Profit  
 Jahresüberschuß             ROI                             CFROI<sup>6</sup>  
 Cash-flow                     ROE                             \_\_\_\_\_  
 Marktwert/Buchwert-Verhältnis  
 Kombination aus folgenden Größen: \_\_\_\_\_

**Welche Form haben diese Leistungen?**

(Mehrfachnennungen möglich!)

- Umsatzbeteiligung                     nicht geldliche Leistungen (z.B. Reisen)  
 gewinnabhängige Bonuszahlungen  
 Unternehmensbeteiligungen/Stock Options             \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

<sup>5</sup> EVA steht für Economic Value Added

<sup>6</sup> CFROI steht für Cash-Flow Return On Investment

**2.7 Wird in Ihrer Unternehmensstrategie bewußt ein Stakeholder-Ansatz<sup>7</sup> verfolgt?**

ja  nein

**falls Ihre Antwort „ja“ ist, welche Anspruchsgruppen werden besonders berücksichtigt?**

- |                                   |  |   |
|-----------------------------------|--|---|
| <input type="radio"/> Mitarbeiter | <input type="radio"/> Staat                            | <input type="radio"/> Fremdkapitalgeber |
| <input type="radio"/> Lieferanten | <input type="radio"/> allgemeine Öffentlichkeit        | <input type="radio"/> Medien            |
| <input type="radio"/> Kunden      | <input type="radio"/> Aktionsgruppen (z.B. Greenpeace) | <input type="radio"/> Gewerkschaften    |
| <input type="radio"/> Verbände    | <input type="radio"/> Behörden                         | <input type="radio"/> _____             |

---

<sup>7</sup> Der Stakeholder-Ansatz propagiert am Rahmen der Unternehmensstrategieformulierung die Berücksichtigung weiterer Anspruchsgruppen neben den Shareholdern.

### **3 Investor Relations**

**3.1 Welche Ziele verfolgt Ihr Unternehmen bei der Kommunikation mit den Anteilseignern ?** (Mehrfachnennungen möglich!)

- Steigerung des Image
- Stillung des allgemeinen Informationsbedürfnisses der Anleger
- Gewinnung neuer Anleger
- Erhöhung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens
- Schließung der Wahrnehmungslücke zwischen innerem Wert der Unternehmung und dem aktuellen Marktwert
- Pflege der eigenen/bestehenden Anlegerbeziehungen
- \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_

**3.2 Auf welche Zielgruppen ist die Informationspolitik Ihres Unternehmens ausgerichtet?** (Mehrfachnennungen möglich!)

- Finanzanalysten
- (potentielle) institutionelle Investoren
- (potentielle) private Investoren
- Medien
- Kunden
- Ratingagenturen
- Mitarbeiter
- Lieferanten
- allgemeine Öffentlichkeit
- \_\_\_\_\_

**3.3 Welche Informationsinstrumente werden eingesetzt,  
um die Unternehmensleistung zu kommunizieren?** (Mehrfachnennungen möglich!)

- |  |   |
|--|---|
| <input type="radio"/> Geschäftsberichte            | <input type="radio"/> Hauptversammlungen              |
| <input type="radio"/> Unternehmensbroschüren       | <input type="radio"/> Road Shows/Analystentreffen     |
| <input type="radio"/> Unternehmens-/Finanzanzeigen | <input type="radio"/> Pressekonferenzen               |
| <input type="radio"/> Fernsehen/Radio              | <input type="radio"/> Telefonkonferenz/Videokonferenz |
| <input type="radio"/> Internet                     | <input type="radio"/> _____                           |

**3.4 Welche Aspekte haben in der Informationspolitik Ihres Unternehmens die  
größte Bedeutung?**

	groß	gering
Vermittlung der Ertragsaussichten/Renditen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Darstellung der Marktentwicklung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Entwicklung des Shareholder-Value	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Aussagen über die Unternehmensstrategie	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Offenheit der Darstellung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Detailliertheit der Darstellung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

## **4 Ausprägungen des Wertmanagements**

### **4.1 In welchen Abständen ermittelt Ihre Gesellschaft den Unternehmenswert?**

intern    extern

- monatlich
- quartalsmäßig
- jährlich

intern    extern

- unregelmäßig
  - nie
  -
- 

### **4.2 Greift Ihr Unternehmen auf professionelle Berater zurück, um den Unternehmenswert zu ermitteln?**

ja

ja, bei der Implementierung

nein

**Falls Ihre Antwort „ja“ ist, auf welche**

(Mehrfachnennungen möglich!)

**Art von Berater greifen Sie zurück?**

Investmentbanken

interner Unternehmensberater

Wirtschaftsprüfer

\_\_\_\_\_

Unternehmensberater

\_\_\_\_\_

---

**4.3 Welche Methoden werden zur Ermittlung  
des Unternehmenswertes herangezogen?**

(Mehrfachnennungen möglich!)

- Substanzwertmethode
- Ertragswertmethode
- DCF-Methode<sup>9</sup>
- CFROI
- Marktwert/Buchwert-Verhältnis
- Economic Profit bzw. EVA
- MVA<sup>8</sup>
- Marktwert bzw. Börsenwert
- \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_

**Warum verwenden Sie gerade diese Methode(n)?**

---

---

---

---

**4.4 Erfolgt eine Ermittlung des Unternehmenswertes lediglich auf der Konzern-  
ebene?**

- nur auf der obersten Hierarchieebene/Konzernebene
- auch auf den darunter liegenden Ebenen

---

<sup>8</sup> MVA steht für Market Value Added

<sup>9</sup> DCF steht für Discounted Cash-Flow

**Wird der anteilige Beitrag der einzelnen Geschäftseinheiten zum Gesamtunternehmenswert regelmäßig ermittelt?**

intern    extern

- monatlich  
     quartalsmäßig

intern    extern

- jährlich  
     unregelmäßig

intern    extern

- \_\_\_\_\_

**4.5 Verwenden Sie in Ihrer Unternehmung DCF-Methoden?**

- ja, um den Unternehmensgesamtwert zu bestimmen  
 ja, um einzelne Projekte zu bewerten (z.B. Investitionsprojekte)  
 ja, im Bereich Mergers & Aquisitions  
 nein

**falls Ihre Antwort „ja“ ist, auf welche Art und Weise prognostizieren Sie die Cash-flow in die Zukunft?**

- auf der Basis von Werttreibern  
 durch Extrapolation der Vergangenheitswerte  
 durch einen Businessplan (Sensitivitätsanalyse)  
 durch eine Szenarioanalyse  
 \_\_\_\_\_

**Wie lang ist Ihr Prognosehorizont für die Detailprognose?**

\_\_\_\_\_Jahre

**Nach welcher Methode operationalisieren sie die Cash-flow Ihres Unternehmens?**

- nach dem Entity-Approach (Abzinsung der Cash-flow vor Abzug des Fremdkapitals)
- nach dem Equity-Approach (Abzinsung der Cash-flow nach Abzug des Fremdkapitals)
- nach der Adjusted-Present-Value-Methode (APV-Ansatz)

**Auf welcher Basis wird der Endwert angesetzt?**

- Auf der Basis des Cash-flow der letzten Prognoseperiode
- Auf der Basis eines prognostizierten Liquidationswertes
- Auf der Basis einer Szenarioanalyse
- \_\_\_\_\_

**4.6 Welcher Kapitalkostensatz wird in Ihrem Unternehmen als Basis für die Rentabilitätsrechnung verwendet?**

- der langfristige Zins risikoloser Staatsanleihen (o.ä.)
- die gewünschte Mindestverzinsung des Eigenkapitals
- der durchschnittliche Kostensatz des Fremdkapitals
- der gewichtete Kostensatz aus Eigen- und Fremdkapital (WACC<sup>10</sup>)
- der Eigenkapitalkostensatz
- ein Durchschnitt der Dax-Werte
- \_\_\_\_\_

<sup>10</sup> WACC steht für Weighted Average Cost of Capital

**4.7 Wie ermitteln Sie die Kosten für das Eigenkapital?**

- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
  - Arbitrage Pricing Theory (APT)
  - Optionspreismodell (OPM)
  - Dividendenwachstumsmodell
  - durchschnittliche Eigenkapitalkosten deutscher Aktiengesellschaften
  - \_\_\_\_\_
- 

**4.8 Werden zur Berechnung der Eigenkapitalkosten Beta-Faktoren herangezo-  
gen?**

- ja
- nein

**falls Ihre Antwort „ja“ ist, wie bestimmen Sie Ihre Beta-Faktoren?**

- selbst errechnetes Beta aus den eigenen Unternehmensdaten
- Beta vergleichbarer inländischer Unternehmen
- Beta vergleichbarer ausländischer Unternehmen
- Branchen-Beta
- \_\_\_\_\_

## **5 Umsetzung des Shareholder-Value-Konzeptes im Unternehmen**

### **5.1 Wie wurden die Führungskräfte mit dem Shareholder-Value-Konzept vertraut gemacht?**

- |   |  |
|---|--|
| <input type="radio"/> Schulungsmaßnahmen                | <input type="radio"/> Präsentationen                       |
| <input type="radio"/> durch externe Unternehmensberater | <input type="radio"/> Keine weitere Vorbereitung notwendig |
| <input type="radio"/> Handbücher                        | <input type="radio"/> _____                                |
| <input type="radio"/> autodidaktisch                    | <input type="radio"/> _____                                |
- 

### **5.2 Bei welcher Mitarbeitergruppe traten die größten Hemmnisse auf?**

- |  |   |
|--|---|
| <input type="radio"/> keine Hemmisse         | <input type="radio"/> operative Mitarbeiter |
| <input type="radio"/> Top-Management         | <input type="radio"/> _____                 |
| <input type="radio"/> mittlere Führungsebene | <input type="radio"/> _____                 |
-

**5.3 In welcher Realisationsphase gab es die größten Probleme?**

- |                  |  |
|------------------|--|
| keine Probleme   | <input type="radio"/>  |
| Planungsphase    | mehr <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> weniger |
| Einführungsphase | mehr <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> weniger |
| Umsetzung        | mehr <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> weniger |
| _____            | mehr <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> <input type="radio"/> weniger |
- 

**5.4 Inwieweit wurden die Erwartung in bezug auf das Shareholder-Value-Konzept erfüllt?**

komplett      gar nicht

## **Übersicht bisher erschienener Arbeitspapiere**

Arbeitspapier Nr. 1 (1998)

**Business Process Reengineering in deutschen Unternehmen**

Hansmann/Höck

Arbeitspapier Nr. 2 (1999)

**Das Jahr 2000 Problem in mittelständischen Unternehmen**

Hansmann/Höck

Arbeitspapier Nr. 3 (2000)

**Studie zum Shareholder Value in deutschen Unternehmen**

Hansmann/Kehl